

Cledinor S. A. (Cledinor)

Factores relevantes de la calificación

Confirmación de calificación y asignación de perspectiva positiva: FIX SCR (afiliada de Fitch Ratings) – en adelante FIX – confirmo la calificación de la ON garantizada emitida por Cledinor en A(uy) y asignó Perspectiva Positiva. La asignación de la Perspectiva Positiva considera los fuertes vínculos operacionales y accionarios con su controlante indirecta Marfrig Global Food S.A. e incorpora las buenas métricas crediticias del Grupo Marfrig Uruguay, la fuerte trayectoria a nivel ingresos, la buena generación de EBITDA, en un contexto de estabilidad para el sector con márgenes y flujos que tienden a estabilizarse, su adecuado nivel de endeudamiento y adecuada liquidez. Adicionalmente, incorpora en sus supuestos las inversiones en el Frigorífico Tacuarembó y en la Planta de Salto por aproximadamente USD 40 millones y USD 15.5 millones respectivamente hasta 2023, manteniendo adecuados niveles de endeudamiento y liquidez. 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, con una participación del 30%, y las exportaciones representan el 90% de sus ingresos, destinándose principalmente a Asia, Nafta y Europa. En tanto, en febrero 2022, Fitch Ratings confirmó la calificación de Marfrig Global Food S.A. en BB / AA+(br) ambas con Perspectiva Positiva. Además, FIX considera las buenas perspectivas sectoriales debido al aumento del abastecimiento de hacienda en Uruguay, el aumento de la demanda mundial de carne y los elevados precios internacionales sostenidos, estimando hacia adelante márgenes de rentabilidad normalizados en torno al 7%.

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. Los vínculos operacionales se manifiestan a través de la operatoria de cobranzas de exportaciones la cual se encuentra centralizada en la comercializadora del Grupo Marfrig (Weston) que centraliza las cobranzas de Brasil, Uruguay y Argentina. 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 dejó de tener aplicación a partir de abril 2022 con el del saldo de las ON reducido a USD 39.8 millones a marzo 2022. La deuda de ON de Cledinor a junio 2022 ascendía a USD 38.2 millones.

Buenos métricas operativas: El Grupo Marfrig Uruguay es el principal frigorífico de Uruguay con una participación de mercado medido en cantidad de faena de ganado bovino mayor al 25%. 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 marzo 2022 (año móvil), el flujo generado por operaciones (FGO) totalizó USD 75 millones, que luego de la variación negativa del capital de trabajo por USD 2.5 millones en combinación con inversiones por USD 20,3 millones y la distribución de dividendos por USD 60 millones arribaron a un flujo de fondos libres (FFL) negativo por USD 7.8 millones. Hacia adelante, Fix espera que el grupo continúe generando FGO positivo en torno a USD 45

Informe Integral

Calificaciones

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

Perspectiva Positiva

(*) Incluye el vínculo con los tres frigoríficos del Grupo Marfrig Uruguay

Resumen Financiero

(\$ miles USD)	Consolidado	
	Año Móvil Marzo 2022	12 Meses
Total Activos	358.784	291.314
Deuda Financiera	87.698	55.144
Ingresos	949.456	794.149
EBITDA	76.047	69.736
EBITDA (%)	8,0	8,8
Deuda Total / EBITDA (x)	1,2	0,8
(Deuda Total -IRR) / EBITDA (x)	0,4	-0,1

*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

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

Informes Relacionados

Analistas



Analista Principal
 Gustavo Avila – Senior Director
gustavo.avila@fixscr.com
 +54 11 5235 8119



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



Responsable del Sector
 María Cecilia Minguillon – Senior Director
cecilia.minguillon@fixscr.com

+54 11 5235 8123

millones, sin embargo, considerando el plan de inversiones y la política de dividendos, se estima que el FFL continué resultando negativo.

Inversiones para el incremento de la capacidad productiva: El grupo ha encarado un plan de inversiones en el Frigorífico Tacuarembó para incrementar la capacidad instalada, que se incrementó hasta 1.000 reses/día (desde 800 al cierre anterior), con un plan de inversiones para llevar la capacidad de procesamiento de hasta 1.400 reses/día en 2024. Estas inversiones comportan USD 25 millones en 2022 y USD 15 millones en 2023. Por su parte, en la Planta de Salto (Cledinor), se está incrementando la capacidad de frío al igual que la capacidad de faena y el engorde a corral para incorporar 5.000 cabezas. Estas inversiones comportan USD 6 millones en 2022 y USD 8 millones en 2023, mientras que la inversión en la ampliación del corral consta de USD 1.5 millones.

