

Frigorífico Modelo S.A.

Informe Integral

Calificaciones

Emisor A-(uy)

Perspectiva

Estable

Resumen Financiero

| Consolidado | 31/12/2019 | 30/6/2019 |
|---------------------------|------------|-----------|
| (\$ miles) | 6 Meses | 12 Meses |
| Total Activos | 5.238.300 | 5.073.412 |
| Deuda Financiera | 1.110.923 | 1.118.752 |
| Ingresos | 712.123 | 1.161.403 |
| EBITDA | 273.191 | 397.282 |
| EBITDA (%) | 38,4 | 34,2 |
| Deuda Total / EBITDA | 2,0 | 2,8 |
| Deuda Neta Total / EBITDA | 1,4 | 2,3 |
| EBITDA / Intereses | 3,8 | 7,8 |

Los ratios a diciembre 2019 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

Perspectiva Estable: FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A. (afiliada de Fitch Ratings) – en adelante FIX – mantiene la perspectiva estable de Frigorífico Modelo (Frimosa), en el actual contexto de caída esperada en el nivel de actividad general de 2020 (~3%) provocado por la emergencia sanitaria en respuesta al COVID-19, debido a que la compañía presenta una acotada exposición a dichos efectos, dado que en su negocio de logística más del 56% del área rentable ocupada pertenece a clientes de producción alimenticia, productos de cuidado personal y servicios de logística, los cuales mitigan la debilidad en los niveles de actividad de indumentaria y materiales de construcción. FIX espera que el mayor impacto afecte a la comercialización de jugo y hielo, específicamente al vendido mediante mercado abierto, que representó a Jun-19 solo el 8% del EBITDA consolidado.

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 más del 70% del EBITDA de 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, cuya planta con una capacidad de 8.500 toneladas ya se encuentra operativa desde el presente año fiscal.

Desarrollo de servicios de logística: Los ingresos del segmento de logística representan aproximadamente el 30% de las ventas y el 48% del EBITDA consolidado. En los últimos años la empresa consolidó dicho 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, por lo cual FIX estima que la compañía podría generar un FFL positivo a partir del ejercicio fiscal 2021.

Barreras de entrada en un negocio de capital intensivo: La industria en la que opera la compañía 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 el 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 con 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 6.0x. 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. 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.

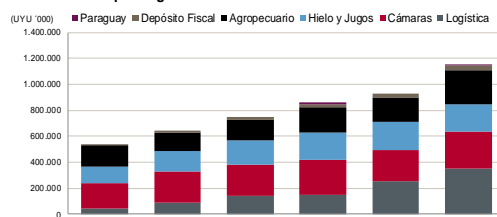
Liquidez y Estructura de Capital

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 préstamos a largo plazo con bancos de primera línea como el Santander y BBVA. FIX prevé que en 2020 los ratios de endeudamiento contra flujo continúen en los mismos niveles actuales. A diciembre 2019, la deuda financiera era de \$ 1.111 MM, 15% corriente, con una caja y equivalentes que ascendía a \$ 341 MM, y le permitía cubrir 2.0x la deuda de corto plazo.

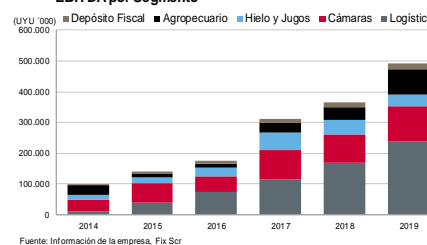
Perfil del Negocio

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 es el líder en el mercado de almacenamiento de frío en Uruguay. A través de la sociedad y sus subsidiarias realiza operaciones tanto en Uruguay como en Paraguay.

Ventas por Segmento



EBITDA por Segmento



Operaciones

La compañía posee un predio en la ciudad de Montevideo que concentra todas las operaciones administrativas, de almacenamiento en frío y producción de jugos y hielo. Además, adquirió un predio en las afueras de la ciudad, conocido como Polo Oeste, donde lleva a cabo los servicios logísticos, depósito fiscal y en menor medida de almacenamiento en frío. De igual forma posee en Paraguay una planta de almacenamiento en frío y una explotación ganadera.

