

# Frigorífico Modelo S.A.

## Factores relevantes de la calificación

**Confirmación de calificación:** FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A. (afiliada de Fitch Ratings) – en adelante FIX – confirmó la calificación de Frigorífico Modelo S.A. (Frimosa) en A+(uy). La calificación contempla la consolidación de todos sus segmentos de negocios, especialmente las operaciones de logística de frío en Paraguay, el cual viene mostrando un buen desempeño, revirtiendo la rentabilidad negativa mostrada durante el periodo de estabilización de la inversión. Asimismo, se consideró la estabilidad del flujo de caja operativo consolidado, que conjuntamente con una normalización en los niveles de inversión, tomando en cuenta el inicio de la construcción de una nueva cámara de frío y una distribución de dividendos en línea con la historia reciente, derivaría en un flujo de caja libre positivo para los próximos años.

**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, 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 primera etapa de la planta con una capacidad de 8.500 toneladas ya se encuentra operativa desde el año pasado. FIX espera en el mediano plazo algunas inversiones mínimas para expandir aún más la capacidad del negocio de frío en Paraguay.

**Consolidación de servicios de logística:** Los ingresos del segmento de logística representan aproximadamente el 26% de las ventas y el 48% del EBITDA total durante el año móvil finalizado en diciembre de 2021. 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 Polo Oeste. A la fecha lleva construidos 75.400 m2 tomando en cuenta la reciente adición de 5.400 m2 durante el año fiscal 2021, en tanto, la compañía aún posee espacio para duplicar los metros construidos. Estas inversiones explican en gran medida el Flujo de Fondos Libre (FFL) negativo de los últimos ejercicios. A diciembre 2021 (año móvil), generó un FFL positivo en \$ 40 millones, derivado de una fuerte generación de flujos operativos y la reversión del capital de trabajo, a lo que le permitió mantener niveles de inversiones y distribución de dividendos en línea con los últimos ejercicios.

**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 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.

## Informe Integral

### Calificaciones

Emisor	A+(uy)
Perspectiva	Estable

### Resumen Financiero

Frigorífico Modelo S.A.		
Consolidado (UYU\$ miles)	31/12/21 Año Móvil	30/06/21 12 Meses
Total Activos	6.631.739	6.550.729
Deuda Financiera	1.053.447	1.125.561
Ingresos	1.508.442	1.448.084
EBITDA	531.118	521.656
EBITDA (%)	35.2	36.0
Deuda Total/EBITDA	2.0	2.2
Deuda Neta Total / EBITDA	1.1	1.3
EBITDA/Intereses	35.5	10.0

### Criterios Relacionados

Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas. Registrado ante el Banco Central del Uruguay.

### Analistas



Analista Principal  
 Cándido Pérez  
 Analista  
[candido.perez@fixscr.com](mailto:candido.perez@fixscr.com)  
 +54 11 5235 8119



Analista Secundario  
 Gustavo Ávila  
 Director  
[gustavo.avila@fixscr.com](mailto:gustavo.avila@fixscr.com)  
 +54 11 5235 8142



Responsable del Sector  
 María Cecilia Minguillón  
 Senior Director  
[cecilia.minguillon@fixscr.com](mailto:cecilia.minguillon@fixscr.com)  
 +54 11 5235 8123

## Sensibilidad de la Calificación

FIX espera que la compañía opere con un nivel de deuda a EBITDA en torno a 2.0x en 2022 y reduciéndose paulatinamente en el tiempo, junto con una cobertura de intereses superior a 8.0x. 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 siga consolidando todos sus segmentos de negocios y genere flujo libre positivo de manera estable.

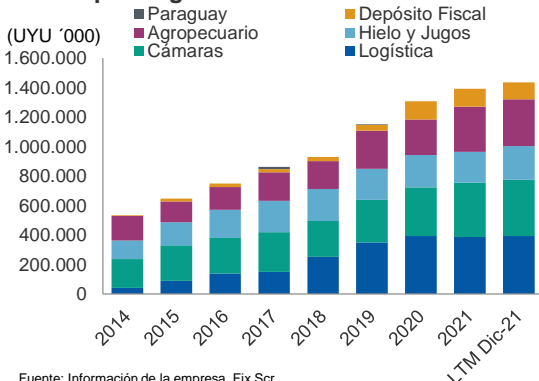
## Liquidez y Estructura de Capital

**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. A diciembre 2021, la deuda financiera era de \$ 1.053 millones, 20.8% corriente, con una caja y equivalentes que ascendía a \$ 453 millones, le permitía cubrir 2.0x la deuda de corto plazo.

