

**INFORME DE CALIFICACIÓN**

24 de abril de 2026

**CALIFICACIÓN PÚBLICA**

**Informe inicial completo**

**CALIFICACIONES ACTUALES (\*)**

	Calificación Perspectiva	
	A+.uy	Estable
Calificación de Emisor en moneda local (ML)	A+.uy	Estable
Calificación de acciones	2.uv	-

(\*) Calificaciones de Riesgo asignadas por Moody's Local AR Agente de Calificación de Riesgo S.A.  
Para mayor detalle sobre las calificaciones asignadas ver la sección de información complementaria, al final de este reporte.

**CONTACTOS**

Nazarena Ciucci +54.11.5129.2673  
Senior Credit Analyst ML  
[nazarena.ciucci@moodys.com](mailto:nazarena.ciucci@moodys.com)

**SERVICIO AL CLIENTE**

Argentina / Uruguay  
+54.11.5129.2600



# Frigorífico Modelo S.A

**RESUMEN**

Moody's Local Uruguay asigna a Frigorífico Modelo S.A. ("Frimosa") una calificación de emisor a largo plazo en moneda local de **A+.uy** con perspectiva estable. Al mismo tiempo, asigna una calificación de acciones de **2.uv**.

**Amplia diversificación de negocios y buena posición competitiva:** Frimosa opera en cuatro segmentos de negocios complementarios y, pese a su escala operativa moderada, presenta un sólido historial de crecimiento y más de 95 años de trayectoria en Uruguay. En logística, cuenta con una ubicación estratégica, contratos de largo plazo con clientes de primera línea y altas barreras de entrada, mientras que en consumo masivo y agropecuario se destaca por la calidad de sus marcas (Dairyco, ZUG), la diversidad de productos congelados (Mar Austral y Maosol) y el reconocimiento de su rodeo Angus en el segmento ganadero.

**Expectativa de crecimiento para 2026-30, con mayor foco en servicios logísticos:** Esperamos que Frimosa incremente el EBITDA paulatinamente a niveles de USD 12-20 millones anuales y márgenes entre 15%-20% para 2026-2030 producto de la estrategia de crecimiento de la compañía enfocada en continuar expandiéndose en el segmento de logística y en la búsqueda de mayores eficiencias y crecimiento en los segmentos de consumo y ganadero. Durante 2025 la compañía finalizó la construcción de 33.000 m<sup>2</sup> en Polo Oeste para CONAPROLE y la ampliación de la planta de jugos que incrementó considerablemente la capacidad de producción, con expectativas de alcanzar hasta 8 millones de litros en los próximos 5 años.

**Estable generación de flujos operativos, pero con FCF negativo para los próximos 12-18 meses:** La amplia diversificación de operaciones junto con aproximadamente entre el 40%-50% del EBITDA proviniendo de contratos de largo plazo del segmento de logística generan una estable generación de flujo de fondos. El resto del EBITDA se compone aproximadamente en un 40% por masivos Congelados y 5-10% por jugos y hielos, con una menor proporción correspondiente al segmento agropecuario. Estimamos que en 2026-27 el FCF se mantendrá en niveles negativos producto del importante plan de crecimiento de la compañía y salida de flujo por distribución de dividendos. En los últimos 12 meses a diciembre de 2025 la compañía generó flujos operativos por USD 4 millones, mientras que destino USD 27 millones a CAPEX y USD 2,8 millones a dividendos, resultando en un FCF de USD 26 millones.

**Adecuado nivel de apalancamiento y sólido perfil de liquidez:** Frimosa mantiene un adecuado nivel de endeudamiento financiero y holgadas coberturas de intereses por encima de 5,0x EBITDA. En nuestro caso base estimamos que la métrica de endeudamiento bruto de la compañía no supere 2,5x EBITDA para 2026-2030, con niveles de apalancamiento neto bajos

producto de la holgada posición de liquidez. La compañía mantiene una posición de caja muy elevada derivada de la venta de negocios en ejercicios anteriores, lo que le permite mantener niveles de endeudamiento adecuado para hacer frente a las necesidades de inversión. En los próximos años esperamos que el nivel de caja disminuya por potenciales adquisiciones de nuevos segmentos de negocios, aunque esperamos que se mantenga en niveles adecuados para afrontar los vencimientos de deuda de corto plazo de la compañía.

**Fortalezas crediticias**

- Amplia diversificación de negocios
- Buena posición competitiva
- Bajos niveles de apalancamiento neto y elevadas coberturas de intereses
- Sólido perfil de liquidez, adecuada flexibilidad financiera con demostrado acceso a financiamiento

**Debilidades crediticias**

- Moderada escala operativa
- Concentración geográfica en el mercado doméstico uruguayo
- Exposición a volatilidad en el segmento agropecuario y al ciclo económico local en masivos/logística

**Factores que pueden generar una mejora de la calificación**

Una suba en las calificaciones podría generarse por un crecimiento sostenido de la escala operativa y del EBITDA por encima de nuestras expectativas, acompañado de nivel de endeudamiento sostenidamente por debajo de 2,0x y sólidas métricas de liquidez.

**Factores que pueden generar un deterioro de la calificación**

Una baja en las calificaciones podría generarse por (i) un incremento sostenido en el nivel de endeudamiento neto por encima de 3,0x; (ii) un deterioro sostenido en el EBITDA y márgenes de rentabilidad con métricas de liquidez ajustadas o (iii) eventos externos que afecten las operaciones y generación de flujo de fondos de la compañía.

