

Cledinor S.A. (Cledinor)

Factores relevantes de la calificación

Confirmación de calificación y Rating Watch en evolución: Si bien se produjo un rechazo en primera instancia por parte de la Comisión de Promoción y Defensa de la Competencia (CPDC) de Uruguay a la venta de activos de Marfrig Global Foods S.A. (Marfrig) a Minerva S.A. (Minerva), la resolución no sería definitiva quedando sujeta a apelación por parte de las compañías. El Rating Watch En Evolución refleja la incertidumbre respecto a cómo se desarrollará esta situación ya que, de concretarse la venta, las obligaciones negociables podrían ser aceleradas y las garantías modificadas dado que las compañías que las garantizan quedarían divididas entre Minerva y Marfrig. Debido a la falta de aprobación regulatoria no se produciría el aceleramiento del vencimiento de las obligaciones negociables, al menos en esta primera instancia, por no verse ejecutada la cláusula establecida en las condiciones sobre el cambio de control accionario.

Rechazo de la operación de venta de activos de Marfrig a Minerva: La Comisión de Promoción y Defensa de la Competencia (CPDC) denegó, el 20 de mayo de 2024 a través de la Resolución 66/2024, la solicitud para la concentración económica proyectada entre Minerva y Marfrig, entendiendo que esta operación daría lugar a una posición dominante en un mercado altamente concentrado a niveles que supondrían un riesgo para una competencia efectiva. Además, considera que es poco probable que los competidores actuales y potenciales se encuentren en condiciones de ejercer una presión competitiva suficiente, dada la magnitud de la concentración proyectada y las barreras a la entrada de nuevos competidores. Sin embargo, Minerva emitió un comunicado al mercado expresando que no se trata de una resolución definitiva, por lo cual las compañías presentaron un recurso de apelación a la decisión de la Comisión. Se espera tener una resolución definitiva de la solicitud antes de que finalice el 2024.

Venta de activos de Marfrig a Minerva: Cledinor mantiene vínculos operacionales muy fuertes con Marfrig y de aprobarse esta operación quedaría bajo el amparo de Minerva, cuyo perfil crediticio es levemente más débil con relación a Marfrig (el 31 de agosto de 2023, Fitch Ratings asignó rating "BB" Perspectiva Estable en escala internacional a Minerva S.A.). Hacia adelante, FIX estima que, de aprobarse la transacción, el emisor cancelará en forma anticipada los instrumentos vigentes con una combinación de fondos propios y nueva deuda.

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 concentrada en la comercializadora del Grupo Marfrig (Weston) que centraliza las cobranzas de Brasil, Uruguay y Argentina.

Buenas métricas operativas: El Grupo Marfrig Uruguay actualmente 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 diversificación regional y de productos vendidos. La diversificación geográfica le permite mitigar el riesgo de 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 (carne de ganado ecológico con trazabilidad, cortes kosher y hamburguesas) le permiten 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 (principalmente China), y en los últimos dos años la apreciación del peso uruguayo en relación con el dólar, tienen impacto

Informe de Actualización

Calificaciones

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

Rating Watch En Evolución

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

Resumen Financiero

Consolidado	31/03/2024	30/09/2023
(\$ miles USD)	Año Móvil	12 Meses
Total Activos	336.834	303.284
Deuda Financiera	112.967	107.191
Ingresos	817.668	809.415
EBITDA	39.883	30.460
EBITDA (%)	4,9	3,8
Deuda Total / EBITDA (x)	2,8	3,5

*Resumen Financiero Grupo Marfrig Uruguay: Contempla información combinada de las cuatro (4) empresas correspondientes al grupo en Uruguay: Tacuarembó, Cledinor, Inaler y Establecimientos Colonia.

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



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

sobre el flujo operativo del sector y del Grupo Marfrig. Al año móvil a marzo 2024, el flujo generado por operaciones (FGO) rondó los USD 53,4 millones, con una variación positiva del capital de trabajo por USD 4,6 millones. Las inversiones de capital ascendieron a USD 24 millones (continuación del proyecto de Frigorífico Tacuarembó y ampliación de capacidad de faena en Cledinor) y distribución de dividendos por USD 15 millones redundaron en un flujo de fondos libre (FFL) positivo en torno a USD 19 millones. Hacia adelante, FIX estima que el grupo seguirá generando FGO positivo en el orden de los USD 25/30 millones, aunque los Flujos de Fondos Libres se mostrarán más volátiles debido a las necesidades de capital del trabajo.

