

Frigorífico Modelo S.A.

Factores relevantes de la calificación

Consolidación de nuevos negocios: Frigorífico Modelo S.A. (Frimosa) se encuentra en proceso de consolidar nuevos segmentos de negocios como el sector logístico y la comercialización de productos de mar. Los ingresos del segmento de logística representaron aproximadamente el 15% de las ventas y el 53% del EBITDA total durante el año fiscal finalizado en junio 2025, mientras que el segmento de productos de mar representó el 62% de las ventas y el 33% del EBITDA. En cuanto al segmento logístico, Frimosa lleva construidos 85.400 m2 y se encuentran en construcción 33 mil m2 adicionales para inaugurar a principios del 2026, adicionalmente la compañía aún posee espacio para duplicar los metros construidos. Durante el ejercicio fiscal 2024, la compañía adquirió la empresa Mar Austral S.A. y durante 2025 adquirió Maosol S.A. Estas inversiones explican en gran medida el Flujo de Fondos Libre (FFL) negativo. Para el próximo ejercicio se espera un nivel de ventas en torno a \$ 3.000 millones, con margen EBITDA en torno al 15% e inversiones incrementales en torno a \$ 336 millones, a ser financiadas principalmente con deuda.

Flujos operativos estables: 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 el ejercicio 2025, la compañía registró un FFL negativo por \$ 1.054 millones, explicado principalmente por las inversiones de capital que ascendieron a \$ 1.155 millones. FIX espera que en 2026 el FFL vuelva a ser negativo, debido a inversiones de capital adicionales en torno a \$ 336 millones y con una distribución de dividendos que se posicione por encima de los valores históricos una vez consolidados los nuevos negocios.

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

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 en expansión con un incremento del margen EBITDA en torno al 20% de las ventas y mantenga una estructura de capital conservadora. Adicionalmente se espera que la compañía mantenga un nivel de deuda/EBITDA de 2,0x y distribución de dividendos acordes a los flujos.

Informe de Actualización

Calificaciones

Emisor	A+(uy)
Perspectiva	Estable

Resumen Financiero

Frigorífico Modelo S.A.		
Consolidado (UYU\$ millones)	30/06/25 12 Meses	30/06/24 12 Meses
Total Activos	8.578	7.924
Deuda Financiera	634	602
Ingresos	2.588	1.689
EBITDA	360	184
EBITDA (%)	13,9	10,9
Deuda Total/EBITDA (x)	1,8	3,3
Deuda Neta Total / EBITDA (x)	0,3	-1,4
EBITDA/Intereses (x)	10,6	5,3

Criterios Relacionados

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

Analistas



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



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

Liquidez y Estructura de Capital

Inversiones de capital fondeadas con deuda de largo plazo: Para financiar los proyectos, la compañía hizo uso de 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 2025, la deuda financiera era de \$ 634 millones, 64,1% corriente, con una caja y equivalentes que ascendía a \$ 530 millones, le permitía cubrir 1,3x la deuda de corto plazo. FIX estima que hacia adelante la compañía mantendrá el nivel de apalancamiento con un ratio de deuda EBITDA en 2026 en torno a 1,7x y coberturas de interés superiores a 10x dado que las nuevas inversiones en el segmento logístico y de productos de mar se realizará en parte con deuda bancaria.

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
Período	2025	2024	2023	2022	2021
	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses

Rentabilidad

EBITDA Operativo	360.246	183.718	299.786	574.552	521.656
EBITDAR Operativo	360.246	183.718	299.786	574.552	521.656
Margen de EBITDA	13,9	10,9	28,9	35,6	36,0
Margen de EBITDAR	13,9	10,9	28,9	35,6	36,0
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	3,7	1,8	19,8	7,5	7,5
Margen del Flujo de Fondos Libre	(40,7)	(5,4)	45,4	14,9	11,4
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	6,5	16,7	11,0	11,1	9,3