Adecuado apalancamiento: A marzo 2022 (año móvil) la deuda financiera del grupo ascendía a USD 87.7 millones con un ratio deuda/EBITDA de 1.2x. Un 57% era deuda de corto plazo mientras que el 52% de la deuda financiera correspondía a ON garantizada y el 48% restante a préstamos bancarios. En tanto, la Deuda Neta/EBITDA ascendió a 0.8x sin mayores variaciones respecto del cierre anual septiembre 2021. Respecto de las Obligaciones Negociables, representan el 50% 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 junio 2022, la cuenta reserva era de USD 2.3 millones aproximadamente y el servicio de deuda asciende a USD 2.2. Hacia adelante, FIX no anticipa cambios significativos en el endeudamiento excepto cambios coyunturales y espera que el ratio de deuda sobre EBITDA no supere 1.5x.

Adecuada Liquidez: A marzo 2022, la caja e inversiones corrientes del grupo ascendían a USD 26.6 millones, sin incluir los fondos de reservas por USD 2.3 millones, cubriendo 0.5x los vencimientos de corto plazo (USD 49.9 millones). En tanto, los fondos líquidos más IRR sobre deuda de corto plazo brindaban una cobertura de 1.7x y La deuda neta menos IRR/EBITDA ascendía a 0.4x.

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. Ante un contexto desfavorable del sector, un mayor endeudamiento neto del Grupo 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.

Una mejora de la calificación de las ON de Cledinor se desprendería de:

La consolidación del plan de inversiones del grupo Marfrig Uruguay derivando en el incremento de capacidad de faena y procesamiento de ganado con un sostenido crecimiento de sus exportaciones, incorporando mejoras operativas y manteniendo sus métricas crediticias.

Liquidez y Estructura de capital

Moderada Liquidez: A marzo 2022, la caja e inversiones corrientes del grupo ascendían a USD 26.6 millones, sin incluir los fondos de reservas por USD 2.3, cubriendo 0.5x los vencimientos de corto plazo (USD 49.9 millones). En tanto, los fondos líquidos más IRR sobre deuda de corto plazo brindaban una cobertura de 1.7x y La deuda neta menos IRR/EBITDA ascendía a 0.4x.

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 a junio

2022 que representan el 30% de la industria frigorífica en Uruguay. 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

Control Accionario - Marfrig

El accionista controlante de las compañías es Marfrig Global Foods S.A. (calificación confirmada al 10 de febrero de 2022 por Fitch Ratings en BB Perspectiva Positiva y AA+(br) Perspectiva Positiva).

FIX considera que el vínculo entre el Grupo de Marfrig Uruguay y su controlante indirecto es fuerte dado las cláusulas de integración operativa, importancia estratégica 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.

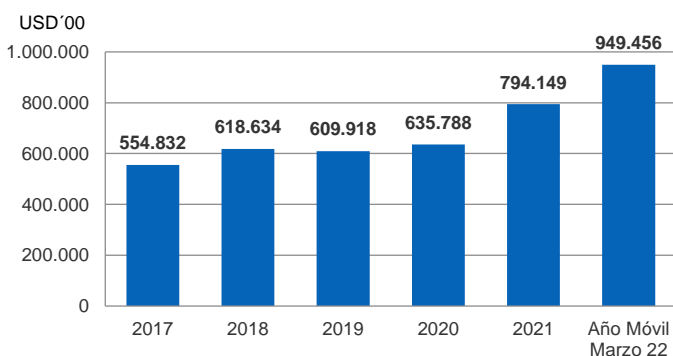
La deuda de la controlante posee una cláusula de incumplimiento cruzado con las ON de sus subsidiarias por USD 40 millones. No obstante, esta cláusula de incumplimiento cruzado se inactivó desde Abril 2022 dado que el remanente de capital fue menor de USD 40 millones. A marzo 2022 las ON de Cledinor totalizaban USD 39.8 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 exportar de manera autónoma.

Evolución de Ventas Netas

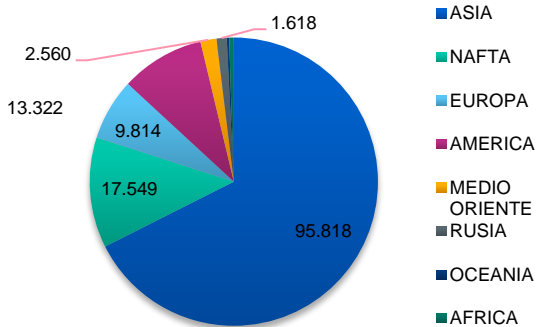


Fuente: Información de la Empresa, Fix Scr

Comercialización

Las ventas externas representan el 90% de los ingresos del grupo y se realizaron a través de las compañías vinculadas del grupo Marfrig permitiendo al Grupo en Uruguay lograr flexibilidad en los pagos. Las ventas al continente asiático concentran el principal destino de exportación, representando el 68% del volumen y el 62% de los ingresos.