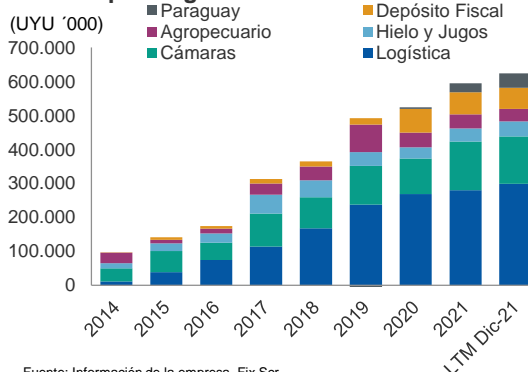
## Perfil del Negocio

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.

## Segmentos de negocios

**Servicios logísticos (48% del EBITDA a diciembre 2021):** Frimosa a través de sus 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 (ocupando 12 has del total). La empresa construyó cinco galpones que actualmente cuentan con una ocupación del 99%, cuyos servicios están contratados por importantes empresas tanto nacionales como multinacionales que operan en el Uruguay principalmente en los segmentos de consumo masivo, indumentaria, productos industriales y refacción del hogar. 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 una multinacional e consumo masivo para ser su centro de distribución. A partir de mayo de 2021, contara con una capacidad de 75.400 m2.

**Concentración de contrapartes:** En la actualidad la compañía posee contratos de locación con 8 clientes. De los cuales los 4 contratos más relevantes concentran el 75,6% del total. Este riesgo se ve parcialmente morigerado por la calidad crediticia de sus contrapartes.

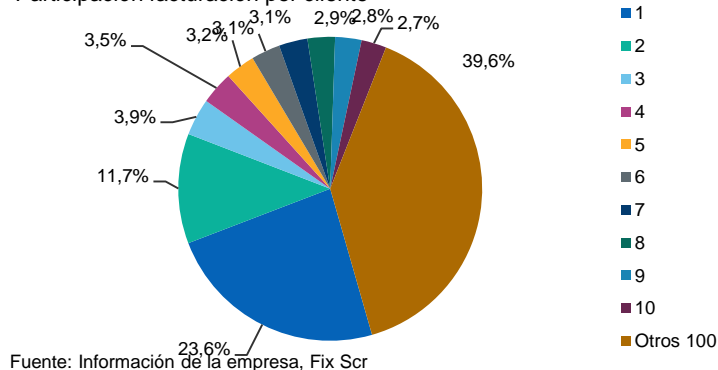
**Contratos de largo plazo:** En todos los contratos el locatario es responsable del pago del alquiler y de las expensas ordinarias, que incluyen servicios de seguridad, mantenimiento, iluminación, caminaria, saneamiento, servicio de incendio, partería y buffer para camiones. Además, cuentan con cláusulas de salida que le aseguran a Frimosa un flujo de fondos certeros 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 m<sup>2</sup> para la verificación de canales rojos, donde se abren los contenedores y son controlados. Doraline S.A. cobra por la entrada, apertura, estacionamiento y salida de contenedores. Siendo este uno de los dos puntos de este tipo en Uruguay.

**Almacenamiento en frío (22% del EBITDA a diciembre 2021):** 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 (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 contenzionamiento. Los principales clientes son empresas exportadoras agroindustriales y de pesca. Durante este año, la compañía realizara una inversión de USD 5 millones destinados a la ampliación de la planta de Camino Bajo Petiza y reducción de su consumo energético, el cual debería rondar en reducción de consumo eléctrico por USD 150.000 anuales.

