

Frigorífico Modelo S.A.

Informe Integral

Calificaciones

Emisor A-(uy)

Perspectiva

Estable

Resumen Financiero

Consolidado	31/03/2018	30/06/2017
(\$ miles)	6 Meses	12 Meses
Total Activos	4.863.869	4.663.256
Deuda Financiera	1.062.669	969.306
Ingresos	600.610	926.652
EBITDA	204.059	252.696
EBITDA (%)	34,0	27,3
Deuda Total / EBITDA	2,6	3,8
Deuda Neta Total / EBITDA	2,3	3,2
EBITDA / Intereses	3,8	5,8

Los ratios a diciembre 2018 se calcularon anualizando los resultados semestrales.

FIX: FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A. (afiliada de Fitch Ratings)

Criterios Relacionados

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

Analista Principal:

Cándido Pérez
 Analista
 +5411 5235-8119
candido.perez@fixscr.com

Analista Secundario:

Pablo Andrés Artusso
 Director Asociado
 +5411 5235-8121
pablo.artusso@fixscr.com

Responsable del sector:

Cecilia Minguillon
 Director Senior
 +54 11 5235-8123
cecilia.minguillon@fixscr.com

Factores Relevantes de la Calificación

Ingresos estables en los dos principales segmentos: El desarrollo del segmento de servicios logísticos junto con el segmento de almacenamiento en cámaras de frío generan el 70% del EBITDA de Frigorífico Modelo (Frimosa) otorgándole ingresos estables y predecibles. Además, la compañía opera en otras tres líneas de negocios: jugos y hielo, depósito fiscal y actividad agropecuaria, que le permiten incrementar su rentabilidad en los ciclos positivos del agro. Frimosa opera con marcas reconocidas en el mercado siendo líder en jugos, hielo y almacenamiento de fríos. La compañía expandió su negocio de frío en Paraguay, y estimamos que la construcción de la planta con una capacidad de 8.500 toneladas finalizará en el presente año fiscal y que genere un EBITDA adicional de \$ 22 MM anuales.

Desarrollo de servicios de logística: Los ingresos del segmento de logística representan aproximadamente el 25% de las ventas y el 48% del EBITDA consolidado. En los últimos años la empresa desarrolló un nuevo segmento de negocios, a través de su subsidiaria Doraline S.A., invirtiendo en la construcción de galpones logísticos en el Polo Oeste. A la fecha lleva construidos 70.000 m² y posee espacio para duplicar los metros construidos. Estas inversiones explican en gran medida el Flujo de Fondos Libre (FFL) negativo de los últimos ejercicios. La compañía planea llevar a cabo inversiones de menor envergadura, FIX estima que la compañía podría generar un FFL positivo a partir del ejercicio fiscal 2020.

Barreras de entrada en un negocio de capital intensivo: La industria en la que opera presenta altas barreras de entrada dadas las inversiones de capital y la maquinaria de alta tecnología requerida para operar en el negocio. Frimosa posee una ubicación estratégica en negocio de frío y en el Polo Oeste, que junto con una probada trayectoria le brinda ventajas con respecto a sus competidores. Las perspectivas de demanda son positivas en tanto exista una tendencia creciente a la adopción de estándares logísticos de última tecnología.

Concentración de clientes parcialmente mitigado: El negocio de servicios logísticos y almacenamiento de frío presentan una alta concentración de clientes. Este aspecto se ve parcialmente mitigado por los contratos de largo plazo, contrapartes multinacionales y la ubicación estratégica de sus depósitos. En el negocio de logística la ubicación, las construcciones modernas y los servicios con alto valor agregado, permiten mitigar el riesgo de vacancia y precio.

Sensibilidad de la Calificación

FIX espera que la compañía opere con un nivel de deuda a EBITDA en torno a 3.0x y una cobertura de intereses superior a 6x. La calificación del emisor podría bajar ante incrementos significativos en la vacancia y/o reducción de precios de alquileres que impacten en la generación de fondos en el mediano plazo o un mayor endeudamiento producto de nuevas inversiones. Mientras que una suba en la calificación podría ser contemplada una vez que la compañía consolide la expansión de su negocio y comience a generar flujo libre positivo.

Liquidez y Estructura de Capital

Inversiones de capital fondeadas con deuda de largo plazo: Para financiar los proyectos, la compañía se financió con líneas de inversión productiva con el BROU y además préstamos a largo plazo con bancos de primera línea como el Santander y BBVA. FIX prevé que en 2019 los ratios de endeudamiento contra flujo continúen en los mismos niveles actuales. A diciembre 2018, la deuda financiera era de \$ 1.063 MM, 14% corriente, y la caja ascendía a \$ 119 MM, que le permitía cubrir el 82% de la deuda de corto plazo.

