

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), Perspectiva Estable. La calificación contempla consolidación y mayor crecimiento de sus negocios de logística en seco, como también en el segmento de masivos (elaboración y comercialización de jugos y hielo) que ya a 2023 continuo su crecimiento en términos de volúmenes y una mayor incidencia en otros segmentos como la comercialización de productos de mar. Luego del anuncio de la venta de sus negocios de logística de frío a terceros en Uruguay y Paraguay y depósito fiscal en Uruguay por USD 53 millones, que le permitió invertir tanto en la mudanza como en la repotenciación del negocio de masivos, en la expansión de la logística en seco, como también, en la inversión en nuevos negocios ya sea de forma orgánica como inorgánicamente, que la compañía está evaluando, sin la necesidad de obtener deuda adicional.

Venta de negocios de logística de frío a terceros y depósito fiscal: En octubre de 2022 Frimosa firmó un acuerdo de compra/venta con Emergent Cold Latam (Emergent), que consistió en la venta del 100% del negocio de servicios de frío a terceros en Uruguay y Paraguay (Frigorífico Modelo PY S.A.) y el 100% del negocio de servicio de depósito fiscal en Uruguay por USD 51 millones de contado. Dicho acuerdo fue ratificado por una Asamblea Extraordinaria de Accionistas realizada en octubre 2022. A marzo de 2023 se concretó el traspaso del 100% de las acciones de Frigorífico Modelo PY S.A. y en julio 2023 se pudo completar el traspaso de los activos de servicios de frío a terceros y Depósito Fiscal en Uruguay. FIX espera una reducción de las ventas en torno al 30% desde el año fiscal 2024, con una caída ligeramente menor del EBITDA, lo que incrementaría el margen EBITDA a niveles del 40%, que con una concentración mayor en los segmentos de logística en seco con el 40% de las ventas consolidadas, mientras que masivos y los negocios agropecuarios, empiecen a pesar el 30% de las ventas, respectivamente, hasta tener más información respecto de los nuevos negocios ser incorporados.

Flujos estables luego del proceso de inversión: Frimosa detenta una fuerte y estable Flujo Generado por las Operaciones (FGO) y estimamos que esta tendencia continúe. Desde 2021 la compañía presentó un Flujo de Fondos Libre (FFL) positivo y creciente desde los \$ 166 millones alcanzados en 2021, y los \$ 261 millones obtenidos durante 2022, producto de la estabilidad del FGO y luego de la maduración de las inversiones llevadas a cabo en años previos tanto en Polo Oeste, como en Frimosa Paraguay. Durante los últimos doce meses a diciembre 2023, la compañía registró un FFL positivo por \$ 634 millones, explicado por un FGO de \$ 2.001 millones con niveles menores de inversiones de capital que ascendieron a \$ 336 millones y distribuyendo dividendos por \$ 438 millones. Hacia adelante FIX espera que durante los próximos tres años el FFL sea negativo, debido a un incremento en la intensidad de la inversión de capital, un menor flujo de operaciones, después de la venta de los negocios de frío y depósito fiscal y con una distribución de dividendos en línea con los niveles históricos como porcentaje de los resultados netos distribuibles, aunque mayor que los años anteriores en términos absolutos por el efecto de la venta anteriormente mencionadas.

Consolidación de servicios de logística: Los ingresos del segmento de logística representan aproximadamente el 39% de las ventas y el 74% del EBITDA total durante el año fiscal finalizado en junio 2023. 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 y se encuentran en construcción 10.000 m2 adicionales para mediados de este año, adicionalmente la compañía aún posee espacio para duplicar los metros construidos. Estas inversiones explican en gran medida el Flujo de Fondos Libre (FFL) negativo hasta el ejercicio 2018. A junio 2023, generó un