Servicios Logísticos y otros (48% del EBITDA a jun'19)

Frimosa, a través de su subsidiaria Doraline S.A., 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 has. 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 del año fiscal 2019 se culminó un nuevo galpón de 18.000 m2 contratado por Unilever para ser su centro de distribución en Uruguay y ya se está negociando con multinacionales el alquiler de otro galpón por 5.000 m2 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.

Frigorífico Modelo S.A. Consolidado

(UYUS '000)

| | |
|-------------------------------|------------|
| Fecha de Balance Anual | jun-19 |
| Caja e Inversiones Corrientes | \$ 197.232 |
| Deuda Corto Plazo | \$ 350.344 |
| Deuda Largo Plazo | \$ 768.408 |
| EBITDA | \$ 397.282 |
| Deuda Total / EBITDA | 2,82 |
| Deuda Total Neta / EBITDA | 2,32 |

Frigorífico Modelo S.A.

Camaras de Frío / Jugos y Hielo / Servicios Agropecuarios / Depósito Fiscal

(UYUS '000)

| | |
|-------------------------------|------------|
| Fecha de Balance Anual: | jun-19 |
| Caja e Inversiones Corrientes | \$ 98.724 |
| Deuda Corto Plazo | \$ 188.440 |
| Deuda Largo Plazo | \$ 20.467 |
| EBITDA | \$ 136.483 |
| Deuda Total / EBITDA | 1,53 |
| Deuda Total Neta / EBITDA | 0,81 |

Doraline S.A.

Servicios Logísticos

(UYUS '000)

| | |
|-------------------------------|------------|
| Fecha de Balance Anual: | dic-19 |
| Caja e Inversiones Corrientes | \$ 92.085 |
| Deuda Corto Plazo | \$ 148.214 |
| Deuda Largo Plazo | \$ 537.506 |
| EBITDA | \$ 260.799 |
| Deuda Total / EBITDA | 2,63 |
| Deuda Total Neta / EBITDA | 2,28 |

Frigorífico Modelo Py S.A.

Camaras de Frío

(UYUS '000)

| | |
|-------------------------------|------------|
| Fecha Balance Anual: | dic-19 |
| Caja e Inversiones Corrientes | \$ 6.423 |
| Deuda Corto Plazo | \$ 13.690 |
| Deuda Largo Plazo | \$ 210.435 |

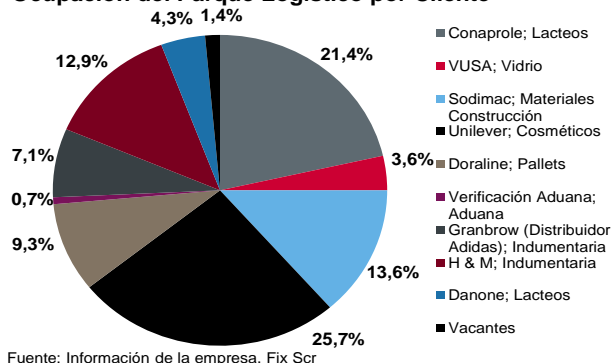
Adelina Ganadera S.A. Paraguay

Servicios Agro

Briazol S.A.

Terciarización de Servicios Logísticos

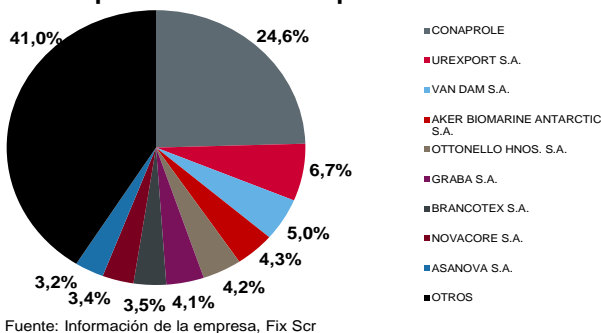
Ocupación del Parque Logístico por Cliente



Almacenamiento en frío (23% del EBITDA a jun'19)

La empresa dispone de dos plantas industriales en Montevideo, la primera ubicada en el 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 (Polo Oeste) con operación desde 2008 y cuenta con capacidad de 16.000 ton para productos congelados y una cámara de refrigerado de fruta y para contenerización. Los principales clientes son empresas exportadoras agroindustriales como Conaprole, Azucitrus, Citrícola 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.