Perfil del Negocio

Frigorífico Modelo S.A es una empresa agroindustrial y de servicios que posee un portafolio con diversos negocios tanto en el sector agropecuario como en los servicios de logística y almacenamiento. La compañía, de capitales uruguayos, cuenta con una trayectoria de 90 años y tiene una posición de mercado dominante en almacenamiento de frío en Uruguay. A través de la Sociedad y sus subsidiarias realiza operaciones en Uruguay y Paraguay.

Frigorífico Modelo S.A. Consolidado		(UYU\$ '000)
Fecha de Balance Anual		jun-18
Caja e Inversiones Corrientes	\$	155.397
Deuda Corto Plazo	\$	132.368
Deuda Largo Plazo	\$	836.938
EBITDA	\$	252.696
Deuda Total / EBITDA		3,84
Deuda Total Neta / EBITDA		3,22

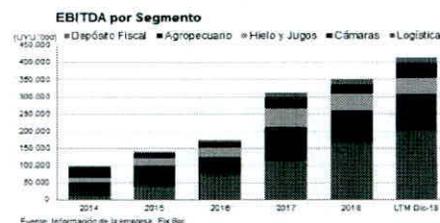
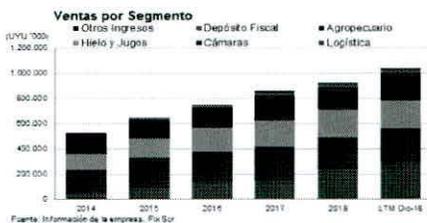
100% Frigorífico Modelo S.A. Camaras de Frío / Jugos y Hielo / Servicios Agropecuarios / Depósito Fiscal		(UYU\$ '000)
Fecha de Balance Anual:		jun-18
Caja e Inversiones Corrientes	\$	103.615
Deuda Corto Plazo	\$	10.279
Deuda Largo Plazo	\$	42.530
EBITDA	\$	122.144
Deuda Total / EBITDA		0,43
Deuda Total Neta / EBITDA		-0,42

51% Doraline S.A. Servicios Logísticos		(UYU\$ '000)
Fecha de Balance Anual:		dic-18
Caja e Inversiones Corrientes	\$	37.870
Deuda Corto Plazo	\$	119.505
Deuda Largo Plazo	\$	652.612
EBITDA	\$	130.552
Deuda Total / EBITDA		5,91
Deuda Total Neta / EBITDA		5,62

100% Frigorífico Modelo Py S.A. Camaras de Frío		(UYU\$ '000)
Fecha Balance Anual:		dic-18
Caja e Inversiones Corrientes	\$	13.912
Deuda Corto Plazo	\$	2.584
Deuda Largo Plazo	\$	141.796
EBITDA	\$	-

40% Adelina Ganadera S.A. Paraguay Servicios Agro	

49% Briasol S.A. Terciarización de Servicios Logísticos	



Operaciones

La compañía posee dos predios en la ciudad de Montevideo, una en el centro que concentra todas las operaciones administrativas y que en conjunto con la planta ubicada en Camino Bajo Petiza presta los servicios de almacenamiento en frío, depósito fiscal y producción de jugos y hielo. Además, Frimosa dispuso de un predio que poseía previamente en las afueras de la ciudad, conocido como Polo Oeste, donde lleva a cabo los servicios logísticos, verificación de aduanera y en menor medida de almacenamiento en frío.

Servicios Logísticos y otros (48% del EBITDA a jun'18)

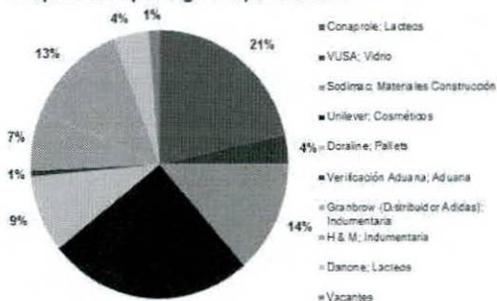
Frimosa a través de sus subsidiaria Doraline, cuenta con un predio de 55 has a las afueras de la ciudad de Montevideo, que hoy tiene construidos 70.000 m2 de galpones de última generación (que ocupan 12 hsa del total). La empresa construyó cinco galpones que actualmente cuentan con una ocupación de 99%, cuyos servicios están contratados por: Conaprole, VUSA (filial de Vidriera Argentina), Sodimac, Adidas, Danone, H&M y Unilever. Los contratos de alquiler están denominados en pesos uruguayos (ajustan trimestralmente) y son a largo plazo. A finales de 2019 se culminará un nuevo galpón de 18.000 m2 que ya se encuentra contratado por Unilever para ser su centro de distribución en Uruguay y ya se están negociando con multinacionales el alquiler de otro galpón que se terminará en 2020.