Tn Exportadas por Region - Junio 2022

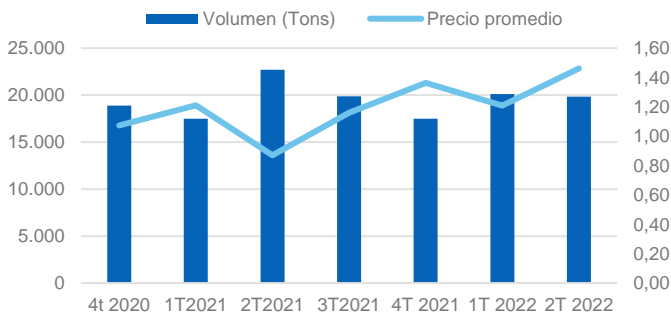


Fuente: Informacion de la empresa, Fix SCR

A junio 2022, los ingresos del grupo por exportaciones ascendieron a USD 754 millones. Respecto del período anterior, las ventas al mercado externo se incrementaron 48% en un contexto favorable de volúmenes (+14%) y precios internacionales promedio que crecieron 29% en el mismo período.

El comportamiento de las ventas internas en el periodo a junio 2022 mostró un volumen contraído (-24%) en un entorno de precios domésticos favorables

Ventas al Mercado Interno



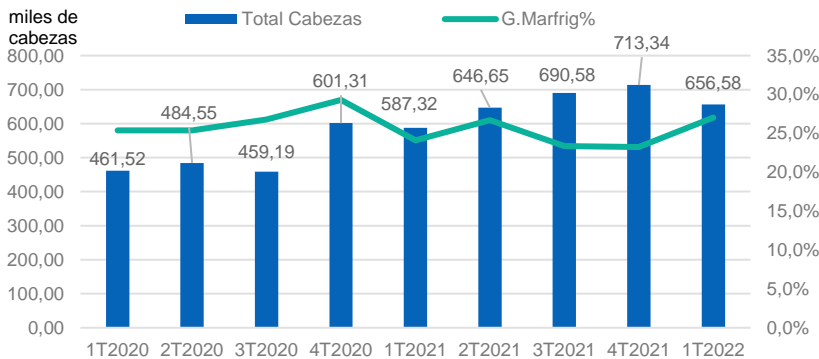
Fuente: Informacion de la empresa, Fix Scr

Posición competitiva

El grupo Marfrig en su conjunto, a septiembre 2021 totalizó un 26% de las cabezas bovinas faenadas a nivel país. El grupo mantiene desde 2006 una participación de mercado en la faena de bovinos superior al 25%.

Las exportaciones del Grupo representan más del 30% 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 600 reses hacia fines del ciclo 2024 (desde 800 a 1.400, represando un 75% de incremento de capacidad). El financiamiento de esta expansión se financió con líneas de mediano plazo otorgadas por varios bancos locales por USD 50 millones. Adicionalmente, han incurrido en inversiones para la cría de ganado en campos certificados, contando con un millón de hectáreas certificadas siendo el ganado allí criado destinado a la exportación de ganado ecológico con trackeo para reducir la huella de carbono. Este es un negocio de nicho con muy buenos precios con destino final USA.

Faena Pais



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Riesgo del sector

El mercado masivo mundial de carne se encuentra dominado por grandes empresas (JBS, Tyson, Marfrig, BRF). La rentabilidad de la industria es considerada volátil y depende de la evolución de la oferta y demanda de carne, y está sujeta a factores climáticos, y al nivel de consumo per cápita. La industria cárnica es de uso intensivo de capital operativo, considerando que debe sostener el descalce entre su ciclo operacional (ventas y cobranzas) con el de pagos a proveedores. Además, factores de riesgos como las fluctuaciones en el precio de la carne o en el tipo de cambio, factores climáticos, fitosanitarios, políticos, logísticos y/o en las regulaciones, podrían afectar sus ventas y/o eventuales ingresos y, en consecuencia, sus niveles de liquidez.

La rentabilidad de la industria se encuentra condicionada 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".

Uruguay es el primer país del mundo en consumo de carne vacuna por persona. El consumo de carne bovina alcanzó 46 kg/hab/año en 2021, comenzando un proceso de recuperación con respecto a los años anteriores. Produce cerca de 550 mil toneladas de carne vacuna al año, 180 mil para el consumo interno y 370 mil dirigidas al mercado externo. Las cifras de año 2021 para el sector muestran una recuperación de actividad con niveles elevados de faena, ingresos que representan el 25 % de las exportaciones globales del país y una recuperación del consumo de proteínas en Uruguay.

