

Cledinor S.A. (Cledinor)

Factores relevantes de la calificación

Remoción Rating Watch En Evolución y asignación Perspectiva Estable: La remoción del Rating Watch En Evolución y la asignación de Perspectiva Estable se fundamenta en el rechazo de la operación de venta de activos de Marfrig Global Foods S.A. (Marfrig) a Minerva S.A. (Minerva) y en el agotamiento de las instancias para la aprobación de la solicitud. Con fecha 17 de diciembre de 2024, el Ministerio de Economía y Finanzas le comunicó a la sociedad que no se hizo lugar a los recursos presentados, y por lo tanto fue confirmada la denegatoria de la solicitud a la venta de activos de Marfrig a Minerva, que la Comisión de Promoción y Defensa de la Competencia (CPDC) había decretado en mayo 2024. La denegatoria se basa en que la operación daría lugar a una posición dominante en un mercado altamente concentrado, a niveles que supondrían un riesgo para una competencia efectiva. Además, la CPDC 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.

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., que aporta 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 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, lo que 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 promedio de exportaciones 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 de negocio de alrededor de dos años. El clima, la accesibilidad al ganado, los precios internacionales de la carne (principalmente China), y la apreciación del peso uruguayo en relación con el dólar, tienen impacto sobre el flujo operativo del sector y del Grupo Marfrig. A septiembre 2024, el flujo generado por operaciones (FGO) se ubicó en USD 28,1 millones. Por su parte, las inversiones de capital ascendieron a USD 23 millones, con distribución de dividendos por USD 9,5 millones, resultando en un flujo de fondos libre (FFL) negativo en torno a USD 4,6 millones. Hacia adelante, FIX estima que el grupo seguirá generando FGO positivo, en el orden de los USD 30 millones.

Inversiones para el incremento de la capacidad productiva: Durante el ejercicio 2023/24 finalizaron las obras de ampliación de faena de Frigorífico Tacuarembó. El monto de la inversión total rondó USD 50 millones, con préstamos bancarios con vencimiento 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 representó erogaciones del orden de USD 16 millones financiadas con préstamos bancarios de mediano plazo.

Adecuado apalancamiento: A septiembre 2024, la deuda financiera consolidada ascendía a USD 119,3 millones, con un ratio Deuda/EBITDA de 4,2x (Deuda Neta/EBITDA de 3,5x). El 38% de la deuda financiera consolidada se concentra en el largo plazo, cuyos vencimientos se extienden hasta 2032. Los vencimientos de corto plazo (62%) incluyen la porción corriente de

Informe Integral

Calificaciones

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

Perspectiva Estable

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

Resumen Financiero

Consolidado	30/09/2024	30/09/2023
(\$ miles USD)	12 Meses	12 Meses
Total Activos	303.416	303.284
Deuda Financiera	119.287	107.191
Ingresos	800.363	809.415
EBITDA	28.350	30.460
EBITDA (%)	3,5	3,8
Deuda Total / EBITDA (x)	4,2	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 Ávila - 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

vencimientos de ON y los préstamos bancarios para financiar el capital de trabajo. Las obligaciones negociables representan aproximadamente el 20% de la deuda financiera total y cuentan con un fideicomiso de garantía y pago. Al mismo periodo, la cuenta reserva Servicio de Deuda era de aproximadamente USD 2,1 millones destinados a amortizaciones de capital e intereses devengados con vencimiento en octubre 2024. Hacia adelante, FIX estima que la deuda financiera puede variar para atender necesidades de capital de trabajo, con una expectativa de Deuda/EBITDA alrededor de 2,5x.

Sensibilidad de la calificación

Los siguientes factores individualmente o en conjunto podrían derivar en una baja de calificación:

1. Ante un contexto desfavorable en el sector, incremento en el nivel de apalancamiento y deterioro en la gestión del capital de trabajo.
2. Deterioro de la calidad crediticia de la entidad controlante o cambios en el vínculo accionario y operativo.

Los siguientes factores individualmente o en conjunto podrían derivar en una suba de calificación:

1. Crecimiento en el nivel de exportaciones de la compañía, incluyendo sostenidas mejoras operativas y en las métricas crediticias.
2. Mejora de la calidad crediticia de la entidad controlante o cambios en el vínculo accionario y operativo.