Concentración de contrapartes: En la actualidad la compañía posee contratos de locación con 9 clientes. El contrato con Unilever Uruguay concentra el 40% de los ingresos, Conaprole (calificada por FIX en AA(uy)) el 16%, H&M el 15% y Sodimac 14%. Este riesgo se ve parcialmente morigerado por la calidad crediticia de sus contrapartes.

Contratos de largo plazo: En todos los contratos el locatario es responsable del pago del alquiler y de las expensas ordinarias, que incluyen servicios de seguridad, mantenimiento, iluminación, caminería, saneamiento, servicio de incendio, partería y buffer para camiones. Además, cuentan con cláusulas de salida que le aseguran a Frimosa un flujo de fondos ciertos hasta la finalización del contrato firmado. Los contratos pueden llegar hasta un plazo de 10 años.

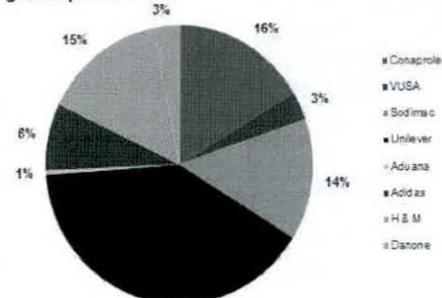
Punto de verificación de Aduana: Dentro de Polo Oeste la compañía le cede a la Aduana 500 m2 para la verificación de canales rojos, donde se abren los contenedores y son controlados. Doraline cobra por la entrada, apertura, estacionamiento y salida de contenedores. Siendo este uno de los dos puntos de este tipo en Uruguay.

Ocupación Paque Logístico por Clientes



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Ingresos por Clientes

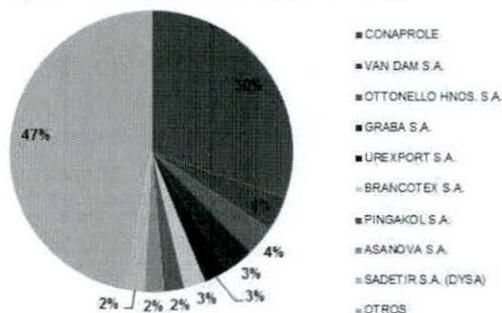


Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Almacenamiento en frio (26% del EBITDA a jun'18)

La empresa dispone de dos plantas industriales en Montevideo, la primera ubicada en centro de la ciudad con capacidad para 14.000 ton de congelado (temperaturas inferiores a -18 °C) y 5.000 ton de refrigerado (temperaturas sobre 0 °C) para la conservación de productos perecederos (frutas, vegetales y algunos productos lácteos). La segunda planta está ubicada en uno de los accesos a la ciudad por la Ruta 1 llamado Camino Bajo Petiza con operación desde 2008 y cuenta con capacidad de 16.000 ton para productos congelados y una cámara de refrigerado de fruta y para contención. Actualmente poseen tres instalaciones ubicadas una en el centro de Montevideo, Camino Bajo Petiza y otra en Polo Oeste. Los principales clientes son empresas exportadoras agroindustriales como Conaprole, Azucitrus, Citricola Salteña, San Miguel de Tucumán (Subsidiaria de Uruguay). También cuentan como clientes a importadores de productos congelados como lo son Grupo Casino y Tienda Inglesa para el almacenamiento de alimentos, helados y pescados. Su competidor directo es Corfrisa, que cuenta con 65.000 metros cúbicos de depósito refrigerado.

Participación Facturación Clientes Cámaras de Frio



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Elaboración y comercialización de jugos y hielo (14% del EBITDA a jun'18)

Ambos productos se distribuyen a comercios minoristas en mercado abierto, así como a las grandes superficies, tanto en Montevideo como en el interior. Frimosa posee a través de Dayrico, siendo el líder del mercado en el segmento PET con el 30% del mercado de jugos embotellados fríos. Sus principales competidores son Ades y Conaprole.