**Principales aspectos crediticios**

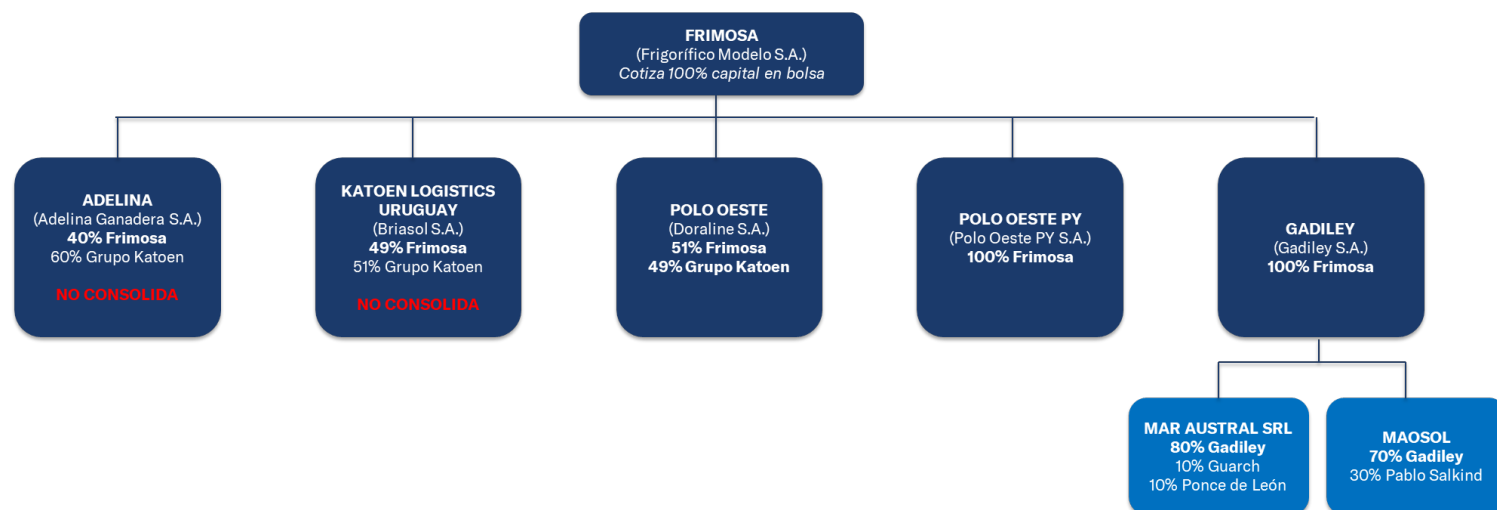
**Descripción de la compañía**

Frigorífico Modelo S.A. (“Frimosa”) es una empresa de Uruguay fundada en 1929 que opera en los rubros agroindustrial, comercial, de logística y servicios. Sus actividades principales consisten en la producción y comercialización de hielo y jugos de fruta reconstituidos, la comercialización de productos congelados, la operación de servicios logísticos y la explotación agropecuaria (cría y venta de ganado, forestación y agricultura). Frimosa cotiza sus acciones en la Bolsa de Valores de Montevideo (BVM) desde 1939 y es supervisada por el Banco Central del Uruguay (BCU) como emisor de valores de oferta pública. El auditor es Ernst & Young Uy S.A.S. Las subsidiarias bajo control mayoritario son: Gadiley S.A. (100%), Polo Oeste Py S.A. (100%), Doraline S.A. (51%), Mar Austral S.R.L. (80% Gadiley) y Maosol S.A. (70% Gadiley).

**Composición accionaria**

El capital accionario de Frimosa está representado en un 100% por acciones escriturales, atomizado entre múltiples accionistas. La compañía cotiza en la BVM desde 1939. A junio de 2025, existe un solo accionista titular de más del 10% del capital integrado con el 19,44%.

**Estructura Societaria**



Fuente: Moody’s Local Uruguay según información provista por la compañía

**Estabilidad del sector**

Frimosa posee actividades en los sectores de servicios logísticos, consumo masivo y agropecuario. La compañía opera principalmente en Uruguay (calificado por Moody’s Ratings en Baa1/Estable) en un entorno macroeconómico y regulatorio estable y con sólidas instituciones. La evolución del nivel general de actividad económica en el país tiene impacto en las perspectivas de crecimiento de los diversos negocios de la compañía. Moody’s Ratings estima que el PBI real de Uruguay crecerá en torno a un 2,2% en 2026 y 2,4% para 2027. En menor medida, Frimosa opera en Paraguay (calificado por Moody’s Ratings en Baa3/Estable) en los segmentos de logística y agropecuario, con perspectivas de expansión también atados al crecimiento del país. Moody’s Ratings estima que el PBI real de Paraguay crecerá en torno a un 4,0% en 2026 y 3,5% para 2027.

El segmento de servicios logísticos en Uruguay ha presentado perspectivas de demanda positivas en los últimos años, impulsado por el crecimiento del comercio exterior y la adopción de estándares logísticos modernos. Los centros logísticos compiten según ubicación, calidad de instalaciones e inversión tecnológica, perfil crediticio de las contrapartes y trayectoria operativa, factores que constituyen barreras de entrada a nuevos competidores. Asimismo, Frimosa brinda servicios similares en Paraguay. La demanda incremental en los próximos años definirá el ritmo de crecimiento de los negocios de la compañía en Paraguay.