Informe Integral

Calificaciones

Emisor	A+(uy)
Perspectiva	Estable

Resumen Financiero

Frigorífico Modelo S.A.		
Consolidado (UYU\$ miles)	31/12/23 Año Movil	30/06/23 12 Meses
Total Activos	8.010.531	7.044.942
Deuda Financiera	748.233	722.483
Ingresos	1.336.137	1.035.633
EBITDA	211.205	299.786
EBITDA (%)	15,8	28,9
Deuda Total/EBITDA	3,5	2,4
Deuda Neta Total / EBITDA	-2,0	1,6
EBITDA/Intereses	2,4	2,1

Criterios Relacionados

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

Analistas



Analista Principal
 Lisandro Sabarino
 Director Asociado
lisandrosabarino@fixscr.com
 +54 11 5235 8119



Analista Secundario
 Gustavo Ávila
 Senior Director
gustavo.avila@fixscr.com
 +54 11 5235 8142



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

FFL negativo en \$ 247 millones, derivado de una fuerte generación de flujos operativos y la reversión del capital de trabajo, lo que le permitió mantener niveles de inversiones y distribución de dividendos en línea con los últimos ejercicios. Luego de la venta de los negocios de frío y depósito fiscal, FIX espera que para el año fiscal 2024 este segmento represente el 40% de las ventas y el 60% del EBITDA.

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 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 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 inferior a 2x en 2024 y reduciéndose paulatinamente en el tiempo, junto con una cobertura de intereses superior a 10x. 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 los nuevos negocios luego de la venta de los negocios de frío a terceros y depósito fiscal y que los mismos generen flujo libre positivo de manera estable.

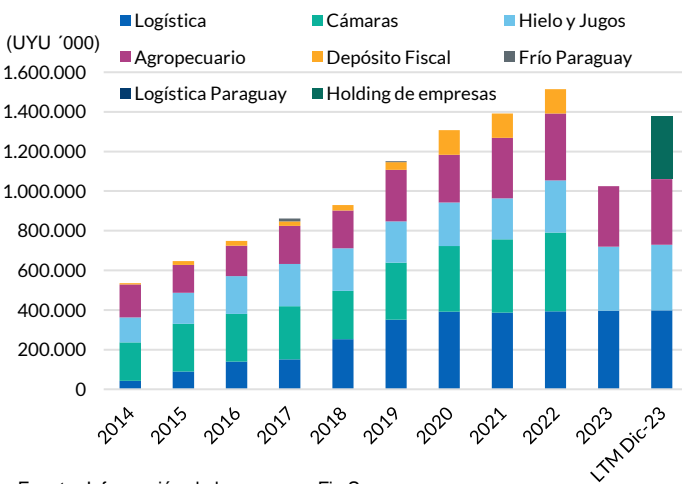
Liquidez y Estructura de Capital

Inversiones de capital fondeadas con capital propio y deuda de largo plazo: Para financiar los proyectos, la compañía históricamente 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 junio 2023, la deuda financiera era de \$ 722,5 millones, 25,6% corriente, con una caja y equivalentes que ascendía a \$ 256,7 millones, le permitía cubrir 1,4x la deuda de corto plazo. Mientras que a diciembre 2023, la deuda financiera totalizó \$ 748 millones manteniéndose estable con respecto a junio 2023, siendo el 36,6% corriente, con una caja y equivalentes que ascendía a \$ 1.167 millones, le permitía cubrir 3,7x la deuda de corto plazo. FIX estima que hacia adelante la compañía siga el proceso de desapalancamiento que viene llevado a cabo durante los 5 años con un ratio de deuda EBITDA en 2024 en torno a 1,8x y coberturas de interés superiores a 10x. Las inversiones se estarían financiando con fondos propios provenientes de las ventas de activos de los segmentos de frío a terceros, depósito fiscal y agropecuarios.