Actividad agrícola (8% del EBITDA a jun'18)

La empresa cuenta con establecimientos rurales por aproximadamente 25.000 hectáreas en el Departamento de Durazno, Florida y Tacuarembó, donde desarrolla actividades agropecuarias propias de cría y engorde de ganado de raza Angus con un stock de 11.000 de cabezas y arrienda a terceros (forestación, arroz y agricultura en medianería).

Depósito fiscal (4% del EBITDA a jun'18)

La empresa tiene una instalación en su planta de Camino Bajo Petiza de 5.000 m² que cuenta con la autorización de la aduana para operar como depósito fiscal. Actualmente el servicio lo contrata una empresa de pesca noruega, que almacena krill para luego exportarlo a EEUU o Europa. Este año la empresa firmó la prórroga del contrato por 10 años adicionales y se está culminando una expansión de 10.000 m² extras para ser usados por el mismo cliente que entrará en funcionamiento el julio de 2019.

Operaciones en Paraguay:

Por medio de Frigorífico Modelo PY S.A. la compañía busca replicar en Paraguay su know how de almacenamiento en frío, mediante la adquisición de un predio en un parque logístico en Asunción. Recientemente se culminó la construcción de la planta con capacidad de 8.500 ton con el potencial de duplicar su capacidad una vez se ocupe la primera etapa.

Posición Competitiva

Frigorífico Modelo cuenta con una sólida posición competitiva en el mercado uruguayo. En el mercado de almacenamiento en frío la empresa posee cerca del 50% de la capacidad instalada. En el negocio de jugos, a través de la marca Dyrico, la empresa tiene una participación de mercado del 30%. Para el caso del servicio de logística, Frimosa cuenta con el parque logístico más grande y moderno de Uruguay. Además, el sector cuenta con barreras de entrada por ser un negocio de capital intensivo.

Estrategia

La estrategia de largo plazo de la compañía es continuar la expansión del parque logístico y la centralización de sus operaciones en Polo Oeste. Este objetivo implica continuas inversiones destinadas al desarrollo de otros 12.000 m² y modernización de sus instalaciones. No obstante, todas las inversiones que lleva adelante la sociedad están asociadas a flujos de fondos futuros con cierta previsibilidad. A mediano plazo, Frimosa no planea ninguna inversión que requiera grandes necesidades de capital.

Administración y Calidad de los Accionistas

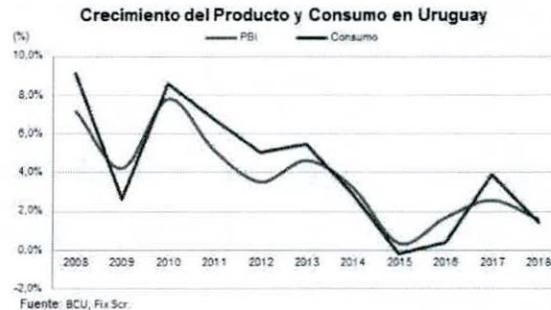
Frigorífico Modelo es una sociedad anónima abierta que cotiza el 100% de su capital en la Bolsa de valores de Montevideo y luego del proceso de canje por acciones escriturales, solo la accionista Verónica Fernández De Chiara con (19.44%) reúne más del 10% del capital social. Los balances están auditados por Ernst & Young Uruguay, utilizan Normas Internacionales de Información Financiera ("NIIF").

Frigorífico Modelo posee el 51% de la participación accionaria de Doraline S.A., el 49% en Briasol S.A. y 40% en Adelina Ganadera S.A, mientras que el grupo belga Katoen Natie S.A mantiene el restante el 49%, 51% y 60%, respectivamente.. Desde el año 1996 la empresa Belga Katoen Natie está presente en Uruguay, como uno de los principales accionistas en los siguientes emprendimientos: Zonamerica, Costa Oriental. Alrededor del mundo, el grupo Katoen Natie está presente directamente en cada uno de los eslabones de la cadena logística: estiba, almacenaje, distribución, embarque y transporte, instalado en más de 20 países del mundo.

Riesgo del Sector

Si bien Frigorífico Modelo opera en la industria de cámaras de frío y servicios logísticos en Uruguay, se encuentra expuesta a los riesgos específicos de sus locatarios, principalmente relacionados al sector consumo masivo. La evolución del sector depende de los precios logísticos y vacancia que a su vez dependen de los metros cuadrados rentables en plaza y la evolución del PBI. La economía uruguaya ha mostrado un crecimiento ininterrumpido por más de 16 años, aunque en los últimos años se dicho crecimiento se ha desacelerado.