Liquidez y Estructura de capital

Moderada liquidez y adecuado acceso al financiamiento: La caja e inversiones corrientes consolidada ascendía a USD 18,9 millones a septiembre 2024, sin incluir los fondos de reserva por USD 2,1 millones, cubriendo el 26% de la deuda a corto plazo (aproximadamente USD 74 millones). Adicionalmente, la compañía mantiene buen acceso al financiamiento, contando con líneas de crédito por aproximadamente USD 50 millones.

Perfil del Negocio

El Grupo Marfrig opera en Uruguay a través de cuatro compañías: Cledinor, Establecimientos Colonia, Frigorífico Tacuarembó, e Inaler, constituyendo el principal grupo exportador de carnes de Uruguay, con exportaciones que rondan el 30% de la industria frigorífica en dicho país. Además, es el mayor grupo económico de empresas privadas en Uruguay y el mayor empleador privado. El 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. (calificada por Fitch Ratings en BB+ en escala internacional y AAA(br)).

FIX considera que el vínculo entre el Grupo Marfrig Uruguay y su controlante indirecto es fuerte, dado los niveles de integración operativa y la importancia estratégica de la subsidiaria.

Marfrig Global Foods es una multinacional brasilera con presencia en 12 países, siendo una de las más diversificadas y con mayor presencia, 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 ONs 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 septiembre 2024, las ONs de Cledinor totalizaban USD 23,3 millones.

De haberse aprobado la solicitud y concretarse la venta de los activos a Minerva, las obligaciones negociables podrían haber sido aceleradas y las garantías modificadas dado que las compañías que las garantizan hubieran quedado divididas entre Minerva y Marfrig. Debido a la falta de aprobación regulatoria, no se produciría el aceleramiento del vencimiento de las obligaciones negociables por no verse ejecutada la cláusula establecida en las condiciones sobre el cambio de control accionario.

Operaciones

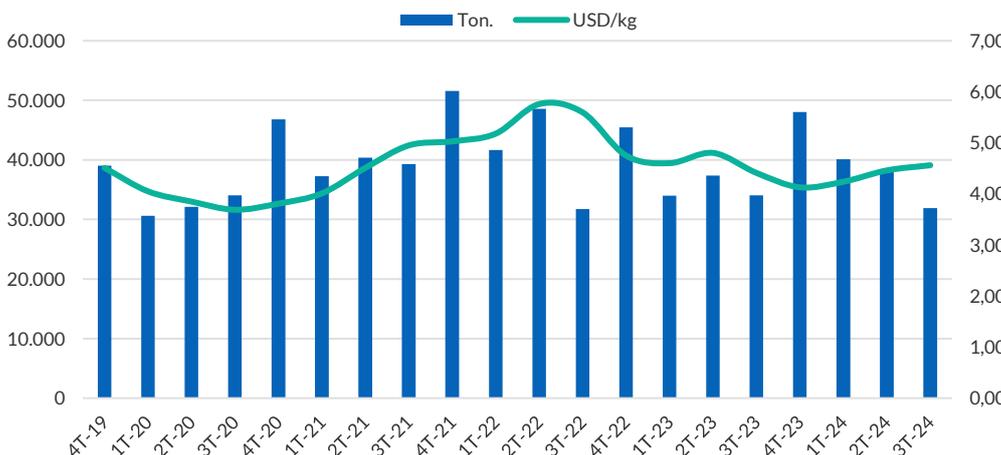
La estrategia operativa entre Marfrig Uruguay y su accionista controlante se basa en aprovechar las sinergias resultantes de la diversificación geográfica, entre otras fortalezas. El tamaño de las operaciones en Uruguay es reducido en comparación al accionista.

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 con 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.

Las ventas del ciclo fiscal 2023/24 se mantuvieron invariables respecto al ciclo 2022/23 (-1%). Las ventas externas se mantuvieron en torno al 86% de los ingresos consolidados, en un nivel similar al ciclo anterior, y se realizaron a través de las compañías vinculadas del grupo Marfrig, permitiendo al Grupo en Uruguay lograr flexibilidad en los pagos.

El principal destino de las exportaciones del grupo durante el ciclo 2024 fue el mercado compuesto por USA, Canadá y México (NAFTA), representando aproximadamente el 40,6% de los ingresos totales y el 30,5% de las toneladas exportadas. Por su parte, el mercado asiático representó el 38,3% de los ingresos y el 48,7% de las toneladas exportadas. A septiembre 2024, las toneladas exportadas crecieron un 4,7% respecto al ciclo 2023, mientras que los ingresos por exportación rondaron los USD 684 millones (USD 702 millones en 2023), mostrando una contracción de aproximadamente 2,6%, en base a la disminución de los precios internacionales.