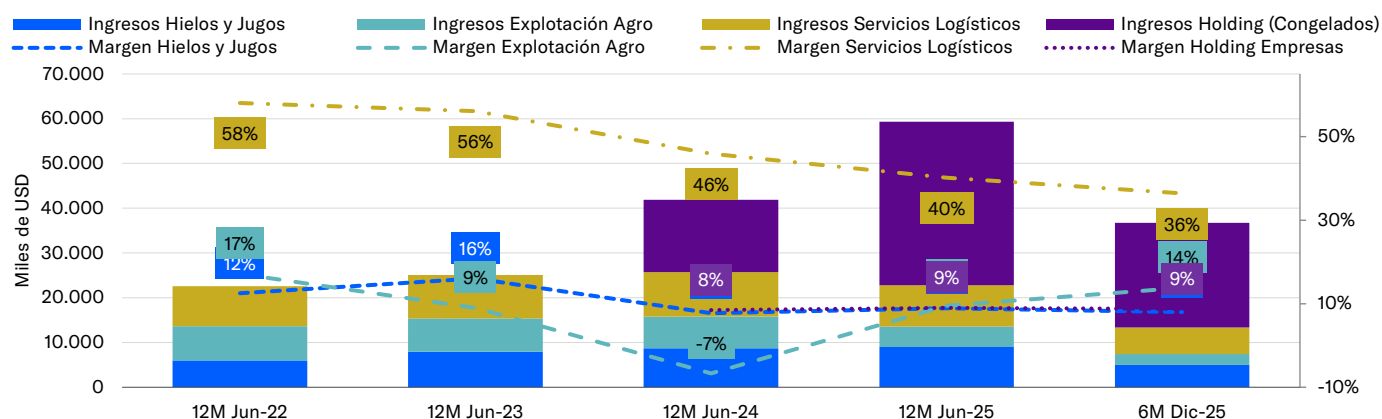
El segmento de masivos (jugos, hielo y congelados) presenta riesgo de demanda y competencia moderada al concentrarse en el mercado doméstico uruguayo. La demanda de productos en este sector se encuentra expuesta a la evolución del salario real, el nivel de aumento en los precios y a los cambios en los hábitos de consumo. Según el Instituto Nacional de Estadísticas (INE), en los últimos doce meses a febrero de 2026 el IPC en Uruguay incrementó en un 2,94% mientras que el Índice Medio de Salarios (IMS) subió un 5,22%.

El segmento agropecuario presenta una alta exposición a las condiciones climáticas particulares de cada región, como sequías o inundaciones que puedan afectar los rindes y la disponibilidad de alimento, el peso de faena y la tasa de preñez, y biológicos, como plagas, enfermedades y mortandad. Asimismo, el sector enfrenta una alta exposición a la volatilidad de los precios de *commodities* internacionales de los granos, las regulaciones por parte de los entes gubernamentales, así como las variaciones del tipo de cambio que podrían impactar en la competitividad y rentabilidad. En el mercado ganadero, los precios se definen por oferta y demanda en línea a los precios de exportación. El precio del maíz, los suplementos proteicos y los servicios veterinarios también impactan en el margen bruto y en la generación de flujo de fondos de las compañías del sector.

**Escala**

Frimosa presenta una escala operativa moderada en el mercado uruguayo, con demostrado historial de crecimiento en los últimos años y una trayectoria de más de 95 años en el país. En 2023 la compañía se desprendió del negocio de logística de frío y depósito fiscal y decidió ingresar en el segmento de masivos congelados a través de las adquisiciones de Mar Austral en 2023 y Maosol en 2025. En los últimos 12 meses a diciembre de 2025, las ventas y el EBITDA de la compañía se ubicaron en UYU 3.127 millones (USD 76 millones) y UYU 408 millones (USD 10 millones), respectivamente, con un margen de rentabilidad consolidado de 12,7%.

**FIGURA 1** Evolución por segmento



\*No incluye operaciones discontinuadas; Fuente: Moody's Local Uruguay según estados financieros de la compañía.

**Perfil de negocios**

**Diversificación de negocios**

Frimosa presenta una elevada diversificación de negocios fundamentada en cuatro segmentos principales que se complementan entre sí. Los segmentos incluyen servicios logísticos, producción y comercialización de jugos y hielo, comercialización de productos congelados (dentro del segmento holding de empresas, subsidiaria Gadiley S.A.) y explotación agropecuaria.

**Servicios Logísticos**

La compañía brinda servicios logísticos a través de las subsidiarias Doraline S.A. en Uruguay y Polo Oeste PY S.A. en Paraguay. El Centro Logístico Polo Oeste en Uruguay opera desde 2012, tiene servicios logísticos y arrendamiento de depósitos y terrenos. Está ubicado a 11 km del Puerto de Montevideo y cuenta actualmente con 118.400 m<sup>2</sup> construidos de galpones logísticos modernos. La asociada Briasol S.A. (49% de tenencia accionaria, no consolida en Frimosa) presta servicios logísticos y opera los predios. En Paraguay, Frimosa opera en Asunción en el formato de arrendamiento de espacio y servicio de operación a clientes donde actualmente posee seis naves por un total de 7.250 m<sup>2</sup>.

**Masivos Congelados - Holding de empresas**

A través de la subsidiaria Gadiley S.A., Frimosa participa en el segmento de masivos congelados principalmente en el canal mayorista. La compañía adquirió Mar Austral S.R.L. en diciembre de 2023, una empresa con más de 20 años de trayectoria en Uruguay dedicada a la importación y comercialización de pescados y mariscos. Asimismo, en enero de 2025 Frimosa incorporó Maosol S.A., empresa con más de 30 años de experiencia en importación y distribución de alimentos congelados, entre ellos, papas y vegetales congelados, postres, helados de marcas premium, etc.

Los productos congelados se comercializan a través de cinco canales principales: Grandes superficies, Distribuidores, Hoteles, Restaurante y Catering (HORECA), minorista (*retail*) y consumo final, mostrando una buena diversificación. Por su parte, los proveedores presentan una concentración moderada a alta, aunque bien diversificados geográficamente en más de 15 países. Mar Austral posee 45 proveedores que a la fecha ninguno supera el 25% de las ventas mientras que Maosol posee solo un proveedor que supera el 20%.