Para 2019, FIX espera un crecimiento del PIB menor al 2%, influenciado por una caída del consumo y bajos niveles de inversión. En el contexto regional la actividad se puede ver negativamente afectada por la recesión Argentina y la turbulencia política en Brasil (sus principales socios comerciales).



En lo que respecta a los negocios de jugo y hielo y la actividad agropecuaria, los mismos presentan un comportamiento volátil, y además, se encuentran acotados al mercado uruguayo. En este sentido, la calificación de la empresa se basa en la generación estable de fondos de los segmentos cámaras de frío y servicios logísticos.

Factores de Riesgo

- Concentración de contrapartes. Si bien el perfil crediticio de las contrapartes es bueno, cualquier baja o cambio podría tener un impacto significativo en vacancia y EBITDA. Este riesgo se encuentra mitigado por las cláusulas de rescisión, anticipos o garantía estipuladas en los contratos.
- Elevadas necesidades de inversiones en un mercado en crecimiento. La compañía presenta elevadas necesidades de inversiones que podrían incrementar los niveles de endeudamiento. Esto se ve mitigado por una estrategia conservadora al llevar a cabo expansiones con contratos previamente firmados.
- Descalce de moneda entre deuda ingresos en pesos uruguayos y deuda dolarizada.

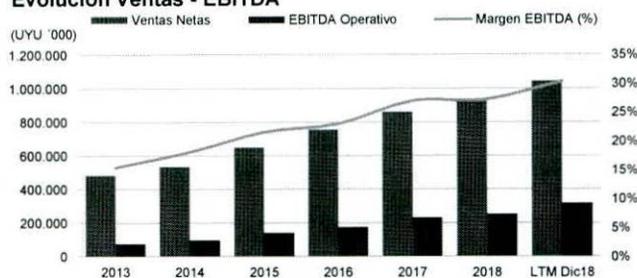
Perfil Financiero

Rentabilidad

La evolución financiera de Frimosa está alineada a la estrategia de crecimiento que llevó a cabo la empresa. A junio 2018 la compañía generó ventas y EBITDA por \$ 926.7 MM y \$ 250.7 MM, que comparan contra \$ 861 MM y \$ 232.4 MM a junio 2017. Los márgenes mostraron una estabilidad en ambos años ubicándose en torno al 27%, respectivamente.

En los últimos doce meses a diciembre 2018, Frigorífico Modelo presentó ventas por \$ 1.044 MM con un EBITDA de \$ 316.7 MM, lo que se traduce un margen del 30.3%. La mejora en la rentabilidad de la empresa responde al crecimiento en los servicios logísticos que aportan un flujo más estable con mayores márgenes. FIX estima que hacia adelante la empresa presente márgenes de rentabilidad estables en torno al 32%. La expansión en el margen de EBITDA estimado responde al cambio en el mix de negocios orientado hacia el segmento logístico, la mayor escala en el segmento de depósito fiscal y la maduración del negocio en Paraguay de almacenamiento en frío.

Evolución Ventas - EBITDA

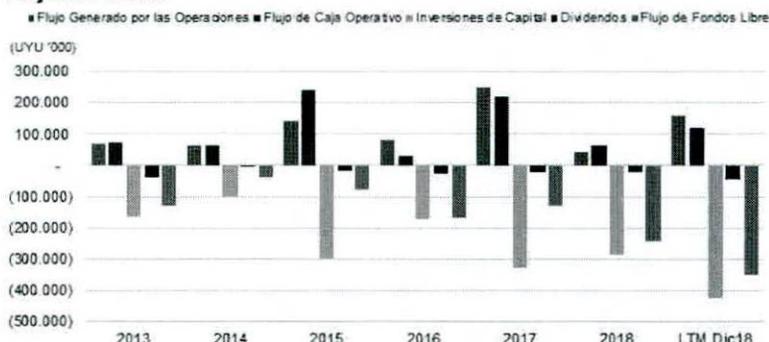


Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Flujo de fondos

Frimosa detenta una fuerte Flujo Generado por las Operaciones (FGO) y estimamos que esta tendencia continúe. Durante los últimos años la compañía presentó un Flujo de Fondos Libre (FFL) negativo producto de la inversión en Polo Oeste y Frimosa Paraguay. En los últimos doce meses a diciembre 2018, la compañía registró un FGO por \$ 160 MM. La compañía mantiene un alto nivel de inversiones de capital que ascendió a \$ 425 MM y liberó dividendos por \$ 45.4 MM. El FFL mantiene la tendencia de los últimos años y fue negativo por \$ 350.6 MM. Hacia adelante FIX espera que el FFL continúe siendo negativo en 2019 dada las altas necesidades de inversiones y esperamos que mejore una vez que las inversiones de capital se normalicen.