Evolución de Exportaciones Trimestrales

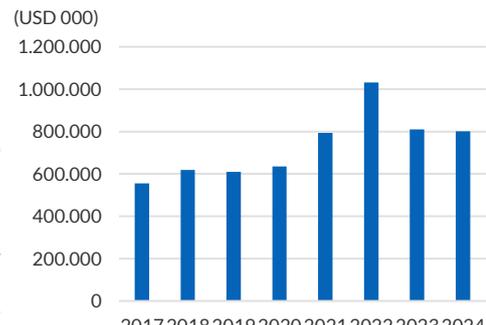


Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Posición Competitiva

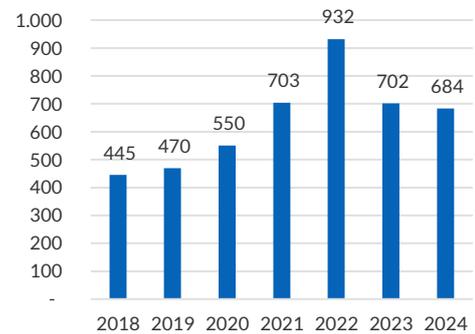
El Grupo Marfrig mantiene desde 2006 una participación de mercado en la faena de bovinos superior al 25%. A septiembre 2024, totalizó el 26% de las cabezas bovinas faenadas a nivel país (R.O.U.). En el período octubre 2023 a septiembre 2024, el grupo faenó 618 mil cabezas de ganado bovino (+7,5% vs. 2023), equivalentes al 26,3% de la faena total. El principal competidor en Uruguay es el grupo Minerva, con una participación de mercado cercana al 23%, quien sumó

Evolución de Ventas (2017-2024)



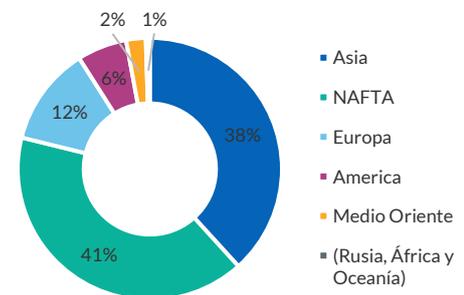
Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Exportaciones Consolidadas (USD MM)



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Exportaciones por destino (2024)



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

aproximadamente un 6% adicional a su participación de mercado luego de adquirir Breeders Packers en 2023.

Las exportaciones del Grupo Marfrig representan más del 30% de las exportaciones totales del sector cárnico uruguayo. Asimismo, el grupo ha incurrido en inversiones para incrementar la capacidad de faena y también la cría de ganado en campos certificados, con destino a la exportación de ganado ecológico con trackeo para reducir la huella de carbono, siendo este un negocio de nicho con muy buenos precios y destino final Estados Unidos.

Riesgo del sector

El mercado uruguayo: La faena de bovinos para el ejercicio finalizado al 30 de septiembre de 2024 alcanzó las 2.348.539 cabezas (Fuente: INAC), representando un crecimiento de aproximadamente 6,4% respecto al mismo periodo del ejercicio 2022/23.

Durante el año 2024, el sector cárnico exportó USD 2.571,4 millones, de los cuales 81,3% corresponden a carne bovina, seguido de menudencias (5%) y subproducto primario para uso industrial (4,7%).

El volumen peso canal de carne bovina exportado fue de 494.599 toneladas (aproximadamente USD 2.089,6 millones), disminuyendo un 2,1% respecto al 2023, mientras que el ingreso medio por tonelada peso canal fue de 4.225 USD/ton PC (4.174 USD/ton PC en 2023).

Los principales mercados de exportación de carne bovina del 2024 fueron los siguientes:

- China (38,3%): 189.635 toneladas peso canal (-32% vs. 2023)
- USMCA (NAFTA) (34,2%): 168.952 toneladas (+43,9% vs. 2023).
- Unión Europea (10%): 49.263 toneladas (+21% vs. 2023).