### Camaras de frío

Participación facturación por cliente



**Depósito fiscal (10% del EBITDA a diciembre 2021):** La empresa tiene una instalación en su planta de Camino Bajo Petiza de 15.000 m<sup>2</sup> 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. Durante 2018, la empresa firmó una prórroga del contrato por 10 años adicionales y la expansión de 10.000 m<sup>2</sup> para ser usados por el mismo cliente, las cuales ya están operativas.

**Actividad agrícola (6% del EBITDA a diciembre 2021):** 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).

**Elaboración y comercialización de jugos y hielo (7% del EBITDA a diciembre 2021):** 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. Frimosa posee a través de Dayrico, el 30% del mercado de jugos embotellados fríos, siendo el líder del mercado en el segmento PET. Sus principales competidores son Ades y Conaprole. Siendo este segmento el más perjudicado por los efectos del COVID-19 sobre la actividad, cayendo un 14,3% interanual a diciembre de 2020, motivado por la ausencia del turismo y la baja de la actividad del sector hotelero y de restaurantes. Se espera para el año fiscal 2022 una mejora de este segmento llegando a niveles de actividad pre pandemia, de la mano de menores restricciones en la movilidad y la reapertura de fronteras.

**Operaciones en Paraguay (7% del EBITDA a diciembre 2021):** 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 y la construcción de una planta con capacidad de 8.500 toneladas 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. Cabe resaltar, que históricamente este segmento presentaba rentabilidad negativa; lo cual explica las subas en el margen de rentabilidad consolidado de la compañía.

### 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%. En el caso de servicios logísticos, 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 ningún accionista reúne por sí 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 el grupo 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.

### Frigorífico Modelo S.A. (UYU 000)

Frigorífico Modelo S.A. Consolidado	
	(UYU\$ '000)
Fecha de Balance Anual	dic-21
Caja e Inversiones Corrientes	\$ 412.012
Deuda Corto Plazo	\$ 257.878
Deuda Largo Plazo	\$ 856.033
EBITDA	\$ 286.135
Deuda Total / EBITDA	3,89
Deuda Total Neta / EBITDA	2,45

100% Frigorífico Modelo S.A. Camaras de Frío / Jugos y Hielo / Servicios Agropecuarios / Depósito Fiscal	
	(UYU\$ '000)
Fecha de Balance Anual:	dic-21
Caja e Inversiones Corrientes	\$ 246.847
Deuda Corto Plazo	\$ 79.710
Deuda Largo Plazo	\$ 224.972
EBITDA	\$ (56.716)
Deuda Total / EBITDA	-5,37
Deuda Total Neta / EBITDA	-1,02

51% Doraline S.A. Servicios Logísticos	
	(UYU\$ '000)
Fecha de Balance Anual:	dic-21
Caja e Inversiones Corrientes	\$ 140.295
Deuda Corto Plazo	\$ 150.574
Deuda Largo Plazo	\$ 414.578
EBITDA	\$ 303.682
Deuda Total / EBITDA	1,86
Deuda Total Neta / EBITDA	1,40

100% Frigorífico Modelo Py S.A. Camaras de Frío	
	(UYU\$ '000)
Fecha Balance Anual:	dic-21
Caja e Inversiones Corrientes	\$ 24.870
Deuda Corto Plazo	\$ 27.594
Deuda Largo Plazo	\$ 216.483

40% Adelina Ganadera S.A. Paraguay Servicios Agro	
--	--

49% Briasol S.A. Terciarización de Servicios Logísticos	
--	--

## 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. Durante 2021, el crecimiento fue generalizado a nivel de los distintos sectores de actividad, con una comparación afectada. La actividad de comercio, restaurantes y hoteles fue la de mayor crecimiento interanual, con un 23% durante el segundo semestre. 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) los cuales también han sido afectados negativamente por la Pandemia.

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 de la compañía

- 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.
- Descalce de moneda entre deuda ingresos en pesos uruguayos y deuda dolarizada.