Flujo de Fondos



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Liquidez y estructura de capital

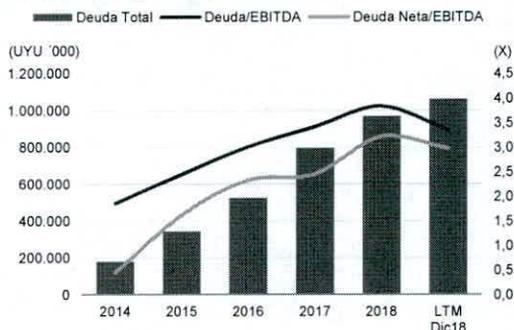
En los últimos cuatro años la compañía ha incrementado su endeudamiento neto a 3.0x desde 0.4x en un contexto de rápido crecimiento y una maduración más lenta de sus inversiones. A diciembre 2018, Frimosa registró una deuda por \$ 1.062 MM, de la cual 14% era corriente y 100% denominada en dólares. El ratio de deuda EBITDA se ubicó en 3.4x y la cobertura de intereses fue de 5.4x, mostrando una mejora con respecto al cierre anual. Frimosa utiliza las líneas de crédito para financiar los proyectos de plaza logística y almacenamiento en frío, por lo tanto los plazos de sus préstamos son de mediano y largo plazo. FIX estima que hacia adelante la compañía mantenga este perfil de endeudamiento con un ratio de deuda EBITDA en torno a 3.0x y coberturas de interés superiores a 6x.

Capitalización

UYU '000		
Deuda de Corto Plazo	145.575	3%
Deuda de Largo Plazo	917.094	20%
Otros	0	0%
Deuda Total Ajustada	1.062.669	23%
Total Patrimonio	3.512.673	77%
Total Capital Ajustado	4.575.342	100%

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

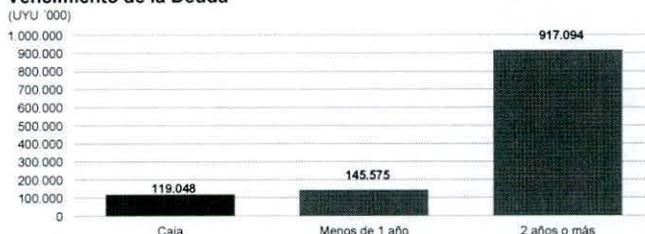
Deuda Total y Endeudamiento



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

La compañía opera con préstamos con bancos de primera línea y líneas productivas del BROU. A pesar del incremento en el nivel de endeudamiento que ha tenido la empresa en los últimos años, para financiar inversiones, la estructura de capital de la empresa continúa siendo conservadora y esperamos que el patrimonio siga representando cerca del 80% de total del capital ajustado.

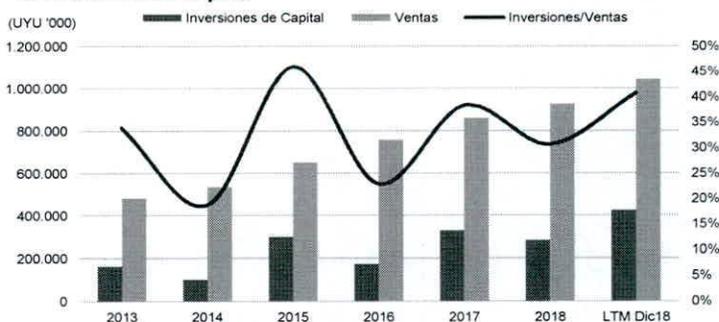
Vencimiento de la Deuda



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Frimosa planea replicar el negocio de cámaras de frío en Paraguay. A la fecha, la empresa realizó una inversión inicial por USD 7 MM que incluyó la adquisición de un predio en un centro logístico en Asunción y la construcción de la primera etapa de la planta de almacenamiento de frío. FIX estima que el remanente de inversiones en la segunda etapa de la planta sea de unos USD 5 MM y se realice cuando la ocupación de la primera.

Inversiones de Capital



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

A diciembre 2018, la deuda de corto plazo de Frigorífico Modelo era de \$ 145.6 MM, mientras que la posición de caja e inversiones corrientes era de \$ 119 MM. La empresa presenta una sólida posición de liquidez, donde la caja sumada al EBITDA de los últimos doce meses le permite cubrir en 3.0x la totalidad de la deuda financiera de corto plazo.