El stock bovino uruguayo en 2021 fue de 11,8 millones de animales, sin variaciones respecto del año anterior. La faena de bovinos en 2021 alcanzó los 2,6 millones de animales, lo cual representó un 32 % más de cabezas respecto a 2020

Por su parte, los volúmenes de origen nacional comercializados en mercado interno, cuyo principal destino es el abasto, han tenido comportamientos diferentes. De 2018 a 2020, se aprecia una pronunciada caída en los volúmenes expedidos de la especie bovina, mientras que en el año 2021 se observa una leve recuperación.

A nivel global, FIX espera un leve crecimiento en el consumo per cápita de carne vacuna, siguiendo la tendencia del 2020 y 2021. Históricamente, el consumo per cápita ha mostrado cierta estacionalidad y normalmente ha fluctuado entre 30 y 35 kg. Adicionalmente, prevé un escenario en el cual la demanda seguirá creciendo a mayor ritmo que la oferta y los precios van a seguir sostenidos.

De acuerdo a las proyecciones del USDA (Departamento de Agricultura de los Estados Unidos), la producción mundial de carne vacuna recuperará unas 600 mil toneladas en 2022, tras dos

años de claro estancamiento. Para 2022 la producción global de carne vacuna alcanzaría los 58 millones de toneladas, lo que significa un crecimiento del 1% anual.

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.

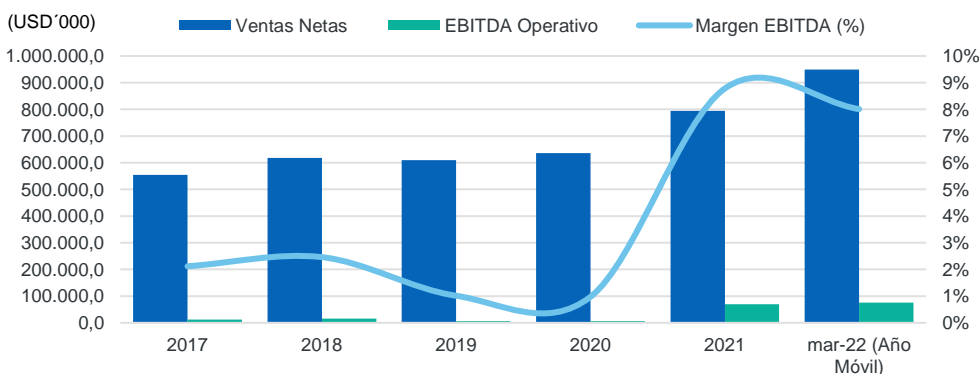
Perfil Financiero

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.

A marzo 2022 (año móvil), el EBITDA fue de USD 76 millones y arrojó un margen de 8%, superior al margen registrado a marzo 2021 (USD 40 millones y margen 6.1%) y levemente inferior al margen registrado a septiembre 2021 (USD 69.7 millones y margen de 8.8%), mostrando una recuperación frente a los periodos 2020 y 2019 (1% y 1% respectivamente). La facturación a marzo 2022 (año móvil) ascendió a USD 949 millones vs. la facturación al cierre septiembre 2021 que ascendió a USD 794 millones. El origen del incremento de la facturación se basa en un mayor volumen de toneladas exportadas en un contexto de precios internacionales en alza.

Evolución Ventas



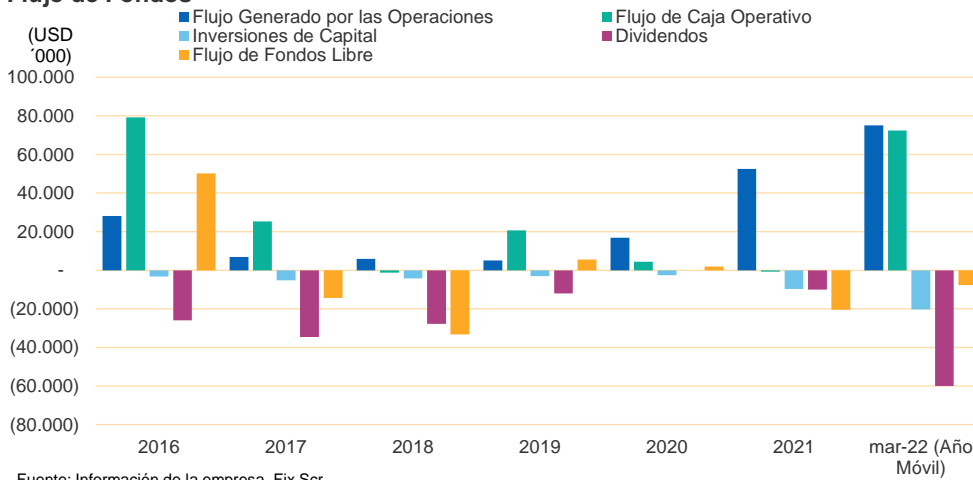
Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Para los próximos ejercicios, Fix espera que las ventas del Grupo Marfrig mantengan una estabilidad basadas en buenos volúmenes de exportaciones y un escenario de precios internacionales favorables con un margen de EBITDA estabilizándose en torno al 7%.