Cámaras de Frío: Participación Facturación por Cliente



Actividad agrícola (16% del EBITDA a jun'19)

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 cabezas y arrienda a terceros (forestación, arroz y agricultura en medianería).

Elaboración y comercialización de jugos y hielo (8% del EBITDA a jun'19)

Ambos productos se distribuyen a comercios minoristas en mercado abierto (58% de las ventas de la unidad de negocios), así como a las grandes superficies (42% de las ventas del segmento), tanto en Montevideo como en el interior. A través de Dayrico, Frimosa sigue 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 Este segmento fue el más perjudicado por los efectos del COVID-19 sobre la actividad, específicamente en su canal de mercado abierto

que incluye hoteles, restaurantes, minimercados, kioscos entre otros, mientras que el canal de grandes superficies se mantuvo con los volúmenes históricos.

Depósito fiscal (4% del EBITDA a jun'19)

La empresa tiene una instalación en su planta de Camino Bajo Petiza de 15.000 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. El año pasado la empresa firmó una prórroga del contrato por 10 años adicionales y la expansión de 10.000 m² para ser usados por el mismo cliente, las cuales ya están operativas.

Operaciones en Paraguay:

Por medio de Frigorífico Modelo PY S.A. la compañía busca replicar en Paraguay su conocimiento de almacenamiento en frío, mediante la adquisición de un predio en un parque logístico en Asunción y la construcción de una planta con capacidad de 8.500 ton con el potencial de duplicar su capacidad una vez se ocupe la primera etapa. Actualmente, la ocupación se ubica en 45% y se espera que la misma se incremente debido a la reciente obtención de los certificados gubernamentales que permitirán exportar desde el predio.

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 Dayrico, 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.

Administración y Calidad de los Accionistas

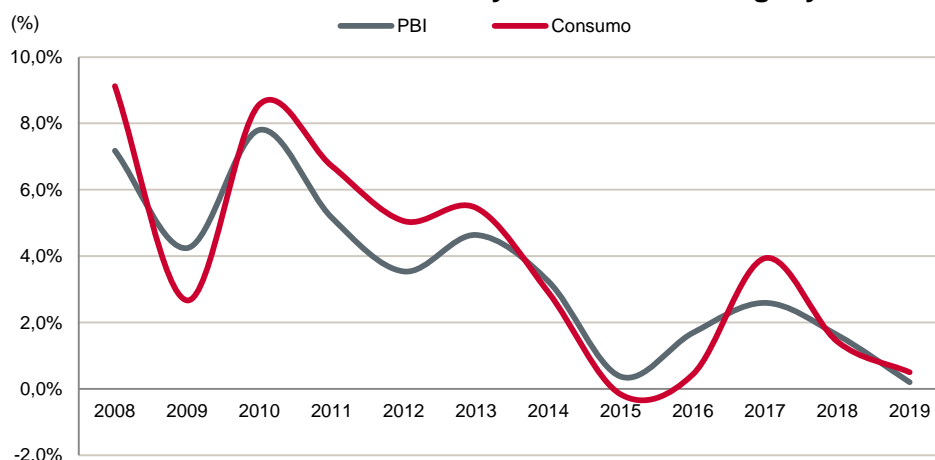
Frigorífico Modelo es una sociedad anónima abierta que cotiza el 100% de su capital en la Bolsa de valores de Montevideo y luego del proceso de canje por acciones escriturales, solo la accionista Verónica Fernández De Chiara con (19.44%) reúne más del 10% del capital social. Los balances están auditados 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 los restantes 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 17 años, aunque en los últimos años dicho crecimiento se ha desacelerado. Para 2020, FIX espera por efectos de COVID-19 una caída del PIB de por lo menos el 2%, influenciado por una caída del consumo, bajos niveles de inversión y reacomodo de la actividad turística. En el contexto regional la actividad se puede ver negativamente afectada por la recesión Argentina y la volatilidad del real en Brasil (principales socios comerciales).