Inversiones para el incremento de la capacidad productiva: Durante el ejercicio 2023 se continuó con las obras de ampliación de faena de Frigorífico Tacuarembó que se estima se completará hacia fines de 2024. El monto de la inversión total rondó en USD 50 millones, con préstamos bancarios con vencimiento final en 2032. El plan de expansión de capacidad de faena también alcanzó a Cledinor, comprendiendo incremento de la capacidad de faena, de frío y el engorde a corral. La ampliación sigue en curso y representó erogaciones del orden de USD 16 millones financiadas con préstamos bancarios de mediano plazo.

Adecuado apalancamiento: A marzo 2024, la deuda financiera consolidada ascendía a USD 113 millones, con un ratio Deuda/EBITDA de 2,8x. El 52% de la deuda financiera consolidada se concentra en el largo plazo, cuyos vencimientos se extienden hasta 2032. Los vencimientos de corto plazo incluyen la porción corriente de vencimientos de ON y los préstamos bancarios para capital de trabajo. La Deuda Neta/EBITDA arroja un ratio de 1,9x. A junio 2024, las obligaciones negociables representan el 24% de la deuda financiera total y cuentan con un fideicomiso de garantía y pago. A marzo de 2024, la cuenta reserva era de USD 2,1 millones aproximadamente con un servicio de deuda por el mismo importe. Hacia adelante, FIX estima que la deuda financiera puede variar para atender necesidades de capital de trabajo con una expectativa de ratio Deuda/EBITDA en torno a 3,0x.

Sensibilidad de la calificación

Las calificaciones de Cledinor podrían verse afectadas de concretarse el cambio del control accionario, el cual dependerá de la situación en caso de que se perfeccione la operación. FIX entiende que podría acelerarse el vencimiento de las ONs por la ejecución de la cláusula de cambio de control. FIX monitoreará la evolución de la operación hasta tanto se lleve a cabo la aprobación o resolución definitiva de las autoridades de los países involucrados.

La calificación será revisada ante información actualizada provista por la compañía en cuanto a: i) garantías de las ON y fideicomiso de garantía, ii) declaración de la caducidad de los instrumentos por parte de los tenedores y iii) cambios en el perfil operativo y financiero de Minerva con las nuevas adquisiciones en Uruguay.

Liquidez y Estructura de capital

Moderada liquidez y adecuado acceso al financiamiento: A marzo 2024, la caja e inversiones consolidada ascendía a USD 36 millones, sin incluir los fondos de reserva por USD 2,1 millones, cubriendo el 61% de la deuda a corto plazo (USD 59 millones). Adicionalmente, la compañía mantiene buen acceso al financiamiento, contando con líneas ociosas cercanas a USD 50 millones.

Anexo I – Resumen Financiero

Resumen Financiero - Cledinor S.A.

(miles de USD, año fiscal finalizado en septiembre)

Cifras Consolidadas

Normas Contables	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
Período	Año Móvil	Marzo 2024	2023	2022	2021	2020
	12 meses	6 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
Rentabilidad						
EBITDA Operativo	5.976	7.955	8.097	10.281	17.474	(628)
EBITDAR Operativo	5.976	7.955	8.097	10.281	17.474	(628)
Margen de EBITDA	3,8	8,9	4,3	4,6	9,2	(0,5)
Margen de EBITDAR	3,8	8,9	4,3	4,6	9,2	(0,5)
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	15,9	18,3	15,5	9,7	8,8	9,9
Margen del Flujo de Fondos Libre	5,7	11,3	3,3	(3,0)	(4,1)	(14,6)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	19,6	78,9	31,2	39,0	28,4	(56,5)