Perfil del Negocio

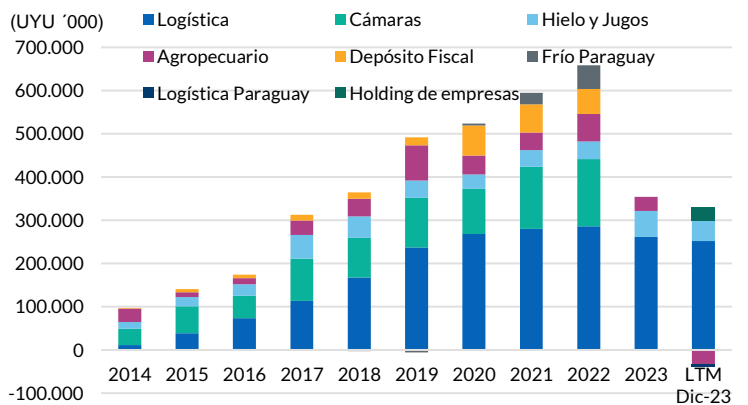
Frigorífico Modelo S.A. (Frimosa) es una empresa agroindustrial y de servicios que posee un portafolio con diversos negocios tanto en el sector agropecuario como en los servicios de logística y almacenamiento. La compañía, de capitales uruguayos, cuenta con una trayectoria de 90 años y es el líder en el mercado de almacenamiento de frío en Uruguay y desde 2018 en Paraguay mediante una subsidiaria. En Octubre de 2022 Frimosa firmó un acuerdo de venta con Emergent Cold Latam (Emergent), que consiste para la venta del 100% del negocio de servicios de frío a terceros en Uruguay y Paraguay (Frigorífico Modelo PY S.A.) y el 100% del negocio de servicio de depósito fiscal en Uruguay por USD 53 millones de contado una vez se perfeccione la venta. Dicho acuerdo fue ratificado por una Asamblea Extraordinaria de Accionistas realizada en octubre 2022. A marzo de 2023 se concretó el traspaso del 100% de las acciones de Frigorífico Modelo PY S.A. y en julio 2023 se completó el traspaso de los activos de servicios de frío a terceros y Depósito Fiscal en Uruguay. De esta manera la compañía dejó de operar en los segmentos de Depósito Fiscal y logística en frío tanto en Uruguay como en Paraguay.

Ventas por Segmento



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

EBITDA por Segmento



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Operaciones

La compañía posee un predio en la ciudad de Montevideo que concentra todas las operaciones administrativas, de producción de jugos y hielo. Además cuenta con un predio en las afueras de la ciudad, conocido como Polo Oeste, donde lleva a cabo los servicios logísticos. De igual forma posee en Paraguay explotación ganadera y servicios logísticos

Segmentos de negocios

Servicios logísticos (87% del EBITDA a diciembre 2023, Año Móvil): Frimosa a través de sus subsidiaria Doraline S.A., cuenta con un predio de 55 hectáreas a las afueras de la ciudad de Montevideo, que hoy tiene construidos 75.400 m² de galpones de última generación (ocupando 12 hectáreas del total). La empresa construyó cinco galpones que actualmente cuentan con una ocupación del 100%, 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. Durante 2023, se inició la construcción de un galpón de 10mil m² como parte de una ampliación proyectada de 30mil m², a la fecha el galpón se encuentra en etapa de finalización financiado con fondos propios.

- **Concentración de contrapartes:** En la actualidad la compañía posee contratos de locación con 8 clientes. De los cuales los 5 contratos más relevantes concentran el 76,1% del total. Este riesgo se ve parcialmente mitigado 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, caminaría, 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 m² 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.