Crecimiento del Producto y Consumo en Uruguay



Fuente: BCU, Fix Scr.

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 ingresos en pesos uruguayos y deuda dolarizada.**

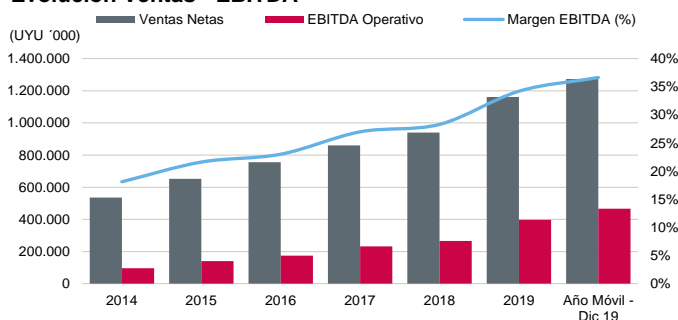
Perfil Financiero

Rentabilidad

La evolución financiera de Frimosa está alineada a la estrategia de crecimiento que llevó a cabo la empresa. A junio 2019, la compañía generó ventas y EBITDA por \$ 1.164, MM y \$ 397,3 MM, que comparan contra \$ 940 MM y \$ 226,1 MM a junio 2018. Durante el 2019 el margen demostró una expansión de 590 puntos básicos ubicándose en torno al 34%, contra el 28% observado en el año fiscal anterior.

En los últimos doce meses a diciembre 2019, Frigorífico Modelo presentó ventas por \$ 1.272,9 MM con un EBITDA de \$ 466,4 MM, con un margen del 37%. 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 34-35%. 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, dichos efectos parcialmente mitigados por la reducción en la actividad durante 2020-2021, afectando principalmente el segmento de jugos y hielos.

Evolución Ventas - EBITDA

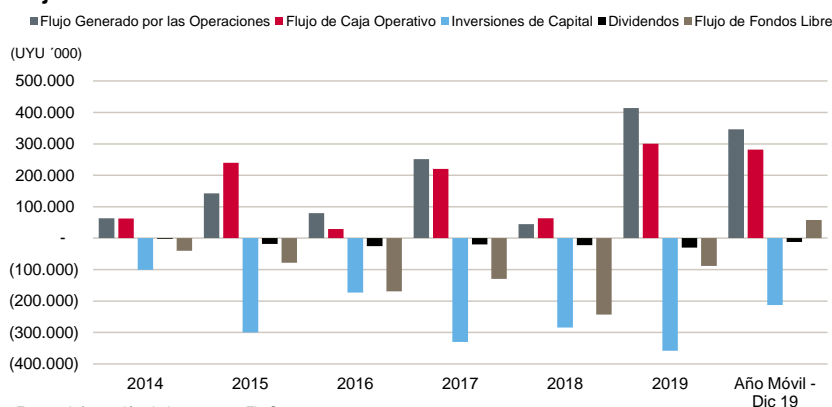


Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Flujo de fondos

Frimosa detenta un fuerte y estable 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. Sin embargo, durante los últimos doce meses a diciembre 2019, la compañía registró un FFL positivo por \$ 57,5 MM, explicado por un FGO de \$ 346,7 MM con niveles menores de inversiones de capital que ascendieron a \$ 212,3 MM y distribuyendo dividendos por \$ 12,1 MM. Hacia adelante FIX espera que el FFL continúe siendo negativo en 2020 dada las oportunidades de inversiones y esperamos que se torne positivo una vez que las inversiones de capital se normalicen.