Flujo de Fondos

A marzo 2022 (año móvil), el flujo generado por operaciones (FGO) totalizó USD 75 millones, que luego de la variación negativa del capital de trabajo por USD 2.5 millones en combinación con inversiones por USD 20,3 millones y la distribución de dividendos por USD 60 millones, arribaron a un flujo de fondos libres (FFL) negativo por USD 7.8 millones. Desde 2023 se espera que el FFL continúe la tendencia negativa en base a la política de dividendos.

Flujo de Fondos



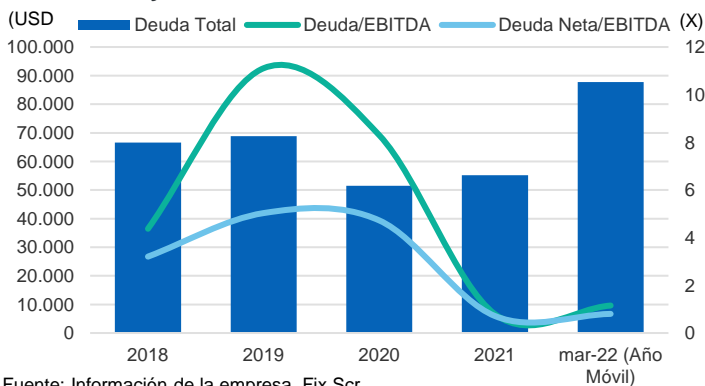
Hacia adelante, Fix espera que el grupo continúe generando FGO positivo en torno a USD 45 millones, sin embargo, considerando el plan de inversiones y la política de dividendos, se estima que el FFL continúe resultando negativo.

Liquidez y Estructura de Capital

El endeudamiento del Grupo puede ser volátil dependiendo del flujo generado. A marzo 2022 (año móvil) la deuda financiera del grupo ascendía a USD 87.7 millones con un ratio deuda/EBITDA de 1.2x. Un 57% era deuda de corto plazo mientras que el 52% de la deuda financiera correspondía a ON garantizada y el 48% restante a préstamos bancarios. En tanto, la Deuda Neta/EBITDA ascendió a 0.8x sin mayores variaciones respecto del cierre anual septiembre 2021. Respecto de las Obligaciones Negociables, representan el 50% 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 junio 2022, la cuenta reserva era de USD 2.3 millones aproximadamente y el servicio de deuda asciende a USD 2.2.

Hacia adelante, FIX no anticipa cambios significativos en el endeudamiento excepto cambios coyunturales y espera que el ratio de deuda sobre EBITDA no supere 1.5x.

Deuda Total y Endeudamiento



La liquidez del grupo es moderada. A marzo 2022, la caja e inversiones corrientes del grupo ascendían a USD 26.6 millones, sin incluir los fondos de reservas por USD 2.3, cubriendo 0.5x los

vencimientos de corto plazo (USD 49.9 millones). En tanto, los fondos líquidos más IRR sobre deuda de corto plazo brindaban una cobertura de 1.7x y La deuda neta menos IRR/EBITDA ascendía a 0.4x.

Liquidez - Marfrig SA

USD '000	2018	2019	2020	2021	mar-22 (Año Móvil)
EBITDA Operativo	15.235	6.192	6.200	69.736	76.047
Caja e Inversiones Corrientes	17.800	37.639	22.164	5.458	26.643
Deuda Corto Plazo	8.687	18.086	7.637	18.630	49.991
Deuda Largo Plazo	57.957	50.711	43.810	36.513	37.707
Inventarios de Rápida Realización	223.186	38.886	25.784	64.569	58.879
Indicadores Crediticios					
LTM EBITDA / Deuda CP	1,8	0,3	0,8	3,7	1,5
LTM EBITDA + Disponibilidades / Deuda CP	3,8	2,4	3,7	4,0	2,1
LTM EBITDA + Disponibilidades + IRR / Deuda CP	29,5	4,6	7,1	7,5	3,2
IRR + Disponibilidades / Deuda CP	27,7	4,2	6,3	3,8	1,7
Deuda Total / LTM EBITDA	4,4	11,1	8,3	0,8	1,2

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Fondeo y Flexibilidad Financiera

El grupo posee un demostrado acceso al financiamiento bancario operando actualmente con varias instituciones financieras locales. Las inversiones del ciclo 2021/2022 fueron financiadas por líneas de mediano plazo entre 3 y 5 años además de contar con preacuerdos con financiamiento de hasta 10 años de plazo.