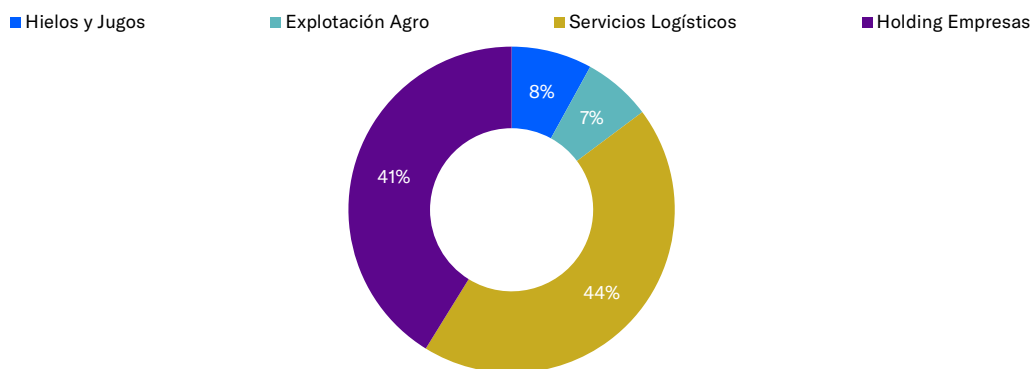
**Masivos - Jugos y Hielo**

Este segmento de negocios comprende (i) la producción y comercialización de jugos de frutas bajo la marca Dairyco y té helado Taste Tea Zero y de (ii) hielo industrial y comercial bajo la marca Hielo Modelo. La línea de jugos tiene más de 35 años en el mercado y buen acceso a materia prima tanto a nivel local como internacional. La compañía comercializa su producción en el mercado interno a través marcas reconocidas por sus altos estándares de calidad. Más del 90% de las ventas se originan en el segmento mayorista (distribuidores y grandes superficies). A cierre de ejercicio junio 2025, Frimosa comercializó 4.629.440 litros de jugos y, producto de la recién ampliación de la planta, la capacidad de producción total ascendió a 8.000.000 litros.

**Explotación Agropecuaria**

El segmento agropecuario incluye principalmente la cría y venta de ganado y arrendamiento rural de predios con destino a explotación agrícola, ganadera y forestal. Frimosa cuenta con 13.151 hectáreas, 8.523 ubicadas en Tacuarembó arrendadas por terceros y 4.623 hectáreas en Florida, de las cuales aproximadamente 3.000 hectáreas están dedicadas a producción ganadera y el resto arrendadas por terceros para forestación. Frimosa es reconocida en el mercado uruguayo como criadero de la raza Aberdeen Angus con genética de punta. En el próximo quinquenio la compañía proyecta expandir su segmento ganadero aprovechando las sinergias operativas con el segmento agrícola a través de la producción de forrajes propios. En Paraguay, Frimosa tiene explotación agropecuaria en el Chaco Paraguayo a través de su asociada Adelina Ganadera (40% de tenencia accionaria, no consolidada en Frimosa).

**FIGURA 2** Participación Resultado del segmento - 6M diciembre 2025



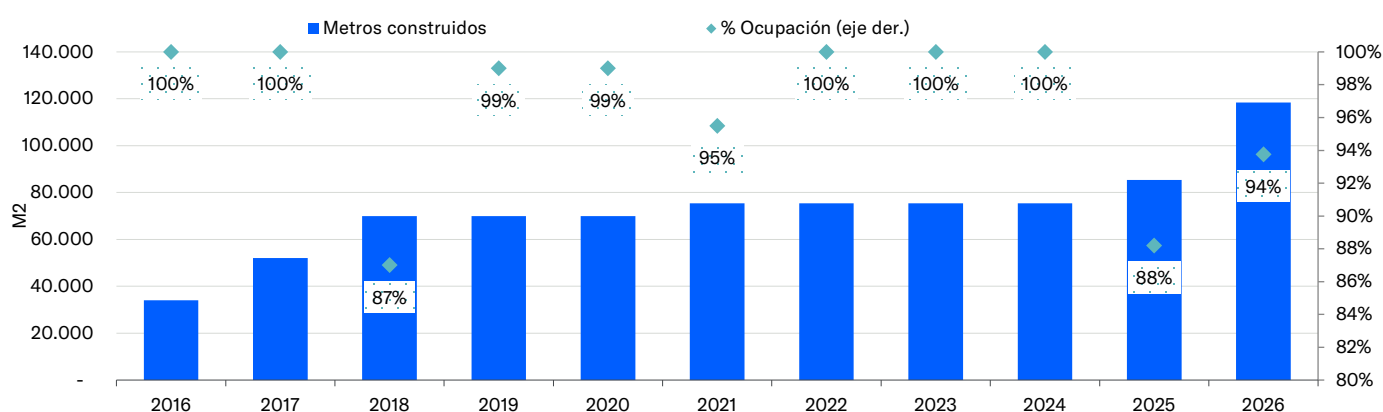
Fuente: Moody's Local Uruguay según estados financieros de la compañía.

**Posición competitiva**

**Servicios Logísticos**

Frimosa ha demostrado amplia experiencia y una fuerte estrategia de crecimiento en el sector de logística, el cual posee barreras de entrada por los elevados niveles de inversión necesarios para operar. Polo Oeste en Uruguay tiene una ubicación estratégica cerca del puerto y de los principales corredores viales. El centro logístico mantiene elevadas tasas de ocupación, que actualmente ronda el 94%. La concentración de clientes en este segmento es alta dado que más del 75% de los m<sup>2</sup> construidos pertenecen a los 6 clientes más grandes. Esto se encuentra mitigado por contratos a largo plazo denominados en dólares estadounidenses y en UI (ajustados por inflación) con contrapartes de elevada calidad crediticia tales como Pepsico, Conaprole, Sodimac, Unilever, H&M y Mondelez. Frimosa ha desarrollado más de 84.000 m<sup>2</sup> en los últimos 10 años, manteniendo la calidad constructiva en línea con los estándares internacionales, lo que le permite acceder a clientes de primera línea.

**FIGURA 3** Evolución m<sup>2</sup> y tasa ocupación



Fuente: Moody's Local Uruguay según información provista por la compañía.

**Masivos – Jugos y Hielo y Congelados**

El segmento de consumo masivo presenta una elevada competencia con presencia de diversas marcas locales e internacionales. En relación a los jugos 100% naturales, Frimosa muestra una buena posición competitiva en un segmento con pocos participantes, y acumula junto con Citric aproximadamente el 70% de la participación. Al considerarse los néctares, Frimosa representa aproximadamente el 20% del mercado con competidores como Conaprole, Watts y Big C. Asimismo, Frimosa se posiciona como uno de los principales comercializadores de hielo en Uruguay, con una producción en torno a 30 toneladas por día.