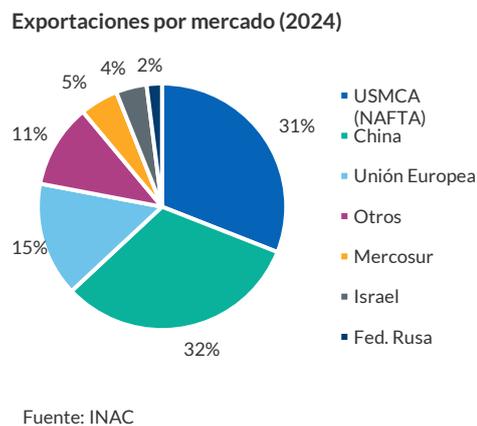
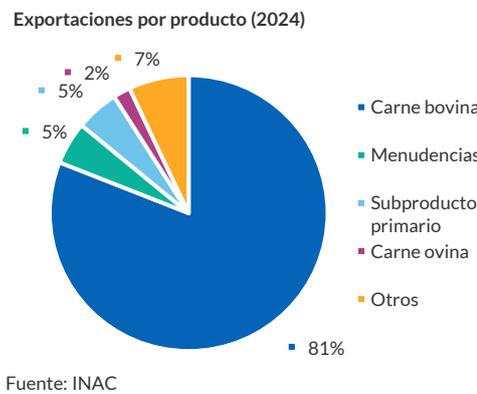
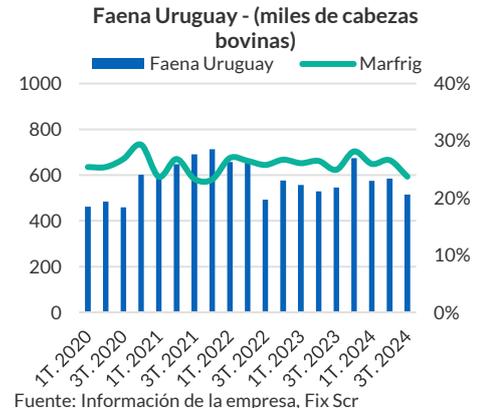
De acuerdo con las estimaciones de Fitch Ratings, la perspectiva del sector proteínas para el año 2025 es neutral, con un consumo global estable liderado por la proteína aviar. El USDA prevé que el consumo mundial de proteínas aumente 0,2% en 2025 y espera que los costos estables de los granos beneficien a las compañías productoras de proteínas a nivel mundial, especialmente a las integradas verticalmente. Por su parte, los productores y exportadores de proteína latinoamericanos se benefician de las exportaciones debido a la debilidad de las monedas locales y una reducción de oferta de otras regiones. Los márgenes se mantienen estables debido a la disponibilidad de ganado y al crecimiento constante de la demanda.

Las compañías con una oferta diversificada de proteínas a nivel mundial deberían ser los más beneficiados, ya que la demanda mundial de proteínas se mantiene estable y las tendencias de los consumidores se inclinan por opciones proteicas más asequibles, como la aviar y porcina.

El aumento de la oferta en las principales regiones productoras, como Estados Unidos y Brasil, y la menor demanda de importadores como China, han contribuido al debilitamiento de los precios de granos, lo que ha permitido a productores mundiales de proteínas beneficiarse del descenso de los costes de las materias primas, las cuales son cruciales para la rentabilidad de las proteínas. Fitch espera que el consumo mundial de proteínas se mantenga estable en 2025, acompañado por el continuo crecimiento de proteína aviar, en línea con los aumentos de los últimos tres años.

Los potenciales brotes de enfermedades animales siguen siendo un riesgo material para el sector, que podrían influir en una mayor compresión de los stocks, incrementar los precios minoristas y dar lugar a restricciones a la exportación.

La industria proteica está bajo escrutinio debido a la deforestación, emisiones de gases y preocupaciones sanitarias de los gobiernos, inversores y entidades no gubernamentales. Hasta el momento, el impacto de enumerar estos riesgos ha sido limitado. Sin embargo, el impacto de mediano y largo plazo es más incierto, y depende de la implementación de cambios regulatorios y preferencias de los consumidores y ciertos patrones de demanda. La mayoría de los emisores han implementado programas plurianuales enfocados en la reducción de emisión de gases de invernadero, iniciativas agrícolas sustentables y monitoreo indirecto para trackear a los proveedores de ganado. La diversificación geográfica mitiga estos factores.