Flujo de Fondos

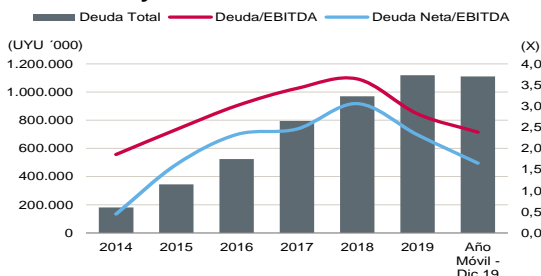


Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Liquidez y estructura de capital

En los últimos cinco años hasta 2019 la compañía había incrementado su endeudamiento neto hasta llegar a un pico de 3.1x en 2018 desde 0.4x en 2014, en un contexto de rápido crecimiento y una maduración más lenta de sus inversiones. A diciembre 2019, Frimosa registró una deuda total por \$ 1.111 MM, del cual el 16% era corriente y siendo 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 del año fiscal 2019. Frimosa utiliza las líneas de crédito para financiar los proyectos de parque logístico 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.

Deuda Total y Endeudamiento



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Capitalización

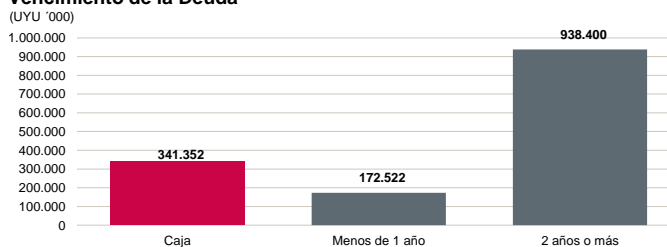
UYU '000

| | | |
|------------------------|-----------|------|
| Deuda de Corto Plazo | 172.522 | 4% |
| Deuda de Largo Plazo | 938.400 | 19% |
| Otros | 0 | 0% |
| Deuda Total Ajustada | 1.110.923 | 23% |
| Total Patrimonio | 3.774.008 | 77% |
| Total Capital Ajustado | 4.884.930 | 100% |

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

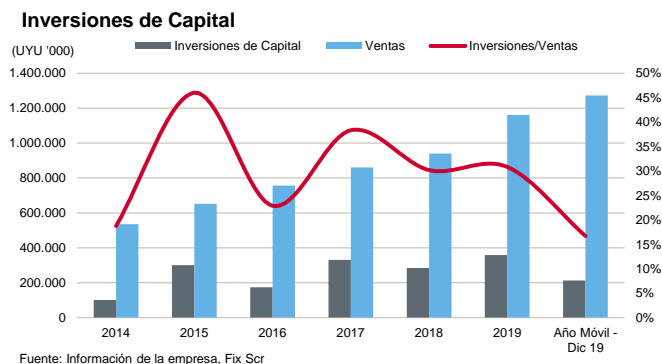
La compañía opera con préstamos de bancos de primera línea y líneas productivas del BROU. A pesar del incremento en el nivel de endeudamiento que ha tenido la empresa en los últimos años, para financiar inversiones, la estructura de capital de la empresa continúa siendo conservadora y esperamos que el patrimonio siga representando cerca del 80% del 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 de Asunción y la construcción de la primera etapa de la planta de almacenamiento de frío con capacidad de 8.500 tons. 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 llegue a niveles cercanos al 70-80%, siendo que actualmente la ocupación ronda el 40%.



A diciembre 2019, la deuda de corto plazo de Frigorífico Modelo era de \$ 172,5 MM, mientras que la posición de caja e inversiones corrientes \$ 341.4 MM. La empresa presenta una sólida posición de liquidez, donde la caja sumada al EBITDA de los últimos doce meses le permite cubrir en 4.7x la totalidad de la deuda financiera de corto plazo.