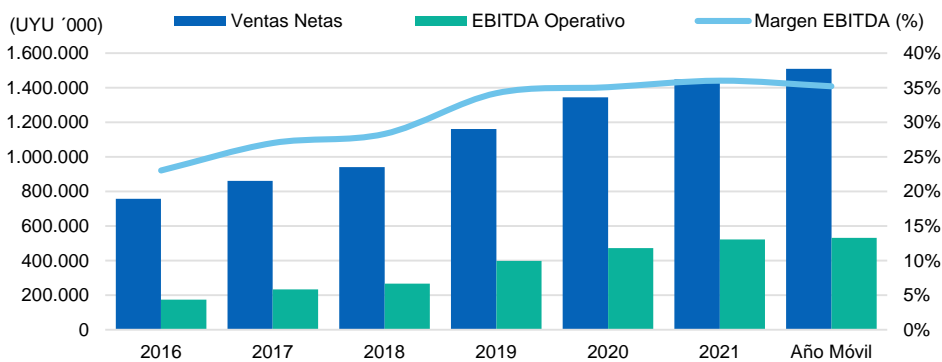
## Perfil financiero

### Rentabilidad

La evolución financiera de Frimosa está alineada a la estrategia de crecimiento que llevó a cabo la empresa. A junio 2021, la compañía generó ventas y EBITDA por \$ 1.448,0 millones y \$ 521,6 millones, que comparan contra \$ 1343,2 millones y \$ 471,1 millones a junio 2020. Durante el 2021 el margen demostró una expansión de 90 puntos básicos ubicándose en torno al 36%, contra el 31,1% observado en el año fiscal anterior.

En los últimos doce meses a diciembre 2021, Frigorífico Modelo presentó ventas por \$ 1508,4 millones con un EBITDA de \$ 531,1 millones, lo que se traduce un margen del 35%. 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 36-38%. 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

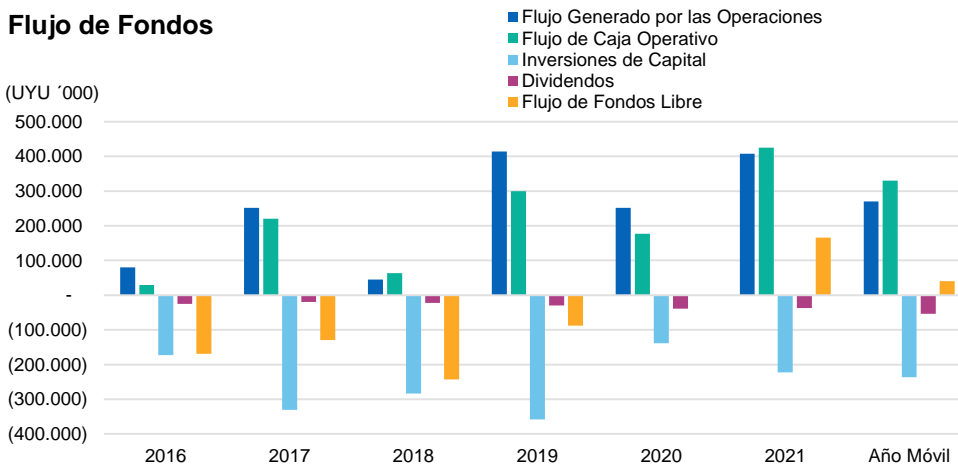


Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

### Flujo de Fondos

Frimosa detenta una 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 2021, la compañía registró un FFL positivo por \$ 40,1 millones, explicado por un FGO de \$ 270,5 millones con niveles menores de inversiones de capital que ascendieron a \$ 236 millones y distribuyendo dividendos por \$ 53,5 millones. Hacia adelante FIX espera que el FFL sea positivo dada que no se espera que se realicen inversiones de gran envergadura en el corto plazo.