Elaboración y comercialización de jugos y hielo (16% del EBITDA a diciembre 2023, año móvil): Ambos productos se distribuyen a comercios minoristas en mercado abierto (60,4% de las ventas de la unidad de negocios), así como a las grandes superficies (39,6% 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. A pesar que este segmento fue el más perjudicado por los efectos de la Pandemia sobre la actividad, el mismo se recuperó a niveles de pre-pandemia (en litros vendidos apenas un 4,5% por debajo del nivel de 2019) e inclusive en hielo superando eso niveles (en volúmenes vendidos superando en 44,4% el nivel alcanzado en 2019), con un crecimiento de ventas del 23% en 2023 y del 13% en el semestre a diciembre 2023, motivado por la recuperación del turismo y mayor actividad del sector hotelero, de restaurantes y nuevos usos industriales. Se espera para el año fiscal 2024 una mejora de este segmento superando tanto en volúmenes como en ventas de la mano de inversiones a realizar para eficientizar la producción y compra de nuevas maquinarias para producir más cantidades.

Holding en empresas (11% del EBITDA a LTM dic'23): Son las actividades vinculadas Gadiley S.A. de quien Frimosa es propietaria del 100%. Mediante esta compañía, se adquirió en diciembre del 2023 el 80% de participación de Mar Austral S.R.L por USD 8 millones aprox. que se encarga actualmente de la actividad de importación y venta al por mayor y por menor de productos de mar. Mediante Gadiley, Frimosa va a ser adquiriendo empresas y segmentos, la compañía proyecta invertir USD 70 millones en los próximos 5 años

Logística en Paraguay (-2% del EBITDA a LTM dic'23): Por medio de Polo Oeste S.A. la compañía replicó en Paraguay el negocio de parques logísticos. Se arrendo un depósito de 2.500m² con posibilidad de ampliación a 7.500 m² en frente del aeropuerto internacional Autopista Silvio Pettirosi. En enero se iniciaron las actividades, motivo por el cual la actividad no genero ingresos a diciembre 2023. El depósito cuenta con un 60% de ocupación. La inversión fue de alrededor de USD 5,7 millones.

Actividad agrícola (-12% del EBITDA a LTM dic'23): Luego de las ventas de hectáreas en diciembre del 2023, la compañía continúa con 8.500 hás en Tacuarembó y 4.629 hás en Florida totalizando 13.129 hás. Las tierras en Tacuarembó son arrendadas a clientes que las destinan a forestación, agricultura o ganadería. En Florida se centraliza la actividad de cabaña de Aberdeen Angus y ganadería, en esta área se esta llevando adelante un proyecto de inversión por USD 1 millón que lleva un avance del 90%. El mismo se trata de un proyecto de riego para 70 hás y compra de maquinaria agrícola. En cuanto a la actividad agropecuaria en Paraguay, se sigue invirtiendo en convertir la mayor área posible en potreros de explotación intensiva, el 40% (USD 800 mil) fueron aportados por Frimosa.

Posición competitiva

Frigorífico Modelo cuenta con una sólida posición competitiva en el mercado uruguayo. 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, mientras que en Paraguay se encuentra ubicado en frente del principal aeropuerto con acceso al puente "Héroes del Chaco" que su reciente inauguración revaloriza los negocios. 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.

En Octubre de 2022 Frimosa firmó un acuerdo de venta con Emergent Cold Latam (Emergent), que consiste para la venta del 100% del negocio de servicios de frío a terceros en Uruguay y Paraguay (Frigorífico Modelo PY S.A.) y el 100% del negocio de servicio de depósito fiscal en Uruguay por USD 51 millones de contado una vez se perfeccione la venta. Dicho acuerdo fue ratificado por una Asamblea Extraordinaria de Accionistas realizada en octubre 2022. A marzo de 2023 se concretó el traspaso del 100% de las acciones de Frigorífico Modelo PY S.A., en julio 2023 se completó el traspaso de los activos de servicios de frío a terceros y Depósito Fiscal en Uruguay y en diciembre 2023 se vendieron 9.775 háts de terreno en Tacuarembó por USD 29,8 millones.