Coberturas

FGO / Intereses Financieros Brutos	2,6	4,8	3,1	2,4	5,8	1,8
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	1,7	3,5	3,1	4,0	6,0	(0,2)
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	1,7	3,5	3,1	4,0	6,0	(0,2)
EBITDA / Servicio de Deuda	0,3	0,5	0,7	1,0	1,7	(0,1)
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	0,3	0,5	0,7	1,0	1,7	(0,1)
FGO / Cargos Fijos	2,6	4,8	3,1	2,4	5,8	1,8
FFL / Servicio de Deuda	0,7	1,3	0,7	(0,4)	0,3	(1,4)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	1,4	1,9	1,0	(0,1)	0,5	(0,6)
FCO / Inversiones de Capital	1,6	3,8	3,0	8,9	1,4	(16,9)

Estructura de Capital y Endeudamiento

Deuda Total Ajustada / FGO	4,8	2,1	5,5	8,3	2,6	8,2
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	7,7	2,9	5,5	5,1	2,5	(80,4)
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	5,5	2,1	5,1	4,7	2,4	(67,2)
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	7,7	2,9	5,5	5,1	2,5	(80,4)
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	5,5	2,1	5,1	4,7	2,4	(67,2)
Costo de Financiamiento Implícito (%)	6,8	9,5	5,5	5,4	6,2	6,1
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	32,7	32,7	20,9	14,0	16,5	14,5

Balance

Total Activos	88.686	88.686	63.607	84.306	96.088	80.269
Caja e Inversiones Corrientes	13.513	13.513	2.958	3.464	1.927	8.237
Deuda Corto Plazo	15.070	15.070	9.316	7.293	7.240	7.328
Deuda Largo Plazo	31.071	31.071	35.273	44.898	36.513	43.123
Deuda Total	46.141	46.141	44.588	52.191	43.753	50.451
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	46.141	46.141	44.588	52.191	43.753	50.451
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	46.141	46.141	44.588	52.191	43.753	50.451
Total Patrimonio	15.884	15.884	9.799	13.599	21.749	9.191
Total Capital Ajustado	62.026	62.026	54.387	65.791	65.502	59.642

Flujo de Caja						
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	5.931	8.662	5.470	3.725	14.055	2.794
Variación del Capital de Trabajo	10.489	5.016	15.865	5.870	(12.829)	(19.716)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	16.420	13.677	21.335	9.595	1.226	(16.922)
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(10.542)	(3.625)	(7.158)	(1.075)	(846)	(1.000)
Dividendos	3.217	0	(7.972)	(15.301)	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	9.095	10.052	6.205	(6.781)	380	(17.921)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	0	0	48
Otras Inversiones, Neto	0	0	0	0	0	0
Variación Neta de Deuda	(3.929)	313	(7.199)	8.296	(6.648)	(6.777)
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0	0
Variación de Caja	5.166	10.365	(994)	1.515	(6.268)	(24.650)
Estado de Resultados						
Ventas Netas	158.190	88.961	188.315	224.603	190.844	122.541
Variación de Ventas (%)	(19,1)	(43,4)	(16,2)	17,7	55,7	152,9
EBIT Operativo	4.966	7.447	7.090	9.318	16.527	(1.579)
Intereses Financieros Brutos	3.616	2.282	2.649	2.574	2.924	3.381
Alquileres	0	0	0	0	0	0
Resultado Neto	3.017	5.927	3.945	6.316	12.115	(5.960)

Resumen Financiero - Marfrig Uruguay

(miles de USD, año fiscal finalizado en septiembre)

Cifras Consolidadas

Normas Contables	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
Período	Año Móvil	Marzo 2024	2023	2022	2021	2020
	12 meses	6 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses

Rentabilidad

EBITDA Operativo	39.883	34.940	30.460	46.987	69.736	6.200
EBITDAR Operativo	39.883	34.940	30.460	46.987	69.736	6.200
Margen de EBITDA	4,9	8,1	3,8	4,6	8,8	1,0
Margen de EBITDAR	4,9	8,1	3,8	4,6	8,8	1,0
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	27,7	38,6	21,0	27,2	34,8	20,9
Margen del Flujo de Fondos Libre	2,4	4,3	(3,5)	(1,6)	(2,6)	0,3
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	27,7	62,6	28,2	47,4	81,7	(3,6)