Factores de Riesgo de la Compañía

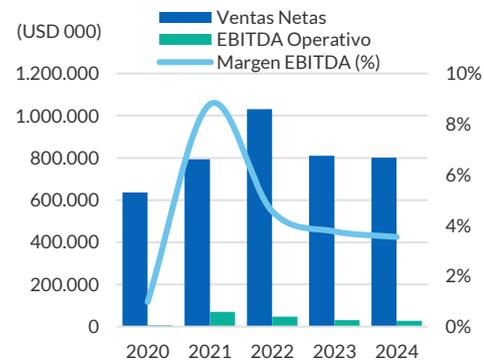
- Volatilidad de los márgenes dado por los precios del principal insumo (commodity i.e. cortes exportables a China), el precio del ganado evoluciona en función de la demanda proveniente de China. Cledinor/Grupo Marfrig es tomador de precios.
- Volatilidad de los precios internacionales y medidas fitosanitarias.
- Factores climáticos inciertos.
- Alta exposición al ciclo de negocio ganadero.

Perfil Financiero

Rentabilidad

El nivel de EBITDA del grupo es volátil. La rentabilidad de la industria depende de la disponibilidad del ganado y de los precios de la hacienda versus precios de venta, principalmente de exportación. El mayor destino de las exportaciones uruguayas y del grupo Marfrig es China, por lo que las variaciones en la demanda de este país tienen alta influencia en los precios del ganado vacuno. En este sentido, Grupo Marfrig es un tomador de precios. Los costos fijos, salarios, administración y comercialización se manejan en pesos uruguayos, mientras que el costo del ganado representa el 80% de los costos del grupo. Al cierre del ejercicio 2023/24, el nivel de EBITDA del grupo se ubicó en torno a USD 28,3 millones, con un margen del 3,5%, manteniendo niveles similares a los obtenidos en el ejercicio 2022/23 (USD 30, 5 millones y 3,8%). Hacia adelante, en función de la confirmación del rechazo por parte de la Comisión de Promoción y Defensa de la Competencia (CPDC) de Uruguay a la venta de activos de Marfrig a Minerva, FIX estima que el grupo seguirá manteniendo los niveles de facturación con márgenes de EBITDA estabilizados en 5%, ya que no perdería participación en la faena al no concretarse la venta de las unidades productivas.

Evolución Ventas y EBITDA

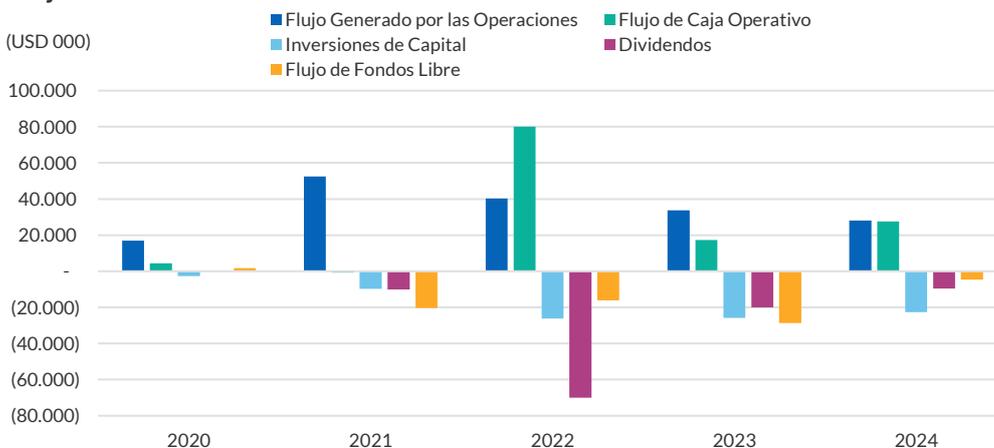


Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Flujo de Fondos

A septiembre 2024, el flujo generado por operaciones (FGO) se ubicó en USD 28,1 millones. Por su parte, las inversiones de capital ascendieron a USD 23 millones, con distribución de dividendos por USD 9,5 millones, resultando en un flujo de fondos libre (FFL) negativo en torno a USD 4,6 millones. Hacia adelante, FIX estima que el grupo seguirá generando FGO positivo, en el orden de los USD 30 millones.