Anexo I – Resumen Financiero

Resumen Financiero - Cledinor S.A.

(miles de USD, año fiscal finalizado en Septiembre)

Cifras Consolidadas

Normas Contables

Período

	NIIF Año Móvil 12 meses	NIIF jun-22 9 meses	NIIF 2021 12 meses	NIIF 2020 12 meses	NIIF 2019 12 meses	NIIF 2018 12 meses	NIIF 2017 12 meses
Rentabilidad							
EBITDA Operativo	16.460	11.957	16.242	(628)	(2.788)	2.832	2.486
EBITDAR Operativo	16.460	11.957	16.242	(628)	(2.788)	2.832	2.486
Margen de EBITDA	7,0	6,6	7,0	(0,5)	(2,6)	2,2	1,9
Margen de EBITDAR	7,0	6,6	7,0	(0,5)	(2,6)	2,2	1,9
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	21,0	14,4	21,0	9,9	1,8	4,4	51,8
Margen del Flujo de Fondos Libre	0,7	(0,1)	0,7	(14,6)	(12,6)	(3,6)	0,9
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	59,0	57,7	59,0	(56,5)	(22,5)	4,9	2,7
Coberturas							
FGO / Intereses Financieros Brutos	4,9	4,5	4,9	1,8	0,4	1,3	46,2
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	6,4	6,3	6,4	(0,2)	(0,7)	1,0	8,7
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	6,4	6,3	6,4	(0,2)	(0,7)	1,0	8,7
EBITDA / Servicio de Deuda	1,1	0,9	1,2	(0,1)	(0,2)	0,4	1,0
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	1,1	0,9	1,2	(0,1)	(0,2)	0,4	1,0
FGO / Cargos Fijos	4,9	4,5	4,9	1,8	0,4	1,3	46,2
FFL / Servicio de Deuda	0,3	0,2	0,3	(1,4)	(0,8)	(0,2)	0,6
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	0,4	0,3	0,4	(0,6)	2,0	0,8	1,9
FCO / Inversiones de Capital	15,3	15,7	15,3	(16,9)	(48,6)	1,1	39,6
Estructura de Capital y Endeudamiento							
Deuda Total Ajustada / FGO	3,5	3,8	3,3	8,2	41,7	15,9	0,2
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	2,6	2,7	2,5	(80,4)	(21,6)	21,7	1,3
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	2,6	2,6	2,4	(67,2)	(9,6)	18,9	(0,1)
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	2,6	2,7	2,5	(80,4)	(21,6)	21,7	1,3
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	2,6	2,6	2,4	(67,2)	(9,6)	18,9	(0,1)
Costo de Financiamiento Implícito (%)	4,9	6,0	5,6	6,1	6,2	9,1	8,6
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	27,6	27,6	27,6	14,5	13,3	8,3	72,4
Balance							
Total Activos	101.260	101.260	94.004	80.269	101.088	91.601	46.109
Caja e Inversiones Corrientes	1.541	1.541	1.431	8.237	33.421	8.054	3.319
Deuda Corto Plazo	12.022	12.022	11.160	7.328	7.973	5.094	2.285
Deuda Largo Plazo	31.553	31.553	29.292	43.123	52.197	56.479	869
Deuda Total	43.575	43.575	40.452	50.451	60.170	61.573	3.154
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	43.575	43.575	40.452	50.451	60.170	61.573	3.154
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al	43.575	43.575	40.452	50.451	60.170	61.573	3.154

Patrimonio							
Total Patrimonio	20.124	20.124	18.682	9.191	15.550	18.352	22.130
Total Capital Ajustado	63.699	63.699	59.134	59.642	75.720	79.924	25.284
Flujo de Caja							
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	9.963	6.706	9.831	2.794	(2.345)	924	12.944
Variación del Capital de Trabajo	3.081	4.327	3.040	(19.716)	(10.922)	163	6.520
Flujo de Caja Operativo (FCO)	13.044	11.033	12.871	(16.922)	(13.267)	1.087	19.464
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(854)	(703)	(843)	(1.000)	(273)	(1.010)	(491)
Dividendos	(10.421)	(10.475)	(10.283)	0	0	(4.763)	(17.712)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	1.769	(145)	1.746	(17.921)	(13.540)	(4.685)	1.261
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	48	0	0	(95)
Otras Inversiones, Neto	0	0	0	0	44.063	(45.737)	20
Variación Neta de Deuda	(6.954)	(217)	(6.861)	(6.777)	(4.180)	55.687	1.516
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	(5.184)	(363)	(5.116)	(24.650)	26.343	5.265	2.701
Estado de Resultados							
Ventas Netas	236.337	181.223	233.209	122.541	107.096	131.289	133.466
Variación de Ventas (%)	1.814,7	33,7	147,1	152,9	6.504,9	(1,6)	18,0
EBIT Operativo	15.495	11.229	15.290	(1.579)	(3.776)	1.883	1.786
Intereses Financieros Brutos	2.559	1.892	2.525	3.381	3.788	2.953	286
Alquileres	0	0	0	0	0	0	0
Resultado Neto	11.105	7.916	10.958	(5.960)	(3.711)	1.037	830