Coberturas

FGO / Intereses Financieros Brutos	10,4	16,6	6,5	11,0	14,2	4,4
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	7,0	14,1	5,0	11,7	17,5	1,3
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	7,0	14,1	5,0	11,7	17,5	1,3
EBITDA / Servicio de Deuda	0,6	0,6	0,6	2,5	3,1	0,5
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	0,6	0,6	0,6	2,5	3,1	0,5
FGO / Cargos Fijos	10,4	16,6	6,5	11,0	14,2	4,4
FFL / Servicio de Deuda	0,4	0,7	(0,4)	(0,6)	(0,7)	0,5
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	0,9	1,2	(0,2)	0,4	(0,5)	2,3
FCO / Inversiones de Capital	2,4	3,2	0,7	3,1	(0,1)	1,7

Estructura de Capital y Endeudamiento

Deuda Total Ajustada / FGO	1,9	1,4	2,7	1,9	1,0	2,4
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	2,8	1,6	3,5	1,8	0,8	8,3
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,9	1,1	3,1	1,4	0,7	4,7
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	2,8	1,6	3,5	1,8	0,8	8,3
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	1,9	1,1	3,1	1,4	0,7	4,7
Costo de Financiamiento Implícito (%)	5,2	4,5	6,3	5,7	7,5	8,2
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	52,2	52,2	41,9	17,3	33,8	14,8

Balance

Total Activos	336.834	336.834	303.284	303.583	291.314	213.532
Caja e Inversiones Corrientes	35.766	35.766	12.008	19.869	5.458	22.164
Deuda Corto Plazo	58.986	58.986	44.950	14.884	18.630	7.637
Deuda Largo Plazo	53.981	53.981	62.242	71.098	36.513	43.810
Deuda Total	112.967	112.967	107.191	85.982	55.144	51.446
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	112.967	112.967	107.191	85.982	55.144	51.446
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	112.967	112.967	107.191	85.982	55.144	51.446
Total Patrimonio	100.178	100.178	82.027	76.638	107.360	52.705
Total Capital Ajustado	213.145	213.145	189.218	162.621	162.504	104.152

Flujo de Caja

Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	53.409	38.668	33.678	40.266	52.563	16.894
--	--------	--------	--------	--------	--------	--------

Variación del Capital de Trabajo	4.629	2.276	(16.424)	39.819	(53.264)	(12.413)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	58.038	40.944	17.255	80.085	(701)	4.481
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	(1)	(2)	(1)	(1)	(1)	(1)
Inversiones de Capital	(24.071)	(12.864)	(25.839)	(26.108)	(9.702)	(2.636)
Dividendos	(14.512)	(9.513)	(20.042)	(70.000)	(10.000)	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	19.454	18.565	(28.628)	(16.024)	(20.404)	1.844
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	0	0	23
Otras Inversiones, Neto	(352)	(46)	(392)	(14)	(21)	(14)
Variación Neta de Deuda	(7.309)	5.238	21.157	30.448	3.718	(17.330)
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0	0
Variación de Caja	11.793	23.756	(7.863)	14.410	(16.706)	(15.477)
Estado de Resultados						
Ventas Netas	817.668	431.987	809.415	1.031.495	794.149	635.788
Variación de Ventas (%)	1,0	1,9	(21,5)	29,9	24,9	4,2
EBIT Operativo	35.111	32.528	25.736	42.422	65.312	1.706
Intereses Financieros Brutos	5.684	2.481	6.116	4.010	3.990	4.904
Alquileres	0	0	0	0	0	0
Resultado Neto	27.759	27.664	25.431	39.278	64.655	(1.968)

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
- Commodities: Productos indiferenciados
- Feed-lots: Engorde a corral.
- USDA: Departamento de Agricultura de los Estados Unidos de Norteamérica.