Liquidez - Frigorífico Modelo S.A.

| UYU '000 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 Móvil - Dic 19 |
|-------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------------------|
| EBITDA Operativo | 140.897 | 173.999 | 232.426 | 266.129 | 397.282 |
| Caja e Inversiones Corrientes | 116.414 | 118.494 | 223.488 | 155.397 | 197.232 |
| Deuda Corto Plazo | 44.972 | 47.639 | 98.050 | 132.368 | 350.344 |
| Deuda Largo Plazo | 299.800 | 475.951 | 696.690 | 836.938 | 768.408 |

Indicadores Crediticios

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

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 2019 se calcularon anualizando los resultados semestrales.

Resumen Financiero - Firgorífico Modelo S.A.

(miles de UYU, año fiscal finalizado en Junio)

Cifras Consolidadas

Normas Contables

Período

| | NIF dic-19 6 meses | NIF 2019 12 meses | NIF 2018 12 meses | NIF 2017 12 meses | NIF 2016 12 meses | NIF 2015 12 meses | NIF 2014 12 meses |
|---|--------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|
| Rentabilidad | | | | | | | |
| EBITDA Operativo | 273.191 | 397.282 | 266.129 | 232.426 | 173.999 | 140.897 | 97.082 |
| EBITDAR Operativo | 273.191 | 397.282 | 266.129 | 232.426 | 173.999 | 140.897 | 97.082 |
| Margen de EBITDA | 38,4 | 34,2 | 28,3 | 27,0 | 23,0 | 21,6 | 18,1 |
| Margen de EBITDAR | 38,4 | 34,2 | 28,3 | 27,0 | 23,0 | 21,6 | 18,1 |
| Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%) | 4,1 | 9,7 | 2,0 | 7,1 | 2,8 | 4,9 | 3,3 |
| Margen del Flujo de Fondos Libre | 4,0 | (7,6) | (25,8) | (15,1) | (22,4) | (12,0) | (7,5) |
| Retorno sobre el Patrimonio Promedio | 7,5 | 5,1 | 3,9 | 3,5 | 2,5 | 3,7 | 3,2 |

Coberturas

| | | | | | | | |
|---|-----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| FGO / Intereses Financieros Brutos | 2,7 | 9,1 | 2,0 | 8,5 | 4,5 | 12,0 | 9,4 |
| EBITDA / Intereses Financieros Brutos | 3,8 | 7,8 | 6,1 | 6,9 | 7,6 | 10,9 | 12,8 |
| EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres) | 3,8 | 7,8 | 6,1 | 6,9 | 7,6 | 10,9 | 12,8 |
| EBITDA / Servicio de Deuda | 1,1 | 1,0 | 1,5 | 1,8 | 2,5 | 2,4 | 2,2 |
| EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda | 1,1 | 1,0 | 1,5 | 1,8 | 2,5 | 2,4 | 2,2 |
| FGO / Cargos Fijos | 2,7 | 9,1 | 2,0 | 8,5 | 4,5 | 12,0 | 9,4 |
| FFL / Servicio de Deuda | 0,6 | (0,1) | (1,1) | (0,7) | (2,1) | (1,1) | (0,7) |
| (FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda | 1,7 | 0,4 | (0,2) | 1,0 | (0,4) | 0,9 | 2,4 |
| FCO / Inversiones de Capital | 1,6 | 0,8 | 0,2 | 0,7 | 0,2 | 0,8 | 0,6 |

Estructura de Capital y Endeudamiento

| | | | | | | | |
|--|------|------|------|------|-----|------|------|
| Deuda Total Ajustada / FGO | 2,8 | 2,4 | 10,9 | 2,8 | 5,1 | 2,2 | 2,5 |
| Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA | 2,0 | 2,8 | 3,6 | 3,4 | 3,0 | 2,4 | 1,9 |
| Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA | 1,4 | 2,3 | 3,1 | 2,5 | 2,3 | 1,6 | 0,4 |
| Deuda Total Ajustada / EBITDA Operativo | 2,0 | 2,8 | 3,6 | 3,4 | 3,0 | 2,4 | 1,9 |
| Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDA Operativo | 1,4 | 2,3 | 3,1 | 2,5 | 2,3 | 1,6 | 0,4 |
| Deuda Garantizada / Deuda Total (%) | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%) | 15,5 | 31,3 | 13,7 | 12,3 | 9,1 | 13,0 | 20,2 |