Riesgo del sector

Si bien Frigorífico Modelo opera en la industria logística tanto en Paraguay como 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 mostró una rápida recuperación luego de la primer caída del PBI en un periodo de 17 años hasta 2019 al ser el 2020 el año más afectado por la emergencia sanitaria por COVID-19 que significó una contracción del 5.9% versus 2019. Durante 2023, el crecimiento fue del 0,4% contra 2022 (donde la economía también creció un 4,9% vs 2021) generalizado a nivel de los distintos sectores de actividad, desde el punto de vista de la oferta solo mostró crecimiento en el agro, pesca y minería (5.0%) mostrando una recuperación luego de la sequía que afectó al sector en 2022 y siendo el sector de mayor crecimiento durante el 2023. Por otro lado, la actividad de comercio, alojamiento y suministro de comidas y bebidas desaceleró con respecto al 2022 pero continuó creciendo por encima del promedio de la economía uruguaya, con un 1,2% durante 2023. 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).

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 del segmento de 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

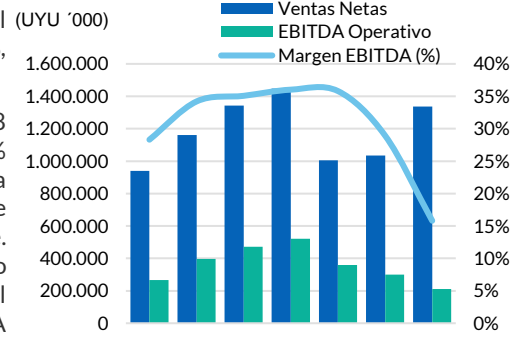
La evolución financiera de Frimosa está alineada a la estrategia de crecimiento que llevó a cabo la empresa. A junio 2022, la compañía generó ventas y EBITDA por \$ 1.616 millones y \$ 575 millones, que comparan contra \$ 1.448 millones y \$ 522 millones a junio 2021. Durante el 2022 el margen demostró una contracción de 46 puntos básicos ubicándose en torno al 35,6%, contra él 36% observado en el año fiscal anterior.

En los últimos doce meses a diciembre 2023, Frigorífico Modelo presentó ventas por \$ 1.058 millones con un EBITDA de \$ 211 millones, lo que se traduce un margen del 15,8% representando una caída con respecto a junio 2023 debido a la transformación que esta llevando adelante la compañía en su perfil operativo donde se vendieron segmentos que generaban margen y que los nuevos segmentos aún no están operativos al cierre del balance. Hacia adelante, FIX espera un aumento de las ventas en torno al entorno al 70% para el año fiscal 2024 producto del fortalecimiento del sector logístico en Uruguay y la activación del sector logístico en Paraguay, este aumento de las ventas recupera la caída del EBITDA ocurrida en el último año.