Resumen Financiero - Marfrig Uruguay

(miles de USD, año fiscal finalizado en Septiembre)

Cifras Consolidadas

Normas Contables

Período	NIIF Año Móvil 12 meses	NIIF mar-2022 6 meses	NIIF 2021 12 meses	NIIF 2020 12 meses	NIIF 2019 12 meses	NIIF 2018 12 meses	NIIF 2017 12 meses
---------	-------------------------------	-----------------------------	--------------------------	--------------------------	--------------------------	--------------------------	--------------------------

Rentabilidad

EBITDA Operativo	76.047	43.495	69.736	6.200	6.192	15.235	11.769
EBITDAR Operativo	76.047	43.495	69.736	6.200	6.192	15.235	11.769
Margen de EBITDA	8,0	8,3	8,8	1,0	1,0	2,5	2,1
Margen de EBITDAR	8,0	8,3	8,8	1,0	1,0	2,5	2,1
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	42,3	55,3	34,8	20,9	8,2	8,2	8,6
Margen del Flujo de Fondos Libre	(0,8)	(2,1)	(2,6)	0,3	0,9	(5,4)	(2,6)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	70,3	108,0	81,7	(3,6)	(9,8)	9,1	2,9

Coberturas

FGO / Intereses Financieros Brutos	21,8	31,3	14,2	4,4	2,0	2,3	3,5
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	21,1	26,5	17,5	1,3	1,2	3,5	4,3
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	21,1	26,5	17,5	1,3	1,2	3,5	4,3
EBITDA / Servicio de Deuda	1,4	0,8	3,1	0,5	0,3	1,2	0,4
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	1,4	0,8	3,1	0,5	0,3	1,2	0,4
FGO / Cargos Fijos	21,8	31,3	14,2	4,4	2,0	2,3	3,5
FFL / Servicio de Deuda (FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	(0,1)	(0,4)	(0,7)	0,5	0,5	(2,2)	(0,4)
FCO / Inversiones de Capital	3,6	3,9	(0,1)	1,7	6,8	(0,3)	4,9

Estructura de Capital y Endeudamiento

Deuda Total Ajustada / FGO	1,1	0,9	1,0	2,4	6,8	6,6	3,0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,2	1,0	0,8	8,3	11,1	4,4	2,5
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,8	0,7	0,7	4,7	5,0	3,2	1,3
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	1,2	1,0	0,8	8,3	11,1	4,4	2,5
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	0,8	0,7	0,7	4,7	5,0	3,2	1,3
Costo de Financiamiento Implícito (%)	5,0	4,6	7,5	8,2	7,6	9,1	10,0
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	57,0	57,0	33,8	14,8	26,3	13,0	88,5
	57%						

Balance

Total Activos	358.784	358.784	291.314	213.532	232.114	225.510	210.935
Caja e Inversiones Corrientes	26.643	26.643	5.458	22.164	37.639	17.800	14.223
Deuda Corto Plazo	49.991	49.991	18.630	7.637	18.086	8.687	25.738
Deuda Largo Plazo	37.707	37.707	36.513	43.810	50.711	57.957	3.353
Deuda Total	87.698	87.698	55.144	51.446	68.797	66.644	29.090
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	87.698	87.698	55.144	51.446	68.797	66.644	29.090
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	87.698	87.698	55.144	51.446	68.797	66.644	29.090
Total Patrimonio	98.052	98.052	107.360	52.705	54.674	57.361	82.764
Total Capital Ajustado	185.750	185.750	162.504	104.152	123.471	124.005	111.854