Balance

| | | | | | | | |
|---|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Total Activos | 5.238.300 | 5.073.412 | 4.663.256 | 4.272.544 | 3.859.781 | 3.379.033 | 2.260.295 |
| Caja e Inversiones Corrientes | 341.352 | 197.232 | 155.397 | 223.488 | 118.494 | 116.414 | 136.779 |
| Deuda Corto Plazo | 172.522 | 350.344 | 132.368 | 98.050 | 47.639 | 44.972 | 36.414 |
| Deuda Largo Plazo | 938.400 | 768.408 | 836.938 | 696.690 | 475.951 | 299.800 | 143.701 |
| Deuda Total | 1.110.923 | 1.118.752 | 969.306 | 794.741 | 523.590 | 344.772 | 180.115 |
| Deuda asimilable al Patrimonio | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio | 1.110.923 | 1.118.752 | 969.306 | 794.741 | 523.590 | 344.772 | 180.115 |
| Deuda Fuera de Balance | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio | 1.110.923 | 1.118.752 | 969.306 | 794.741 | 523.590 | 344.772 | 180.115 |
| Total Patrimonio | 3.774.008 | 3.669.149 | 3.437.928 | 3.236.897 | 3.147.779 | 2.843.382 | 1.939.872 |
| Total Capital Ajustado | 4.884.930 | 4.787.901 | 4.407.234 | 4.031.638 | 3.671.369 | 3.188.154 | 2.119.987 |

Flujo de Caja

| | | | | | | | |
|--|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Flujo Generado por las Operaciones (FGO) | 126.369 | 414.181 | 44.931 | 251.396 | 79.908 | 142.905 | 63.329 |
| Variación del Capital de Trabajo | (12.768) | (114.078) | 18.677 | (31.121) | (50.851) | 96.968 | (731) |
| Flujo de Caja Operativo (FCO) | 113.601 | 300.103 | 63.608 | 220.275 | 29.056 | 239.873 | 62.597 |
| Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Inversiones de Capital | (72.978) | (358.077) | (283.836) | (330.180) | (173.099) | (299.823) | (100.450) |
| Dividendos | (12.137) | (30.042) | (22.428) | (19.906) | (25.013) | (18.285) | (2.170) |
| Flujo de Fondos Libre (FFL) | 28.486 | (88.017) | (242.656) | (129.811) | (169.055) | (78.235) | (40.022) |
| Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto | 133.918 | 0 | 0 | 0 | 0 | 53 | 15.252 |
| Otras Inversiones, Neto | (10.454) | 0 | 0 | (36.140) | 0 | (116.092) | 0 |
| Variación Neta de Deuda | (7.829) | 149.446 | 174.565 | 268.175 | 171.136 | 173.909 | 100.044 |
| Variación Neta del Capital | 0 | (19.594) | 0 | 2.769 | 0 | 0 | 0 |
| Otros (Inversión y Financiación) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Variación de Caja | 144.120 | 41.835 | (68.091) | 104.994 | 2.080 | (20.365) | 75.274 |

Estado de Resultados

| | | | | | | | |
|------------------------------|---------|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Ventas Netas | 712.123 | 1.161.403 | 940.084 | 861.163 | 756.103 | 651.791 | 535.910 |
| Variación de Ventas (%) | (24,2) | 66,3 | 9,2 | 13,9 | 16,0 | 21,6 | 11,0 |
| EBIT Operativo | 225.335 | 308.079 | 188.128 | 167.423 | 118.814 | 95.798 | 62.408 |
| Intereses Financieros Brutos | 72.336 | 51.242 | 43.680 | 33.563 | 22.797 | 12.954 | 7.576 |
| Alquileres | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Resultado Neto | 137.231 | 179.477 | 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 **20 de mayo de 2020**, 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 Fondo 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 31/12/19.
- Auditor externo del último balance anual: Ernst & Young Uruguay.
- 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.



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 calificadoradora-, 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 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 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.