Por su parte, la incorporación de Mar Austral y Maosol le permitió a Frimosa incrementar la escala operativa mediante la adquisición de negocios maduros y con buena presencia en el mercado uruguayo, generando también sinergias en logística con las demás empresas del grupo económico. El segmento de masivos congelados en Uruguay está concentrado en pocos jugadores, donde Frimosa presenta una buena posición competitiva en el mercado de salmón y mariscos y continúa diversificando los productos congelados comercializados por Maosol.

**Explotación Agropecuaria**

Frimosa cuenta con una adecuada posición competitiva en el segmento ganadero. La compañía se destaca en las principales exposiciones ganaderas de Uruguay, posicionándose como uno de los criadores de referencia. Entre sus principales competidores se encuentran San Gregorio, Los Tapiasles, La Palma. La carne Angus proveniente de Uruguay se exporta certificada a más de 30 países y el país se posiciona entre los principales exportadores de carne del mundo.

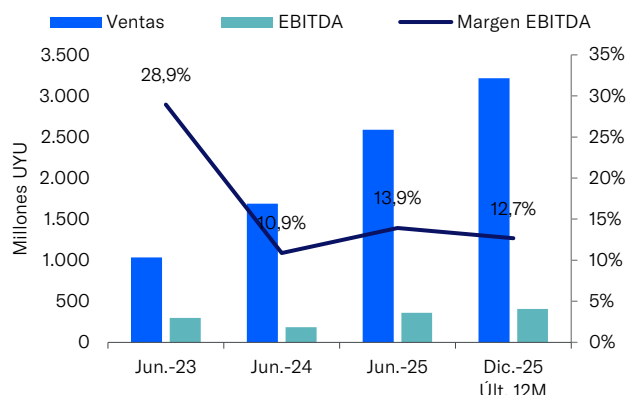
**Rentabilidad y eficiencia**

En el próximo quinquenio la estrategia de crecimiento enfocada en el segmento de logística, acompañado de mayores eficiencias y expansión en los segmentos de consumo y ganadero, le permitirá a la compañía incrementar el EBITDA paulatinamente a niveles de USD 12-20 millones anuales y márgenes entre 15%-20%.

La generación de flujo de fondos operativo (CFO) de Frimosa es estable y las necesidades de capital de trabajo varían entre los distintos segmentos. En 2025, las elevadas necesidades de CAPEX por la construcción de 33.000 m<sup>2</sup> en Polo Oeste y la ampliación de la planta de jugos derivó en un flujo de caja libre (FCF) negativo. A pesar de que esperamos que el CFO se incremente paulatinamente a valores de USD 8-15 millones anuales, estimamos que en 2026-27 el FCF se mantenga en niveles negativos producto del importante plan de crecimiento de la compañía y salida de flujo por distribución de dividendos.

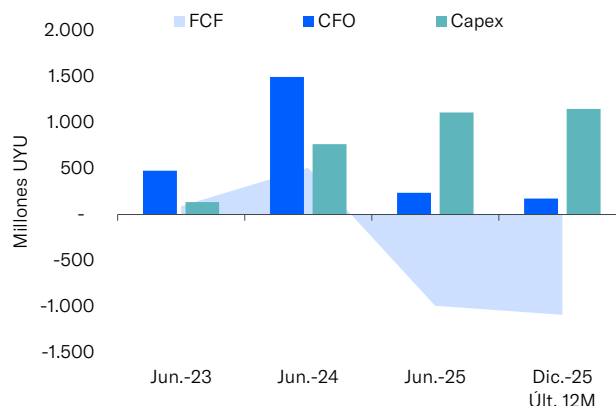
La amplia diversificación de negocios de Frimosa le permite generar sinergias entre los distintos segmentos y brinda cierta estabilidad a la generación de EBITDA a lo largo del ciclo económico. La participación de cada segmento sobre el EBITDA de la compañía a diciembre de 2025 se distribuía en aproximadamente un 45% servicios logísticos, 40% masivos congelados, 15% masivos jugos y hielo y 5% explotación agropecuaria. El negocio de servicios logísticos presenta altos márgenes de rentabilidad y una generación de flujo estable respaldada en contratos de largo plazo. El segmento de consumo masivo es un negocio de volumen y márgenes más acotado. El negocio ganadero presenta márgenes de rentabilidad y generación de flujos más volátiles.

**FIGURA 4** Margen EBITDA



Fuente: Moody's Local Uruguay según estados financieros de la compañía

**FIGURA 5** Flujo de fondos



Fuente: Moody's Local Uruguay según estados financieros de la compañía

**Plan de inversiones**

Frimosa presenta un importante historial de crecimiento orgánico e inorgánico. En línea con su estrategia corporativa 2026-30, esperamos que en el segmento de logística Frimosa continúe incrementando los metros construidos en depósitos de primer nivel tanto en Uruguay como Paraguay. En el segmento agropecuario la compañía tiene como objetivo transitar hacia un modelo predominantemente ganadero con márgenes de rentabilidad más estables, incrementando las áreas de ganadería en sustitución de áreas agrícolas, las cuales se destinarán a la producción de forrajes para autoaprovechamiento, reduciendo los costos operativos.