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:	Trimestralmente a partir del período de gracia
Intereses:	6%
Cronograma de Pago de Intereses:	Trimestralmente
Destino de los fondos:	Los fondos serán utilizados por el Emisor para cubrir requisitos financieros generales del Grupo Marfrig: Optimización de la estructura financiera del Grupo Marfrig en Uruguay, tanto del emisor como de los Garantes Locales, como sustitución de endeudamiento a corto plazo contraído con instituciones financieras locales; pago de dividendos 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 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 de corto plazo.
Garantías:	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 créditos Cedidos los créditos que se originan 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 vencido el período de gracia bajo las Obligaciones Negociables, un monto equivalente a 1/3 (un tercio) de la parte de Capital e Intereses a ser abonada en el próximo Día de Pago de Capital e Intereses bajo las Obligaciones Negociables. Llegado un Día de Pago de intereses o un día de Pago de Capital e Intereses, según corresponda, el Fiduciario transferirá al Agente de Pago los montos existentes en estas Cuentas garantía para el pago de las sumas debidas bajo las Obligaciones Negociables.
Opción de Rescate:	A partir del sexto año de la fecha de emisión, el Emisor podrá optar por rescatar anticipadamente total o parcialmente las Obligaciones Negociables, con una notificación a la Entidad Representante, al Agente de Pago y al Banco Central del Uruguay no menor a 30 días corridos, en cuyo caso el precio del rescate se estipula en 102% del capital adeudado a la fecha del efectivo.
Ratio de Endeudamiento Máximo:	<=4.00
Cobertura de Intereses Mínima:	>=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 1.000 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 26 de julio de 2024, confirmó* en **A(uy)** las calificaciones de Emisor y las Obligaciones Negociables por hasta US\$ 60 millones emitidas por **Cledinor S.A.** Asimismo, confirmó* el **Rating Watch En Evolución**.

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 **30 de enero de 2024** disponible en 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.

Rating Watch: una calificación se coloca bajo Rating Watch para advertir a los inversores que existe una razonable probabilidad de cambio en la calificación asignada y la probable dirección de ese cambio. El Rating Watch se designa como "Positivo", indicando una posible suba, "Negativo" en caso de una potencial baja, y "En evolución" cuando no se ha determinado la dirección del posible cambio, y se indica agregando " ", "" ó "" respectivamente a la categoría previamente asignada. Generalmente el Rating Watch se resuelve en un periodo relativamente corto de tiempo. El disparador del RW puede ser tanto un anticipo de un evento o puede tratarse de un hecho ya ocurrido, pero en ambos casos, las implicaciones exactas sobre la calificación permanecen indeterminadas. El periodo en el cual el RW está vigente es normalmente usado para reunir mayor información y/o profundizar el análisis. Adicionalmente, el RW puede ser usado cuando las consecuencias sobre la calificación son claras, y existe un evento disparador (por ejemplo, un cambio en la estructura accionaria o una aprobación regulatoria). El RW se extenderá para cubrir el periodo en que el evento disparador sea resuelto o su resultado sea predecible con un alto grado de certeza.

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



FIX SCR URUGUAY
CALIFICADORA DE RIESGO SA



FIX SCR URUGUAY
CALIFICADORA DE RIESGO SA

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 2024.
- Estados Contables de Cledinor S.A. hasta el 31 de marzo de 2024. 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

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 LIDER SE BASA EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FIX SCR S.A. (www.fixscr.com) Este informe no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación de la entidad para adquirir, vender o negociar valores negociables o del instrumento objeto de calificación. La reproducción o distribución total o parcial de este informe por terceros está prohibida, salvo con permiso. Todos sus derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. se basa en información fáctica que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. considera creíbles. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. lleva a cabo una investigación razonable de la información fáctica sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. lleva a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga, variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. deben entender que ni una investigación mayor de hechos, ni la verificación por terceros, puede asegurar que toda la información en la que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. en el momento de realizar una calificación crediticia será exacta y completa. El emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes, con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos que pueden suceder y que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o confirmó una calificación. La información contenida en este informe recibida del emisor se proporciona sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. y ningún individuo, o grupo de individuos es únicamente responsable por la calificación. La calificación sólo incorpora los riesgos derivados del crédito. En caso de incorporación de otro tipo de riesgos, como ser riesgos de precio o de mercado, se hará mención específica de los mismos. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. no está comprometida en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. estuvieron involucrados en el mismo pero no son individualmente responsables por las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactados. Un informe con una calificación de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. no proporciona asesoramiento de inversión de ningún tipo. Las calificaciones representan una opinión y no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD 1.000 a USD 200.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. La asignación, publicación o diseminación de una calificación de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. no constituye el consentimiento de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. a usar su nombre en calidad de "experto" en cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de títulos y valores de cualquier jurisdicción, incluyendo, pero no excluyente, las leyes del mercado de Estados Unidos y la "Financial Services and Markets Act of 2000" del Reino Unido. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y su distribución electrónica, los informes de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.