Flujo de Fondos



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Inversiones de Capital					
USD '000	2020	2021	2022	2023	2024
Inversiones de Capital	2.636	9.702	26.108	25.839	22.645
Ventas	635.788	794.149	1.031.495	809.415	800.363
Inversiones/Ventas	0,4%	1,2%	2,5%	3,2%	2,8%

Liquidez y Estructura de Capital

A septiembre 2024, la deuda financiera consolidada ascendía a USD 119,3 millones, con un ratio Deuda/EBITDA de 4,2x (Deuda Neta/EBITDA de 3,5x). El 38% de la deuda financiera consolidada se concentra en el largo plazo, cuyos vencimientos se extienden hasta 2032. Los vencimientos de corto plazo (62%) incluyen la porción corriente de vencimientos de ON y los préstamos bancarios para financiar el capital de trabajo. Las obligaciones negociables representan aproximadamente el 20% de la deuda financiera total y cuentan con un fideicomiso de garantía y pago. Al mismo periodo, la cuenta reserva Servicio de Deuda era de aproximadamente USD 2,1 millones destinados a amortizaciones de capital e intereses devengados con vencimiento en octubre 2024. Hacia adelante, FIX estima que la deuda financiera puede variar para atender necesidades de capital de trabajo, con una expectativa de Deuda/EBITDA alrededor de 2,5x.

La liquidez del grupo es moderada. La caja e inversiones corrientes consolidada ascendía a USD 18,9 millones a septiembre 2024, sin incluir los fondos de reserva por USD 2,1 millones, cubriendo el 26% de la deuda a corto plazo (aproximadamente USD 74 millones). Hacia adelante, FIX estima que el Grupo Marfrig continuará manteniendo niveles moderados de liquidez.

Liquidez - Marfrig SA

USD 000	2020	2021	2022	2023	2024
EBITDA Operativo	6.200	69.736	46.987	30.460	28.350
Caja e Inversiones Corrientes	22.164	5.458	19.869	12.008	18.937
Deuda Corto Plazo	7.637	18.630	14.884	44.950	74.142
Deuda Largo Plazo	43.810	36.513	71.098	62.242	45.145

Indicadores Crediticios

EBITDA / Deuda CP	0,8	3,7	3,2	0,7	0,4
EBITDA + Disponibilidades / Deuda CP	3,7	4,0	4,5	0,9	0,6
Deuda Total / EBITDA	8,3	0,8	1,8	3,5	4,2

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

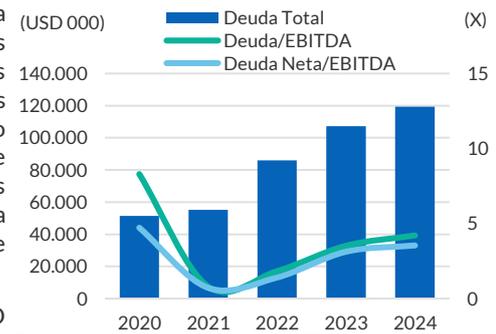
Fondeo y Flexibilidad Financiera

El grupo posee un demostrado acceso al financiamiento bancario operando actualmente con bancos locales. Las inversiones realizadas en los últimos años fueron financiadas por líneas de mediano plazo (entre 3 y 5 años). Asimismo, el grupo tiene pre-acuerdos de financiamiento por hasta 10 años de plazo. Actualmente, la compañía mantiene buen acceso al financiamiento, contando con líneas de crédito por aproximadamente USD 50 millones.

Factores ESG

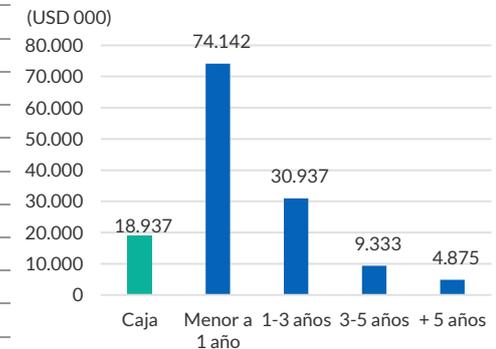
Los principales factores ambientales, sociales y de gobierno corporativo (ESG) evaluados para el sector de la industria de frigoríficos incluyen evaluar el cambio climático y los impactos de los riesgos físicos en la actividad, incluyendo la incorporación de medidas de mitigación y adaptación; Sistema de Gestión Ambiental enfocado principalmente en las emisiones de gases de efecto invernadero (GEI) a lo largo de toda su cadena de valor y la gestión y vertido de efluentes a cursos de agua (habilitaciones pertinentes) y gestión de olores que puedan derivar de la actividad para evitar impactos en las comunidades aledañas; Se evaluará la gestión sostenible y compromisos sumidos en termino de uso de recursos como el agua y la energía (Ej: uso de fuentes renovables) y la adopción de tecnologías que mejoren la eficiencia en los procesos.