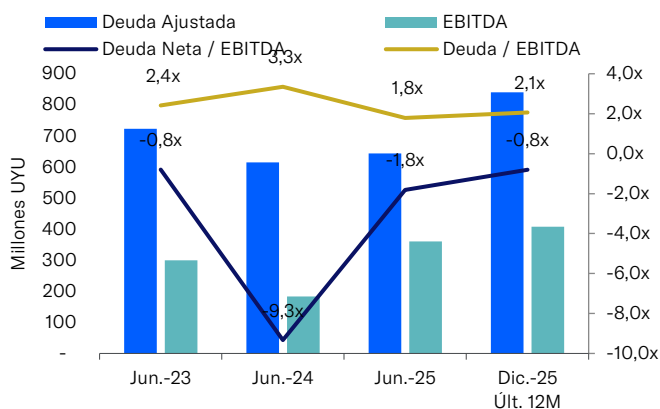
En relación con el segmento de consumo masivo, estimamos un crecimiento en las ventas de néctares dado que en julio de 2025 Frimosa inició la operación de la nueva planta de jugos y espera incrementar la producción destinada al mercado interno hasta 8 millones de litros en cinco años, desde 4,7 millones de litros actuales. La inversión ascendió a USD 8,5 millones y permitió eliminar la cadena de frío en los néctares, mejorar la productividad y reducir el impacto ambiental. En congelados, la compañía planea trasladar las operaciones de Mar Austral a una locación conjunta con Frimosa y Maosol en Polo Oeste y realizar inversiones en cámaras de frío por aproximadamente USD 6,5 millones, lo que permitirá una reducción de costos logísticos y del frío, mejorando la rentabilidad del segmento.

**Apalancamiento y cobertura**

Frimosa mantiene un adecuado nivel de endeudamiento financiero y holgadas coberturas de intereses. Al 31 de diciembre de 2025, la deuda financiera total ascendía a UYU 829 millones (USD 20,6 millones) con un ratio Deuda Ajustada/EBITDA de 2,1x (incluye pasivos por arrendamiento). Sin embargo, la holgada posición de liquidez de la compañía le permite mantener un nivel de apalancamiento neto negativo que a diciembre de 2025 se ubicó en -0,8x EBITDA.

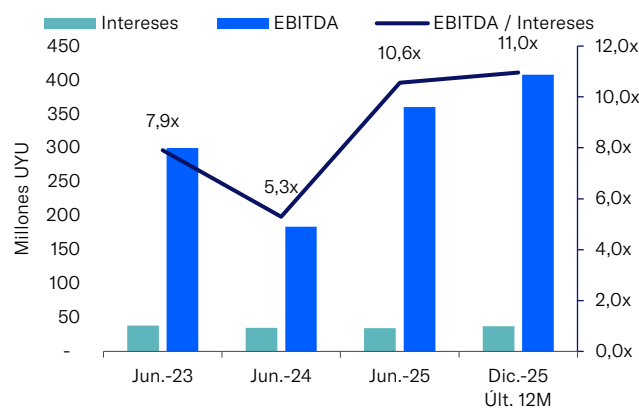
En nuestro caso base estimamos que la métrica de endeudamiento bruto de la compañía no supere 2,5x EBITDA para 2026-2030 con ratios de endeudamiento neto bajos. Esperamos que la compañía continúe financiando inversiones con deuda bancaria y fondos propios. La deuda está compuesta principalmente por financiamiento bancario obtenido con BROU, Banco Santander y BBVA, utilizado para financiar inversiones de crecimiento en Polo Oeste y la nueva planta de jugos y para capital de trabajo. A diciembre de 2025, el 83% de la deuda era de corto plazo y aproximadamente la mitad estaba denominada en dólares estadounidenses y la otra mitad en UI.

**FIGURA 6 Apalancamiento**



Fuente: Moody's Local Uruguay según estados financieros de la compañía

**FIGURA 7 Cobertura de intereses**



Fuente: Moody's Local Uruguay según estados financieros de la compañía

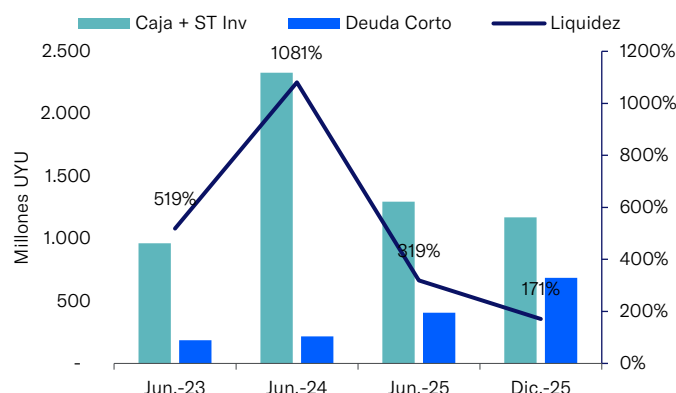
**Política Financiera**

Frimosa presenta una flexibilidad financiera adecuada, respaldada por su sólida posición de liquidez y una política financiera conservadora. La compañía opera con entidades financieras de primera línea. Frimosa mantiene una posición de caja muy elevada derivada de la venta de negocios en ejercicios anteriores. En los próximos años esperamos que el nivel de caja disminuya por potenciales adquisiciones de nuevos segmentos de negocios, aunque esperamos que se mantenga en niveles adecuados para afrontar los vencimientos de deuda de corto plazo de la compañía. Al 31 de diciembre de 2025, la caja y equivalentes de Frimosa (ajustado por Moody's Local, incluye letras de regulación monetaria) ascendía a UYU 1,170 millones (USD 29,1 millones) con una métrica de caja y equivalentes a deuda de corto plazo holgada de 1,71x.

**Política de dividendos**

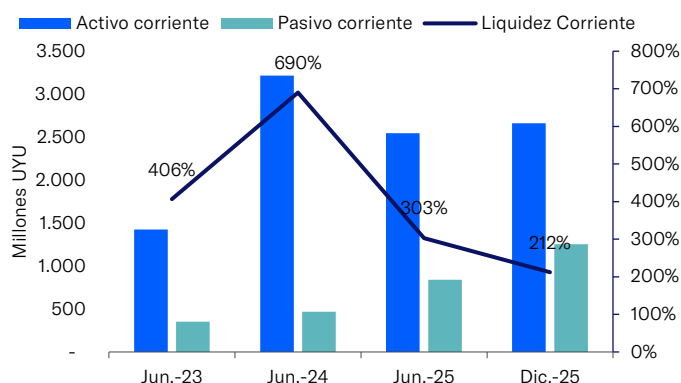
Históricamente, Frimosa distribuía el mínimo legal del 20% del resultado neto distribuible, aunque en los últimos ejercicios incrementó la distribución al 30%. Los dividendos pagados se ubicaron entre USD 2-6 millones para los ejercicios 2022 y 2025.