Flujo de Fondos

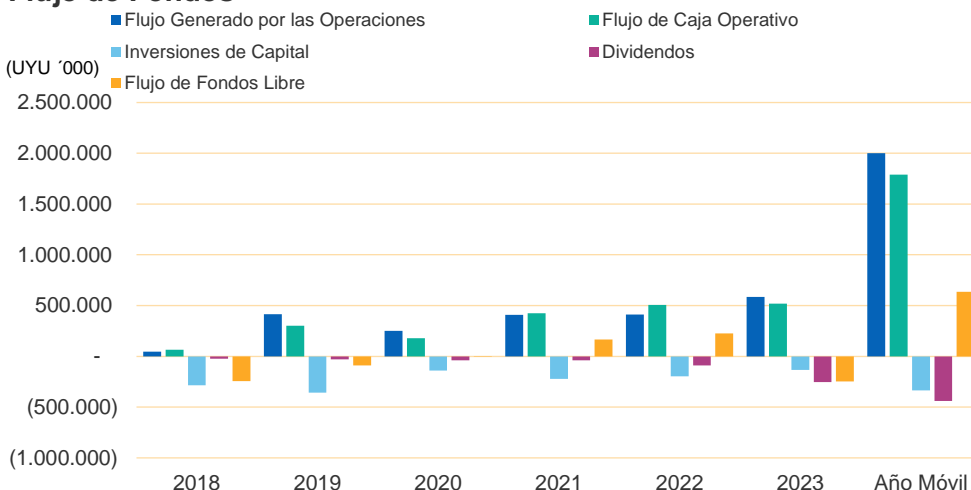
Frimosa detenta una fuerte y estable Flujo Generado por las Operaciones (FGO) y estimamos que esta tendencia continúe desde 2021 la compañía presentó un Flujo de Fondos Libre (FFL) positivo y creciente desde los \$ 166 millones alcanzados en 2021, y los \$ 585 millones obtenidos durante 2022, producto de la estabilidad del FGO y luego de la maduración de las inversiones llevadas a cabo en años previos tanto en Polo Oeste, como en Frimosa Paraguay. En el ejercicio 2023, el FFL fue negativo por \$ 248 millones como producto de las inversiones realizadas por la compañía para cambiar su estructura productiva a la logística en seco. Durante los últimos doce meses a diciembre 2023, la compañía registró un FFL positivo por \$ 634 millones, explicado por un FGO de \$ 2.001 millones con niveles de inversiones de capital que ascendieron a \$ 336 millones y distribuyendo dividendos por \$ 438 millones. Hacia adelante FIX espera que durante los próximos tres años el FFL sea negativo, debido a un incremento en la intensidad de la inversión de capital, un menor flujo de operaciones, después de la venta de los negocios de frío y depósito fiscal y con una distribución de dividendos en línea con los niveles históricos como porcentaje del resultado neto distribuible, aunque mayor que los años anteriores en términos absolutos por el efecto de la venta anteriormente mencionadas.

Evolución Ventas - EBITDA



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr Móvil

Flujo de Fondos



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

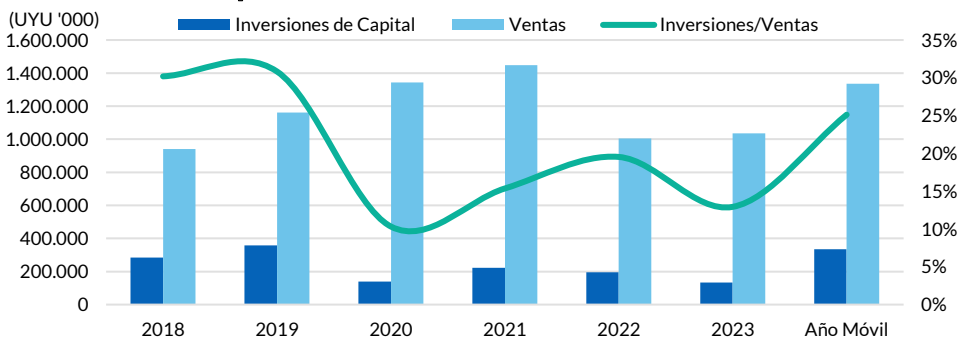
Estructura de Capital

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 2022, Frimosa registró una deuda total por \$ 474 millones, del cual el 36,6% era corriente y siendo 100% denominada en dólares. El ratio de deuda EBITDA se ubicó en 0,7x mostrando una mejora con respecto al 2,4x alcanzado al cierre del año fiscal 2023 y coberturas de intereses de 2,4x, representando un deterioro con respecto a junio 2022. Frimosa utiliza las líneas de crédito para financiar los proyectos de parque logístico, por lo tanto, los plazos de sus préstamos son de mediano y largo plazo. FIX estima que hacia adelante la compañía siga el proceso del desapalancamiento que viene llevado a cabo durante los 5 años con un ratio de deuda EBITDA en 2024 en torno a 1.4x y coberturas de interés superiores a 10x.

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 85% de total del capital ajustado.

Frimosa realizó una inversión total de USD 8,5 millones para empezar a operar en el segmento de parque logísticos en seco tanto en Paraguay como en Uruguay, que incluyó la adquisición de un predio en un centro logístico de Asunción y la construcción de un nuevo galpón en Uruguay de 10.000 m2. La logística en seco en Uruguay ya se encuentra operativa y al año fiscal 2023 ya facturaba USD 9,9 millones y detentaba un EBITDA de USD 6,6 millones con un margen EBITDA del 87%.