## Flujo de Fondos

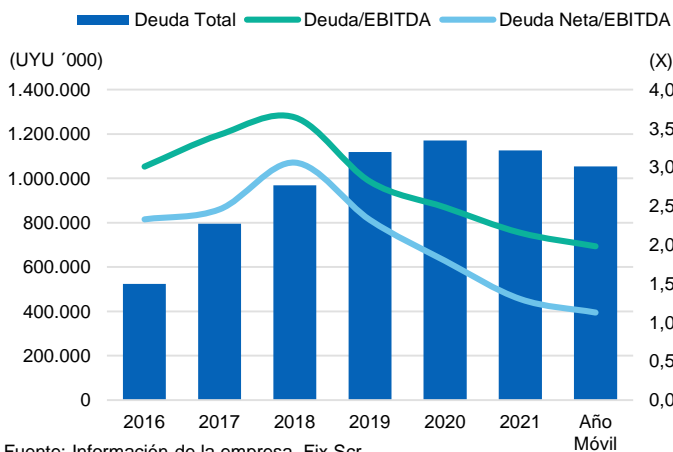


Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

## Estructura de Capital

En los últimos cinco años hasta 2021 la compañía había incrementado su endeudamiento neto hasta llegar a un pico de 3.6x en 2018 desde 0.4x en 2014, en un contexto de rápido crecimiento y una maduración más lenta de sus inversiones. A diciembre 2021, Frimosa registró una deuda total por \$ 1.053 millones, del cual el 20,8% era corriente y siendo 100% denominada en dólares. El ratio de deuda EBITDA se ubicó en 1.9x y la cobertura de intereses fue de 35.5x, mostrando una mejora con respecto al cierre del año fiscal 2021. 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 2.0x y coberturas de interés superiores a 8x.

## Deuda Total y Endeudamiento



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

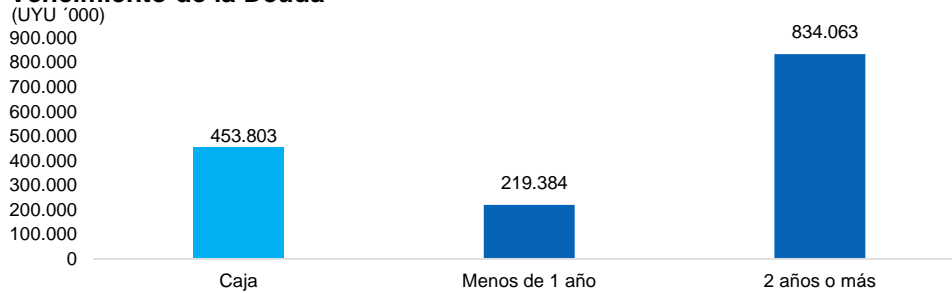
## Capitalización

UYU '000		
Deuda de Corto Plazo	219.384	4%
Deuda de Largo Plazo	834.063	13%
Otros	0	0%
Deuda Total Ajustada	1.053.447	17%
Total Patrimonio	5.140.435	83%
Total Capital Ajustado	6.193.882	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% de total del capital ajustado.

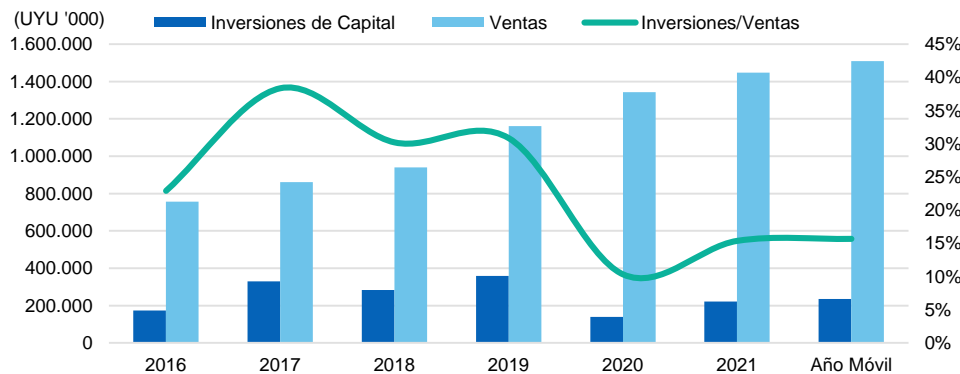
## Vencimiento de la Deuda



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

La empresa realizó una inversión inicial por USD 3.9 millones para replicar el negocio de cámaras de frío en Paraguay, 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 toneladas a diciembre de 2021 la ocupación llegó al 70% versus el 45% a diciembre 2020, con lo cual la compañía logró revertir el EBITDA negativo desde que inició el proyecto. FIX estima que no se realizarán inversiones de gran magnitud en el corto plazo, lo que además se encuentra mitigado por los incrementos en los niveles de rentabilidad esperados durante 2022.