Flujo de Caja							
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	75.036	49.727	52.563	16.894	5.034	5.825	6.852
Variación del Capital de Trabajo	(2.539)	2.762	(53.264)	(12.413)	15.616	(7.078)	18.544
Flujo de Caja Operativo (FCO)	72.497	52.489	(701)	4.481	20.650	(1.253)	25.396
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	(1)	(2)	(1)	(1)	0	0	0
Inversiones de Capital	(20.283)	(13.626)	(9.702)	(2.636)	(3.055)	(4.250)	(5.147)
Dividendos	(60.000)	(50.000)	(10.000)	0	(12.000)	(27.765)	(34.583)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(7.787)	(11.139)	(20.404)	1.844	5.595	(33.268)	(14.334)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	(24)	0	0	23	0	0	0
Otras Inversiones, Neto	(21)	0	(21)	(14)	128	0	0
Variación Neta de Deuda	(4.473)	32.322	3.718	(17.330)	2.118	36.852	2.986
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	12.000	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0	0	0
Variación de Caja	(12.305)	21.183	(16.706)	(15.477)	19.841	3.584	(11.349)
Estado de Resultados							
Ventas Netas	949.456	524.765	794.149	635.788	609.918	618.634	554.832
Variación de Ventas (%)	19,6	42,0	24,9	4,2	(1,4)	11,5	6,8
EBIT Operativo	73.836	43.495	65.312	1.706	1.741	11.048	7.760
Intereses Financieros Brutos	3.606	1.642	3.990	4.904	5.127	4.343	2.766
Alquileres	0	0	0	0	0	0	0
Resultado Neto	68.909	40.692	64.655	(1.968)	(2.686)	6.403	2.659
Otros Indicadores							
IRR	58.879	58.879	64.569	25.784	38.886	223.186	327.925
Deuda Total Neta de IRR	28.819	28.819	(9.425)	25.662	29.911	(156.542)	(298.835)
(Deuda Total - IRR) / EBITDA	0,4	0,3	(0,1)	4,1	4,8	(10,3)	(25,4)
(Deuda Total Neta - IRR) / EBITDA	0,0	0,0	(0,2)	0,6	(1,2)	(11,4)	(26,6)
Caja e Inversiones corrientes + IRR / Deuda Corto Plazo (%)	171,1	171,1	375,9	627,9	423,1	2.774,1	1.329,4
Deuda Corto Plazo / IRR	0,8	0,8	0,3	0,3	0,5	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
- Tn: Toneladas

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 2016
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", 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 23 de septiembre de 2022, confirmó en 'A(uy)' las calificaciones de Emisor y las Obligaciones Negociables por hasta US\$ 60 millones emitidas por **Cledinor S.A.**

La Perspectiva es Positiva

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.


*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.) hasta el 31 de marzo de 2022
- Estados Contables de Cledinor S.A. hasta el 30 de junio 2022, Auditor del último balance: Grant Thornton
- Información de gestión del Grupo Marfrig Uruguay
- Prospecto de Emisión de Obligaciones Negociables por hasta US\$ 60 MM.

Criterios Relacionados

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



FIX SCR URUGUAY
CALIFICADORA DE RIESGO SA



FIX SCR URUGUAY
CALIFICADORA DE RIESGO SA



FIX SCR URUGUAY
CALIFICADORA DE RIESGO SA

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

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FIXSCR.COM](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 S.A. Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS A LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES, PARA LOS CUALES EL ANALISTA 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 S.A. (www.fixscr.com) Este informe no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación de la entidad para adquirir, vender o negociar valores negociables o del instrumento objeto de calificación. La reproducción o distribución total o parcial de este informe por terceros está prohibida, salvo con permiso. Todos sus derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. se basa en información fáctica que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. considera creíbles. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. lleva a cabo una investigación razonable de la información fáctica sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. 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 S.A. deben entender que ni una investigación mayor de hechos, ni la verificación por terceros, puede asegurar que toda la información en la que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. en el momento de realizar una calificación crediticia será exacta y completa. El emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes, con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos que pueden suceder y que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o confirmó una calificación. La información contenida en este informe recibida del emisor se proporciona sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. y ningún individuo, o grupo de individuos es únicamente responsable por la calificación. La calificación sólo incorpora los riesgos derivados del crédito. En caso de incorporación de otro tipo de riesgos, como ser riesgos de precio o de mercado, se hará mención específica de los mismos. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. no está comprometida en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. estuvieron involucrados en el mismo pero no son individualmente responsables por las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactados. Un informe con una calificación de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. no proporciona asesoramiento de inversión de ningún tipo. Las calificaciones representan una opinión y no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD 1.000 a USD 200.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. La asignación, publicación o disseminación de una calificación de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. no constituye el consentimiento de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. a usar su nombre en calidad de "experto" en cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de títulos y valores de cualquier jurisdicción, incluyendo, pero no excluyente, las leyes del mercado de Estados Unidos y la "Financial Services and Markets Act of 2000" del Reino Unido. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y su distribución electrónica, los informes de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.