Inversiones de Capital



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Liquidez

A diciembre 2023, la deuda de corto plazo de Frigorífico Modelo era de \$ 274 millones, mientras que la posición de caja e inversiones corrientes \$ 1.167 millones. La empresa presenta una sólida posición de liquidez, donde la caja sumada al EBITDA de los últimos doce meses le permite cubrir en 8,1x la totalidad de la deuda financiera de corto plazo.

Liquidez - Frigorífico Modelo S.A.

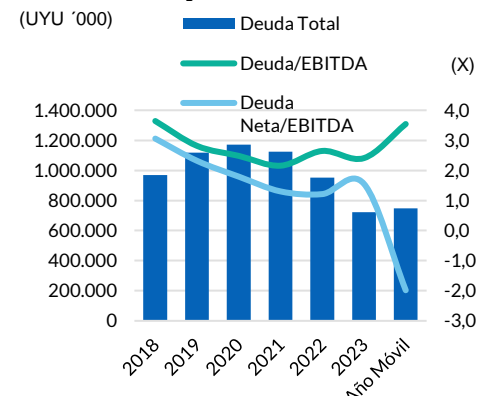
UYU '000	2019	2020	2021	2022	2023	Año Móvil
EBITDA Operativo	397.282	471.158	521.656	359.883	299.786	211.205
Caja e Inversiones Corrientes	197.232	325.321	446.158	516.428	256.726	1.167.006
Deuda Corto Plazo	350.344	237.948	229.716	202.218	185.222	273.959
Deuda Largo Plazo	768.408	932.397	895.845	750.711	537.261	474.274

Indicadores Crediticios

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

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Deuda Total y Endeudamiento



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Capitalización

UYU '000	A diciembre 2023	
Deuda de Corto Plazo	273.959	4%
Deuda de Largo Plazo	474.274	6%
Otros	0	0%
Deuda Total Ajustada	748.233	10%
Total Patrimonio	6.795.830	90%
Total Capital Ajustado	7.544.063	100%

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 y en marzo de 2023 se amortizó el segundo con el referido banco. La liberación de fondos incrementa la flexibilidad financiera y da el espacio necesario para encarar ampliaciones adicionales en un futuro. Luego del anuncio de la venta de sus negocios de logística de frío a terceros en Uruguay y Paraguay y depósito fiscal en Uruguay por USD 53 millones, que le permitirán invertir tanto en la mudanza como en la repotenciación del negocio de masivos, en la expansión de la logística en seco, como también, en la inversión en nuevos negocios ya sea de forma orgánica o inorgánicamente, que la compañía está evaluando, sin la necesidad de obtener deuda adicional.

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
Período	Año Móvil	dic-23	2023	2022	2021	2020
	12 meses	6 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses

Rentabilidad

EBITDA Operativo	211.205	91.031	299.786	574.552	521.656	471.158
EBITDAR Operativo	211.205	91.031	299.786	574.552	521.656	471.158
Margen de EBITDA	15,8	10,0	28,9	35,6	36,0	35,1
Margen de EBITDAR	15,8	10,0	28,9	35,6	36,0	35,1
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	27,7	21,9	10,7	7,5	7,5	6,4
Margen del Flujo de Fondos Libre	47,5	112,6	(23,9)	14,9	11,4	(0,0)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	21,5	29,0	11,0	11,1	9,3	4,8

Coberturas

FGO / Intereses Financieros Brutos	24,1	53,3	5,1	9,9	8,8	4,8
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	2,4	2,9	2,1	11,8	10,0	7,2
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	2,4	2,9	2,1	11,8	10,0	7,2
EBITDA / Servicio de Deuda	0,6	0,3	0,9	2,3	1,9	1,6
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	0,6	0,3	0,9	2,3	1,9	1,6
FGO / Cargos Fijos	24,1	53,3	5,1	9,9	8,8	4,8
FFL / Servicio de Deuda	2,0	6,3	(0,3)	1,2	0,8	0,2
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	5,2	9,8	0,5	3,2	2,4	1,3
FCO / Inversiones de Capital	5,3	5,6	3,9	2,7	1,9	1,3