## Inversiones de Capital



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

## Liquidez

A diciembre 2021, la deuda de corto plazo de Frigorífico Modelo era de \$ 219,3 millones, mientras que la posición de caja e inversiones corrientes \$ 453 millones. La empresa presente una sólida posición de liquidez, donde la caja sumada al EBITDA de los últimos doce meses le permite cubrir en 4.5x la totalidad de la deuda financiera de corto plazo.

### Liquidez - Frigorífico Modelo S.A.

UYU '000	2017	2018	2019	2020	2021	Año Móvil
EBITDA Operativo	232.426	266.129	397.282	471.158	521.656	531.118
Caja e Inversiones Corrientes	223.488	155.397	197.232	325.321	446.158	453.803
Deuda Corto Plazo	98.050	132.368	350.344	237.948	229.716	219.384
Deuda Largo Plazo	696.690	836.938	768.408	932.397	895.845	834.063

### Indicadores Crediticios

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

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). En enero de 2022 se amortizó el primer préstamo con BBVA, en marzo de 2023 vence el segundo amortizable con cuotas de USD 85.000 mensuales con el referido banco. La liberación de fondos incrementa la flexibilidad financiera y da el espacio necesario para encarar ampliaciones adicionales en un futuro. El más reciente préstamo bancario se obtuvo por 8 años con el Santander por USD 3,5 millones con un año para los desembolsos y una tasa del 1.95%.

## Anexo I – Resumen Financiero

### Resumen Financiero - Frigorífico Modelo S.A.

(miles de UYU, año fiscal finalizado en junio)

Cifras Consolidadas

Normas Contables	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
Período	Año Móvil	dic-21	2021	2020	2019	2018	2017
	12 meses	6 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
<b>Rentabilidad</b>							
EBITDA Operativo	531.118	295.597	521.656	471.158	397.282	266.129	232.426
EBITDAR Operativo	531.118	295.597	521.656	471.158	397.282	266.129	232.426
Margen de EBITDA	35,2	36,1	36,0	35,1	34,2	28,3	27,0
Margen de EBITDAR	35,2	36,1	36,0	35,1	34,2	28,3	27,0
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	4,6	3,2	7,5	6,4	9,7	2,0	7,1
Margen del Flujo de Fondos Libre	2,7	8,3	11,4	(0,0)	(7,6)	(25,8)	(15,1)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	8,3	10,2	9,3	4,8	5,1	3,9	3,5
<b>Coberturas</b>							
FGO / Intereses Financieros Brutos	19,1	7,1	8,8	4,8	9,1	2,0	8,5
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	35,5	10,7	10,0	7,2	7,8	6,1	6,9
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	35,5	10,7	10,0	7,2	7,8	6,1	6,9
EBITDA / Servicio de Deuda	2,3	1,2	1,9	1,6	1,0	1,5	1,8
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	2,3	1,2	1,9	1,6	1,0	1,5	1,8
FGO / Cargos Fijos	19,1	7,1	8,8	4,8	9,1	2,0	8,5
FFL / Servicio de Deuda	0,2	0,7	0,8	0,2	(0,1)	(1,1)	(0,7)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	2,2	2,3	2,4	1,3	0,4	(0,2)	1,0
FCO / Inversiones de Capital	1,4	2,0	1,9	1,3	0,8	0,2	0,7
<b>Estructura de Capital y Endeudamiento</b>							
Deuda Total Ajustada / FGO	3,7	2,7	2,4	3,7	2,4	10,9	2,8
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	2,0	1,8	2,2	2,5	2,8	3,6	3,4
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,1	1,0	1,3	1,8	2,3	3,1	2,5
Deuda Total Ajustada / EBITDA Operativo	2,0	1,8	2,2	2,5	2,8	3,6	3,4
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDA Operativo	1,1	1,0	1,3	1,8	2,3	3,1	2,5
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	20,8	20,8	20,4	20,3	31,3	13,7	12,3
<b>Balance</b>							
Total Activos	6.631.739	6.631.739	6.550.729	5.287.513	5.073.412	4.663.256	4.272.544
Caja e Inversiones Corrientes	453.803	453.803	446.158	325.321	197.232	155.397	223.488
Deuda Corto Plazo	219.384	219.384	229.716	237.948	350.344	132.368	98.050
Deuda Largo Plazo	834.063	834.063	895.845	932.397	768.408	836.938	696.690
Deuda Total	1.053.447	1.053.447	1.125.561	1.170.345	1.118.752	969.306	794.741
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	1.053.447	1.053.447	1.125.561	1.170.345	1.118.752	969.306	794.741

Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	1.053.447	1.053.447	1.125.561	1.170.345	1.118.752	969.306	794.741
Total Patrimonio	5.140.435	5.140.435	4.992.676	3.812.321	3.669.149	3.437.928	3.236.897
Total Capital Ajustado	6.193.882	6.193.882	6.118.237	4.982.667	4.787.901	4.407.234	4.031.638

#### Flujo de Caja

Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	270.596	170.125	407.355	251.362	414.181	44.931	251.396
Variación del Capital de Trabajo	59.371	21.697	18.087	(73.921)	(114.078)	18.677	(31.121)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	329.967	191.822	425.442	177.442	300.103	63.608	220.275
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(236.253)	(96.275)	(222.462)	(138.699)	(358.077)	(283.836)	(330.180)
Dividendos	(53.552)	(27.788)	(37.358)	(39.004)	(30.042)	(22.428)	(19.906)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	40.162	67.759	165.622	(261)	(88.017)	(242.656)	(129.811)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	139.275	0	0	0
Otras Inversiones, Neto	9.775	12.000	0	0	0	0	(36.140)
Variación Neta de Deuda	(8.146)	(72.114)	(44.784)	51.593	149.446	174.565	268.175
Variación Neta del Capital	0	0	0	(62.519)	(19.594)	0	2.769
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0	0	0
Variación de Caja	41.791	7.645	120.837	128.089	41.835	(68.091)	104.994

#### Estado de Resultados

Ventas Netas	1.508.442	818.500	1.448.084	1.343.243	1.161.403	940.084	861.163
Variación de Ventas (%)	4,2	8,0	7,8	15,7	23,5	9,2	13,9
EBIT Operativo	416.632	238.637	407.924	368.555	308.079	188.128	167.423
Intereses Financieros Brutos	14.947	27.684	52.140	65.751	51.242	43.680	33.563
Alquileres	0	0	0	0	0	0	0
Resultado Neto	427.255	232.193	407.242	176.886	179.477	131.122	114.170

## 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.
- Know-how: conocimiento, experiencia, sobre un negocio o sector.

## **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 **28 de Abril de 2022**, confirmó la calificación de emisor de **Frigorífico Modelo S.A.** en la Categoría **A+ (uy)**.

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.

### Fuente de Información

- Balances generales anuales auditados hasta el 30/06/21 (12 meses).
- Balances intermedios auditados hasta el 31/12/21 (6 meses).
- 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](http://www.bcu.gub.uy).



FIX SCR URUGUAY  
CALIFICADORA DE RIESGO SA



FIX SCR URUGUAY  
CALIFICADORA DE RIESGO SA



FIX SCR URUGUAY  
CALIFICADORA DE RIESGO SA

Las Calificaciones incluidas en este informe fueron solicitadas por el emisor o en su nombre y, por lo tanto FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A. (Afilada de Fitch Ratings) –en adelante la calificadora-, ha recibido honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA 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 SA, 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 SA 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 SA ([www.fixscr.com](http://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 SA se basa en información fáctica que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA considera creíbles. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA 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 SA 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 SA 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 SA 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 SA y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA 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 SA 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 SA evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA 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 SA no está comprometida en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA 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 SA 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 SA. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA 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 SA 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 SA calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. La asignación, publicación o diseminación de una calificación de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA no constituye el consentimiento de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA 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 SA pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.