Coberturas

FGO / Intereses Financieros Brutos	8,8	3,9	35,3	9,9	8,8
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	10,6	5,3	7,9	11,8	10,0
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	10,6	5,3	7,9	11,8	10,0
EBITDA / Servicio de Deuda	0,8	0,7	1,3	2,3	1,9
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	0,8	0,7	1,3	2,3	1,9
FGO / Cargos Fijos	8,8	3,9	35,3	9,9	8,8
FFL / Servicio de Deuda	(2,3)	(0,2)	2,3	1,2	0,8
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	(1,1)	3,2	3,4	3,2	2,4
FCO / Inversiones de Capital	0,2	(0,1)	9,2	2,7	1,9

Estructura de Capital y Endeudamiento

Deuda Total Ajustada / FGO	2,1	4,4	0,5	2,0	2,4
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,8	3,3	2,4	1,7	2,2
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,3	(1,4)	1,6	0,8	1,3
Deuda Total Ajustada / EBITDA Operativo	1,8	3,3	2,4	1,7	2,2
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDA Operativo	0,3	(1,4)	1,6	0,8	1,3
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	64,1	35,8	25,6	21,2	20,4

Balance

Total Activos	8.578.390	7.924.423	7.044.942	6.684.738	6.550.729
Caja e Inversiones Corrientes	530.308	854.935	256.726	516.428	446.158
Deuda Corto Plazo	406.704	215.576	185.222	202.218	229.716
Deuda Largo Plazo	227.505	386.441	537.261	750.711	895.845
Deuda Total	634.209	602.017	722.483	952.930	1.125.561
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	634.209	602.017	722.483	952.930	1.125.561

Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	634.209	602.017	722.483	952.930	1.125.561
Total Patrimonio	7.390.873	6.965.245	6.036.579	5.440.551	4.992.676
Total Capital Ajustado	8.025.083	7.567.262	6.759.062	6.393.481	6.118.237

Flujo de Caja					
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	265.778	101.404	1.302.212	433.828	407.355
Variación del Capital de Trabajo	(64.268)	(165.282)	(67.136)	92.619	18.087
Flujo de Caja Operativo (FCO)	201.511	(63.879)	1.235.076	526.447	425.442
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	16.463	779.698	(379.438)	0	0
Inversiones de Capital	(1.155.249)	(584.616)	(133.891)	(196.325)	(222.462)
Dividendos	(116.923)	(222.832)	(252.028)	(90.028)	(37.358)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(1.054.198)	(91.629)	469.719	240.093	165.622
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	12.731	846.921	1.683	0	0
Otras Inversiones, Neto	668.184	(821.526)	(116.961)	21.252	0
Variación Neta de Deuda	31.192	(115.255)	(234.706)	(172.148)	(44.784)
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	(18.927)	0
Variación de Caja	(342.090)	(181.489)	119.736	70.270	120.837

Estado de Resultados					
Ventas Netas	2.587.683	1.689.080	1.035.633	1.615.695	1.448.084
Variación de Ventas (%)	53,2	63,1	(35,9)	11,6	7,8
EBIT Operativo	255.491	79.467	178.414	456.009	407.924
Intereses Financieros Brutos	34.120	34.715	37.927	48.695	52.140
Alquileres	0	0	0	0	0
Resultado Neto	437.918	1.032.929	614.105	521.159	407.242

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 **24 de octubre de 2025**, confirmó la calificación de Emisor de Largo Plazo de **Frigorífico Modelo S.A.** en 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 Fondeo y Flexibilidad Financiera de la Compañía. El análisis de los Factores Cualitativos contempló el Riesgo del Sector, la Posición Competitiva, y la Administración y calidad de los Accionistas.

El presente informe resumido es complementario al informe integral de fecha **28 de abril de 2025**, disponible en www.fixscr.com y contempla los principales cambios acontecidos en el período bajo análisis. Las siguientes secciones no se incluyen en este informe por no haber sufrido cambios significativos desde el último informe integral: Perfil del Negocio, Factores de Riesgo. Respecto de la sección correspondiente a Perfil Financiero, se resumen los hechos relevantes del periodo bajo el título de Liquidez y Estructura de Capital.

Fuente de Información

- Balances generales anuales auditados hasta el 30/06/2025 (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

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 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 LÍDER SE BASA EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FIX SCR 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 fáctica 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.