**FIGURA 8** Liquidez



Fuente: Moody's Local Uruguay según estados financieros de la compañía

**FIGURA 9** Liquidez Corriente



Fuente: Moody's Local Uruguay según estados financieros de la compañía

## Otras Consideraciones

### Consideraciones ambientales, sociales y de gobierno corporativo

#### Sociales

Frimosa persigue los principios básicos de Responsabilidad Social Empresarial (RSE), los cuales incluyen políticas de apoyo comunitario en áreas de salud y educación, cuidado del medioambiente, códigos de ética y prácticas comerciales transparentes y responsables. Entre las iniciativas sociales impulsadas por la compañía se destaca el apoyo a diversas fundaciones, donaciones y capacitaciones y asesoramiento a alumnos.

#### Ambientales

Frimosa promueve el uso responsable de los recursos naturales, la reducción de residuos y la eficiencia energética en todos los segmentos de negocios. Las recientes inversiones en las instalaciones de la compañía le permiten hacer un uso más eficiente de los recursos, con ahorros en uso de plásticos y energía.

Los cambios en las regulaciones ambientales pueden aumentar los costos de producción para las compañías relacionadas con el sector agrícola. En los mercados desarrollados, se observa un aumento del enfoque del consumidor en la salud y el bienestar junto con la sostenibilidad y las preocupaciones ambientales. En cuanto al segmento agropecuario, el riesgo para las compañías de agricultura puede ser mayor en los países en desarrollo debido a los métodos agrícolas insostenibles, incluida la deforestación, que resultan en factores negativos como la sobreproducción a corto plazo, la contaminación del aire y del agua, la erosión del suelo, las condiciones climáticas volátiles y una mayor regulación. La actividad ganadera presenta riesgos de impacto ambiental, como ser: contaminación del agua, emisiones atmosféricas, degradación de los suelos, etc.

#### Gobierno corporativo

A diferencia de los riesgos ambientales y sociales, que pueden estar impulsados por factores externos, como regulaciones o cambios demográficos, los riesgos de gobierno corporativo dependen en gran medida de los emisores. El gobierno corporativo es muy relevante para todas las compañías y es importante para los tenedores de bonos porque las debilidades del gobierno pueden conducir a un deterioro en la calidad crediticia de una compañía. Cuando la calidad crediticia se deteriora debido a un mal gobierno corporativo, como una falla en los controles que resulta en una mala conducta financiera, puede tomar mucho tiempo recuperarse. La independencia del Directorio también puede ser una preocupación. Consideramos que Frimosa presenta un sólido gobierno corporativo. La supervisión regulatoria como emisor de valores por parte del BCU y la presentación de estados financieros auditados anuales refuerzan la transparencia y la disciplina corporativa.

**Calificación de Acciones**

**Capacidad para generar utilidades**

Dada la calificación asignada al emisor de A+.uy, la capacidad de generación de ganancias se califica como alta.

**Liquidez de mercado**

El mercado accionario uruguayo es de liquidez baja y no existen indicios de la existencia de una mayor liquidez, volumen de operaciones o transacciones en el corto a mediano plazo.

Las acciones de la compañía cotizan en la Bolsa de Valores de Montevideo desde 1939. El mercado presenta características de poca liquidez y bajo volumen de operaciones para títulos accionarios de empresas privadas.

En el trimestre enero a marzo de 2026 se negociaron acciones de Frimosa en 3 oportunidades, lo que representa un 25% de los días en los que se operaron acciones de empresas privadas en el mercado uruguayo en dicho período, por un monto efectivo cercano a USD 29.075.

En base a lo expuesto, la liquidez de las acciones se considera como media.

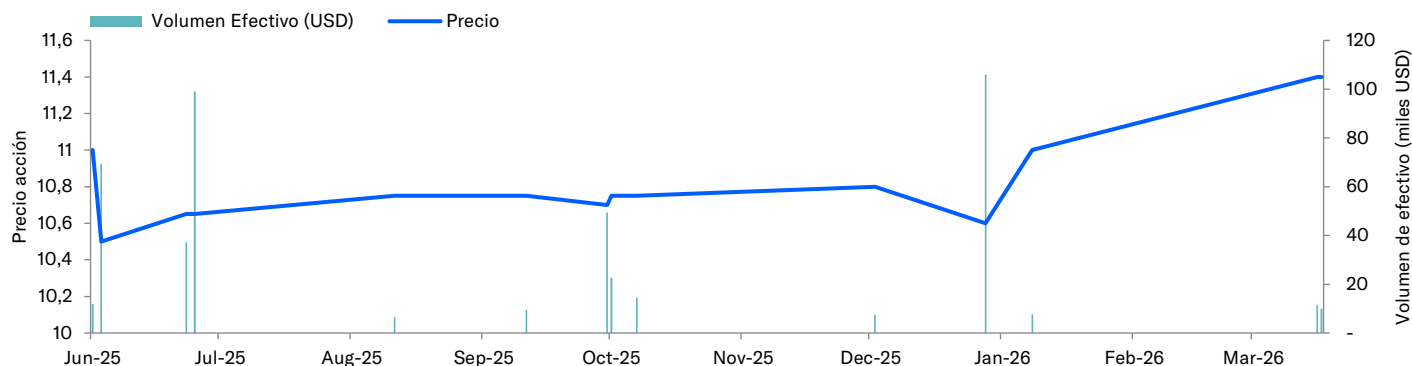
**Consideraciones adicionales**

A la fecha del presente informe, la acción de Frimosa se negoció por última vez el 18 de marzo de 2026 a un precio de USD 11,4, representando un aumento de 8,57% con relación al último precio negociado a principios de 2025 (USD 10,50).