Liquidez - Frigorífico Modelo S.A.

UYU '000	2014	2015	2016	2017	2018	LTM Dic18
EBITDA Operativo	97.082	140.897	173.999	232.426	252.696	316.668
Caja e Inversiones Corrientes	136.779	116.414	118.494	223.488	155.397	119.048
Deuda Corto Plazo	36.414	44.972	47.639	98.050	132.368	145.575
Deuda Largo Plazo	143.701	299.800	475.951	696.690	836.938	917.094

Indicadores Crediticios

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

Fuente: Información de la empresa. Fix Scr

Fondeo y flexibilidad financiera

FIX considera que la flexibilidad financiera de la compañía es adecuada. Frigorífico Modelo cuenta actualmente con líneas de crédito otorgadas por distintos bancos locales e internacionales (BBVA, BROU y Santander).

Anexo I. Resumen Financiero

Los ratios a diciembre 2018 se calcularon anualizando los resultados semestrales.

Resumen Financiero - Frigorífico Modelo S.A.

(miles de UYU, año fiscal finalizado en Junio)

Cifras Consolidadas

Normas Contables

Periodo

	NIF dic-18 6 meses	NIF 2018 12 meses	NIF 2017 12 meses	NIF 2016 12 meses	NIF 2015 12 meses	NIF 2014 12 meses
Rentabilidad						
EBITDA Operativo	204.059	252.696	232.426	173.999	140.897	97.082
EBITDAR Operativo	204.059	252.696	232.426	173.999	140.897	97.082
Margen de EBITDA	34,0	27,3	27,0	23,0	21,6	18,1
Margen de EBITDAR	34,0	27,3	27,0	23,0	21,6	18,1
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	5,4	2,0	7,1	2,8	4,9	3,3
Margen del Flujo de Fondos Libre	(19,4)	(26,2)	(15,1)	(22,4)	(12,0)	(7,5)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	6,4	3,9	3,5	2,5	3,7	3,2
Coberturas						
FGO / Intereses Financieros Brutos	4,6	2,0	8,5	4,5	12,0	9,4
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	3,8	5,8	6,9	7,6	10,9	12,8
EBITDAR Operativo / (Intereses Financieros + Alquileres)	3,8	5,8	6,9	7,6	10,9	12,8
EBITDA / Servicio de Deuda	1,0	1,4	1,8	2,5	2,4	2,2
EBITDAR Operativo / Servicio de Deuda	1,0	1,4	1,8	2,5	2,4	2,2
FGO / Cargos Fijos	4,6	2,0	8,5	4,5	12,0	9,4
FFL / Servicio de Deuda	(0,5)	(1,1)	(0,7)	(2,1)	(1,1)	(0,7)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	(0,0)	(0,2)	1,0	(0,4)	0,9	2,4
FCO / Inversiones de Capital	0,6	0,2	0,7	0,2	0,8	0,6
Estructura de Capital y Endeudamiento						
Deuda Total Ajustada / FGO	2,1	10,9	2,8	5,1	2,2	2,5
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	2,6	3,8	3,4	3,0	2,4	1,9
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	2,3	3,2	2,5	2,3	1,6	0,4
Deuda Total Ajustada / EBITDA Operativo	2,6	3,8	3,4	3,0	2,4	1,9
Deuda Total Ajustada Neta / EBITDA Operativo	2,3	3,2	2,5	2,3	1,6	0,4
Costo de Financiamiento Implícito (%)	11,4	5,0	4,3	5,3	4,9	5,8
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	13,7	13,7	12,3	9,1	13,0	20,2
Balance						
Total Activos	4.863.869	4.663.256	4.272.544	3.859.781	3.379.033	2.260.295
Caja e Inversiones Corrientes	119.048	155.397	223.488	118.494	116.414	136.779
Deuda Corto Plazo	145.575	132.368	98.050	47.639	44.972	36.414
Deuda Largo Plazo	917.094	836.938	696.690	475.951	299.800	143.701
Deuda Total	1.062.669	969.306	794.741	523.590	344.772	180.115
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	1.062.669	969.306	794.741	523.590	344.772	180.115
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	1.062.669	969.306	794.741	523.590	344.772	180.115
Total Patrimonio	3.512.673	3.437.928	3.236.897	3.147.779	2.843.382	1.939.872
Total Capital Ajustado	4.575.342	4.407.234	4.031.638	3.671.369	3.188.154	2.119.987
	82%					
Flujo de Caja						
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	194.221	44.931	251.396	79.908	142.905	63.329
Variación del Capital de Trabajo	(62.099)	18.677	(31.121)	(50.851)	96.968	(731)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	132.122	63.608	220.275	29.056	239.873	62.597
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(218.743)	(283.836)	(330.180)	(173.099)	(299.823)	(100.450)
Dividendos	(30.043)	(22.428)	(19.906)	(25.013)	(18.285)	(2.170)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(116.664)	(242.656)	(129.811)	(169.055)	(78.235)	(40.022)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	0	53	15.252
Otras Inversiones, Neto	(13.048)	0	(36.140)	0	(116.092)	0
Variación Neta de Deuda	93.363	174.565	268.175	171.136	173.909	100.044
Variación Neta del Capital	0	0	2.769	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0	0
Variación de Caja	(36.349)	(68.091)	104.994	2.080	(20.365)	75.274
Estado de Resultados						
Ventas Netas	600.610	926.652	861.163	756.103	651.791	535.910
Variación de Ventas (%)	24,2	7,6	13,9	16,0	21,6	11,0
EBIT Operativo	161.069	174.695	167.423	118.814	95.798	62.408
Intereses Financieros Brutos	53.813	43.680	33.563	22.797	12.954	7.576
Alquileres	0	0	0	0	0	0
Resultado Neto	108.850	131.122	114.170	75.481	88.680	62.027