Estructura de Capital y Endeudamiento

Deuda Total Ajustada / FGO	0,4	0,2	1,0	2,0	2,4	3,7
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	3,5	4,1	2,4	1,7	2,2	2,5
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	(2,0)	(2,3)	1,6	0,8	1,3	1,8
Deuda Total Ajustada / EBITDA Operativo	3,5	4,1	2,4	1,7	2,2	2,5
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDA Operativo	(2,0)	(2,3)	1,6	0,8	1,3	1,8
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	36,6	36,6	25,6	21,2	20,4	20,3

Balance

Total Activos	8.010.531	8.010.531	7.044.942	6.684.738	6.550.729	5.287.513
Caja e Inversiones Corrientes	1.167.006	1.167.006	256.726	516.428	446.158	325.321
Deuda Corto Plazo	273.959	273.959	185.222	202.218	229.716	237.948
Deuda Largo Plazo	474.274	474.274	537.261	750.711	895.845	932.397
Deuda Total	748.233	748.233	722.483	952.930	1.125.561	1.170.345
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	748.233	748.233	722.483	952.930	1.125.561	1.170.345

Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	748.233	748.233	722.483	952.930	1.125.561	1.170.345
Total Patrimonio	6.795.830	6.795.830	6.036.579	5.440.551	4.992.676	3.812.321
Total Capital Ajustado	7.544.063	7.544.063	6.759.062	6.393.481	6.118.237	4.982.667

Flujo de Caja

Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	2.001.350	1.619.487	585.026	433.828	407.355	251.362
Variación del Capital de Trabajo	(213.053)	(100.321)	(67.136)	92.619	18.087	(73.921)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	1.788.298	1.519.166	517.889	526.447	425.442	177.442
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	(379.438)	0	(379.438)	0	0	0
Inversiones de Capital	(335.632)	(272.274)	(133.891)	(196.325)	(222.462)	(138.699)
Dividendos	(438.337)	(222.832)	(252.028)	(90.028)	(37.358)	(39.004)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	634.891	1.024.059	(247.467)	240.093	165.622	(261)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	1.683	0	1.683	0	0	139.275
Otras Inversiones, Neto	495.476	(126.015)	600.226	21.252	0	0
Variación Neta de Deuda	(123.096)	12.235	(234.706)	(172.148)	(44.784)	51.593
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	(62.519)
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	(18.927)	0	0
Variación de Caja	1.008.954	910.280	119.736	70.270	120.837	128.089

Estado de Resultados

Ventas Netas	1.336.137	909.281	1.035.633	1.615.695	1.448.084	1.343.243
Variación de Ventas (%)	N/A	(9,5)	3,0	11,6	7,8	15,7
EBIT Operativo	105.747	41.683	178.414	456.009	407.924	368.555
Intereses Financieros Brutos	86.587	30.948	140.971	48.695	52.140	65.751
Alquileres	0	0	0	0	0	0
Resultado Neto	1.463.994	886.088	614.105	521.159	407.242	176.886

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 **26 de abril de 2024**, 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.

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

Fuente de Información

- Balances intermedios auditados hasta el 31/12/2023 (6 meses).
- Balances generales anuales auditados hasta el 30/06/2023 (12 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.



Lisandro Sabarino
FIX SCR URUGUAY
CALIFICADORA DE RIESGO SA



GUSTAVO AVILA
FIX SCR S.A.
AFILIADA A FITCH RATINGS



MIREN CECILIA HINGULOH
FIX SCR S.A.
AFILIADA A FITCH RATINGS

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)

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.