Deuda Total y Endeudamiento



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Vencimiento de la Deuda



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

También se analiza la trazabilidad de la cadena de suministro de materia prima (ganado) para identificar impactos potenciales en la biodiversidad y deforestación derivado del cambio de uso del suelo.

En el ámbito social, se evalúan las políticas de gestión de riesgos vinculados a incidentes en plantas de procesamiento y las condiciones laborales, incluyendo las medidas de seguridad, el cumplimiento de normativas sanitarias y la capacitación del personal. Por otro lado, se considerarán las oportunidades derivadas de cambios en la demanda hacia productos más sostenibles, como carnes con menor huella ambiental, el uso de empaques reciclables, etc. Se considerarán las políticas para manejar riesgos reputacionales relacionados con el cumplimiento normativo, políticas de bienestar animal, involucramiento con la sociedad a través de iniciativas y programas, etc.

En términos de Gobernanza, se verificará la estructura del directorio, su independencia, el compromiso con la sustentabilidad, los mecanismos de control y la transparencia de las decisiones, así como las metodologías y medios de reporte de métricas ESG; La emisión de bonos temáticos o préstamos vinculados a metas de sostenibilidad y KPIs que impulsen mejoras en la huella ambiental del frigorífico.

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
Período	2024	2023	2022	2021	2020
	12 meses				
Rentabilidad					
EBITDA Operativo	7.614	8.097	10.281	17.474	(628)
EBITDAR Operativo	7.614	8.097	10.281	17.474	(628)
Margen de EBITDA	4,6	4,3	4,6	9,2	(0,5)
Margen de EBITDAR	4,6	4,3	4,6	9,2	(0,5)
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	13,8	15,5	9,7	8,8	9,9
Margen del Flujo de Fondos Libre	3,4	3,3	(3,0)	(4,1)	(14,6)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	25,3	31,2	39,0	28,4	(56,5)

Coberturas

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

Estructura de Capital y Endeudamiento

Deuda Total Ajustada / FGO	5,1	5,5	8,3	2,6	8,2
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	5,4	5,5	5,1	2,5	(80,4)
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	4,7	5,1	4,7	2,4	(67,2)
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	5,4	5,5	5,1	2,5	(80,4)
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	4,7	5,1	4,7	2,4	(67,2)
Costo de Financiamiento Implícito (%)	5,6	5,5	5,4	6,2	6,1
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	37,1	20,9	14,0	16,5	14,5

Balance

Total Activos	62.471	63.607	84.306	96.088	80.269
Caja e Inversiones Corrientes	4.846	2.958	3.464	1.927	8.237
Deuda Corto Plazo	15.147	9.316	7.293	7.240	7.328
Deuda Largo Plazo	25.637	35.273	44.898	36.513	43.123
Deuda Total	40.784	44.588	52.191	43.753	50.451
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	40.784	44.588	52.191	43.753	50.451
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	40.784	44.588	52.191	43.753	50.451
Total Patrimonio	13.829	9.799	13.599	21.749	9.191
Total Capital Ajustado	54.613	54.387	65.791	65.502	59.642