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.

Anexo III. Características del Instrumento

Acciones (emisor)

El capital social al 8/11/2011 se fija en la cantidad de pesos uruguayos setecientos cincuenta millones divididos en setecientos cincuenta millones de acciones al portador de un peso uruguayo cada una que podrán emitirse en títulos de una o más acciones, pudiendo por resolución de la Asamblea General Extraordinaria elevarse el Capital antedicho.

El 7/6/16 se realizó una asamblea extraordinaria que reforma estatutos, entre otros temas se decidió pasar las acciones que actualmente están al portador a escriturales y se llevó el capital autorizado a 2.000.000.000 en acciones escriturales de UYU\$1 cada una.

Esta reforma está aprobada por la AIN, el capital está representado por acciones escriturales y la entidad registrante es la Bolsa de Valores de Montevideo.

De acuerdo a la metodología de FIX SCR Uruguay, la calificación de acciones de un emisor se expresa como la calificación de emisor.

Anexo IV. Dictamen de Calificación

FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A.

El Consejo de Calificación de **FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A.** (afiliada de Fitch Ratings), en adelante **FIX**, realizado el 29 de abril de 2019, confirmó (*) en la **Categoría A-(uy)** a la calificación de emisor de Frigorífico Modelo S.A.

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

Categoría A(uy): "A" nacional implica una sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas pueden afectar la capacidad de repago en tiempo y forma en un grado mayor que para aquellas obligaciones financieras calificadas con categorías superiores

Las calificaciones nacionales no son comparables entre distintos países, por lo cual se identifican agregando un sufijo para el país al que se refieren. En el caso de Uruguay se agregará "(uy)".

Los **signos "+" o "-"** podrán ser añadidos a una calificación nacional para mostrar una mayor o menor importancia relativa dentro de la correspondiente categoría, y no alteran la definición de la categoría a la cual se los añade.

La **Perspectiva** de una calificación indica la posible dirección en que se podría mover una calificación dentro de un período de uno a dos años. La Perspectiva puede ser positiva, negativa o estable. Una perspectiva negativa o positiva no implica que un cambio en la calificación es 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 Factores 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

- Balances generales Auditados hasta el 31/12/18.
- Auditor externo del último balance anual: Ersnt & Young.
- Información de gestión suministrada por la compañía.

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, la calificadora, ha recibido los 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 SIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). ADemás, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACION Y LAS CONDICIONES DE USO PUBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGIAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A Y LAS POLITICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS A LA INFORMACION PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLITICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCION DE CODIGO 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 UDER SE BASA EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNION 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 encuentran disponibles para una emisión dada o en la determinación de la verificación jurídica. La forma en que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A lleva a cabo la investigación fáctica y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga, variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y la naturaleza de la información pública relevante; el acceso a representación de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actualizados, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente de terceros como respecto a la emisión y respecto a 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 contar 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 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 derivadas 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 auditoría comparada. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A están siendo 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 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 dissemination 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 excluyendo, las leyes del mercado de Estados Unidos y la "Financial Services and Markets Act of 2000" del Reino Unido. Debido a la relativa escasez 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.