Flujo de Caja					
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	5.645	5.470	3.725	14.055	2.794
Variación del Capital de Trabajo	5.272	15.865	5.870	(12.829)	(19.716)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	10.917	21.335	9.595	1.226	(16.922)
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(5.307)	(7.158)	(1.075)	(846)	(1.000)
Dividendos	0	(7.972)	(15.301)	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	5.609	6.205	(6.781)	380	(17.921)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	0	48
Otras Inversiones, Neto	0	0	0	0	0
Variación Neta de Deuda	(3.909)	(7.199)	8.296	(6.648)	(6.777)
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0
Variación de Caja	1.700	(994)	1.515	(6.268)	(24.650)
Estado de Resultados					
Ventas Netas	164.896	188.315	224.603	190.844	122.541
Variación de Ventas (%)	(12,4)	(16,2)	17,7	55,7	152,9
EBIT Operativo	6.612	7.090	9.318	16.527	(1.579)
Intereses Financieros Brutos	2.310	2.649	2.574	2.924	3.381
Alquileres	0	0	0	0	0
Resultado Neto	3.861	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
Período	2024	2023	2022	2021	2020
	12 meses				
Rentabilidad					
EBITDA Operativo	28.350	30.460	46.987	69.736	6.200
EBITDAR Operativo	28.350	30.460	46.987	69.736	6.200
Margen de EBITDA	3,5	3,8	4,6	8,8	1,0
Margen de EBITDAR	3,5	3,8	4,6	8,8	1,0
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	16,6	21,0	27,2	34,8	20,9
Margen del Flujo de Fondos Libre	(0,6)	(3,5)	(1,6)	(2,6)	0,3
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	15,1	28,2	47,4	81,7	(3,6)
Coberturas					
FGO / Intereses Financieros Brutos	5,7	6,5	11,0	14,2	4,4
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	4,7	5,0	11,7	17,5	1,3
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	4,7	5,0	11,7	17,5	1,3
EBITDA / Servicio de Deuda	0,4	0,6	2,5	3,1	0,5
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	0,4	0,6	2,5	3,1	0,5
FGO / Cargos Fijos	5,7	6,5	11,0	14,2	4,4
FFL / Servicio de Deuda	0,0	(0,4)	(0,6)	(0,7)	0,5
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	0,3	(0,2)	0,4	(0,5)	2,3
FCO / Inversiones de Capital	1,2	0,7	3,1	(0,1)	1,7
Estructura de Capital y Endeudamiento					
Deuda Total Ajustada / FGO	3,5	2,7	1,9	1,0	2,4
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	4,2	3,5	1,8	0,8	8,3
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	3,5	3,1	1,4	0,7	4,7
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	4,2	3,5	1,8	0,8	8,3
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	3,5	3,1	1,4	0,7	4,7
Costo de Financiamiento Implícito (%)	5,3	6,3	5,7	7,5	8,2
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	62,2	41,9	17,3	33,8	14,8
Balance					
Total Activos	303.416	303.284	303.583	291.314	213.532
Caja e Inversiones Corrientes	18.937	12.008	19.869	5.458	22.164
Deuda Corto Plazo	74.142	44.950	14.884	18.630	7.637
Deuda Largo Plazo	45.145	62.242	71.098	36.513	43.810
Deuda Total	119.287	107.191	85.982	55.144	51.446
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	119.287	107.191	85.982	55.144	51.446
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	119.287	107.191	85.982	55.144	51.446
Total Patrimonio	85.542	82.027	76.638	107.360	52.705
Total Capital Ajustado	204.829	189.218	162.621	162.504	104.152
Flujo de Caja					
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	28.051	33.678	40.266	52.563	16.894

Variación del Capital de Trabajo	(480)	(16.424)	39.819	(53.264)	(12.413)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	27.572	17.255	80.085	(701)	4.481
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
Inversiones de Capital	(22.645)	(25.839)	(26.108)	(9.702)	(2.636)
Dividendos	(9.513)	(20.042)	(70.000)	(10.000)	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(4.588)	(28.628)	(16.024)	(20.404)	1.844
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	0	23
Otras Inversiones, Neto	(95)	(392)	(14)	(21)	(14)
Variación Neta de Deuda	11.612	21.157	30.448	3.718	(17.330)
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0
Variación de Caja	6.929	(7.863)	14.410	(16.706)	(15.477)
Estado de Resultados					
Ventas Netas	800.363	809.415	1.031.495	794.149	635.788
Variación de Ventas (%)	(1,1)	(21,5)	29,9	24,9	4,2
EBIT Operativo	23.510	25.736	42.422	65.312	1.706
Intereses Financieros Brutos	5.981	6.116	4.010	3.990	4.904
Alquileres	0	0	0	0	0
Resultado Neto	13.028	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
- INAC: Instituto Nacional de Carnes.
- 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 **28 de enero de 2025**, confirmó* en **Categoría A(uy)** las calificaciones de Emisor y de las Obligaciones Negociables por hasta US\$ 60 millones emitidas por **Cledinor S.A.**, y asignó **Perspectiva 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.

*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 30 de septiembre de 2024.
- Estados Contables de Cledinor S.A. hasta el 30 de septiembre 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



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.