Valor de Mercado: Al 31 de diciembre de 2025, el valor libros de la acción de Frimosa fue de USD 0,26 y el precio de la acción según la última negociación de diciembre fue de USD 11,4, siendo la relación cotización/valor libros de 43,5x.

Rendimiento: En los últimos 12 meses el precio de la acción no sufrió variaciones significativas.

**FIGURA 1** Evolución de la cotización de las acciones



*Fuente: Moody's Local Uruguay en base a información de la Bolsa de Valores de Montevideo y Mercado Bursátil del Uruguay*

**Calificación**

Según la combinación de puntuaciones de la capacidad de la entidad para generar utilidades y su liquidez de mercado, incluyendo asimismo nuestra evaluación de consideraciones adicionales, se evalúa a las acciones de Frimosa en 2.uy.

**Anexo I: Información contable e indicadores operativos y financieros\***

	Dic-2025 (Últ. 12 meses)	6M 2025 (Dic-2025)	Jun-2025	Jun-2024	Jun-2023
<b>INDICADORES</b>					
EBITDA / Ventas netas	12,7%	12,0%	13,9%	10,9%	28,9%
EBIT / Ventas netas	9,1%	8,2%	9,9%	4,7%	17,2%
Deuda / EBITDA	2,1x	2,4x	1,8x	3,3x	2,4x
Deuda neta / EBITDA	-0,8x	-0,9x	-1,8x	-9,3x	-0,8x
CFO / Deuda	-15,5%	110,5%	36,4%	243,1%	65,9%
EBITDA / Gastos financieros	11,0x	9,8x	10,6x	5,3x	7,9x
EBIT / Gastos financieros	7,9x	6,7x	7,5x	2,3x	4,7x
Liquidez corriente (Activo corriente / Pasivo corriente)	212,1%	212,1%	303,0%	690,0%	406,4%
Caja y equivalentes / Deuda de corto plazo	170,9%	170,9%	318,8%	1080,6%	519,1%

**En millones de UYU**

<b>ESTADO DE RESULTADOS</b>					
Ventas netas	3.217	1.480	2.588	1.689	1.036
Resultado bruto	1.048	520	856	652	509
EBITDA	408	177	360	184	300
EBIT	294	121	255	79	178
Intereses	(37)	(18)	(34)	(35)	(38)
Resultado neto	425	264	438	1.033	614

<b>FLUJO DE CAJA</b>					
FFO	254	734	299	1.661	638
CFO	(131)	464	234	1.496	476
Dividendos	(117)	-	(117)	(223)	(252)
CAPEX	(1.148)	(452)	(1.110)	(765)	(134)
FCF	(1.395)	12	(993)	508	90

<b>ESTADO DE SITUACIÓN PATRIMONIAL</b>					
Caja y equivalentes	1.170	1.170	1.297	2.329	961
Activos corrientes	2.660	2.660	2.545	3.217	1.426
Bienes de uso	5.176	5.176	4.753	3.784	4.083
Intangibles	495	495	495	180	-
Total activos	9.188	9.188	8.578	7.924	7.045
Deuda corto plazo	685	685	407	216	185
Deuda largo plazo	144	144	228	386	537
Deuda total	829	829	634	602	722
Deuda ajustada	840	840	644	615	722
Total pasivo	1.519	1.519	1.188	959	1.008
Patrimonio neto	7.668	7.668	7.391	6.965	6.037

\*La deuda ajustada incluye pasivo por arrendamiento; Indicadores anualizados para 6M 2025.

Nota: Los valores presentados contienen ajustes realizados por Moody's Local Uruguay y pueden diferir de los reportados por la compañía en sus estados contables

**Información Complementaria**

Tipo de calificación / Instrumento	Calificación actual	Perspectiva actual	Calificación anterior	Perspectiva anterior
<b>Frigorífico Modelo S.A.</b>				
<b>Calificación de emisor en moneda local a largo plazo</b>	<b>A+.uy</b>	<b>Estable</b>	-	-
<b>Calificación de acciones</b>	<b>2.uv</b>	-	-	-

**Información considerada para la calificación.**

- Memoria y Estados Contables anuales auditados correspondientes a los ejercicios económicos del 30/06/2025 y anteriores, disponibles en [www.bcu.gub.uy](http://www.bcu.gub.uy)
- Estados contables intermedios, disponibles en [www.bcu.gub.uy](http://www.bcu.gub.uy)
- Información complementaria provista por el emisor
- Información de mercado en relación a la cotización y evolución reciente del precio de la acción obtenida de [www.bvm.com.uy](http://www.bvm.com.uy) y [www.mercadobursatil.com.uy](http://www.mercadobursatil.com.uy)

**Definición de las calificaciones asignadas.**

- **A.uv:** Emisores o emisiones calificados en **A.uv** con una calidad crediticia por encima del promedio en comparación con otros emisores locales
- **2.uv:** Emisores que presentan una combinación fuerte de flujo de efectivo y liquidez en el mercado para sus acciones en comparación con otras acciones ordinarias en Uruguay.

Consulte el documento Escalas de Calificaciones de Uruguay disponible en <https://moodyslocal.com.uy/>, para obtener más información sobre las definiciones de las calificaciones asignadas.

*Moody's Local Uruguay agrega los modificadores "+" y "-" a cada categoría de calificación genérica que va de AA a CCC, El modificador "+" indica que la obligación se ubica en el extremo superior de su categoría de calificación genérica, ningún modificador indica una calificación media, y el modificador "-" indica una calificación en el extremo inferior de la categoría de calificación genérica*

**Metodología Utilizada.**

- Metodología de calificación de empresas no financieras - (04/Jul/2022), disponible en <https://moodyslocal.com.uy/reportes/metodologias-y-marcos-analiticos/metodologias-de-calificacion/> y [www.bcu.gub.uy](http://www.bcu.gub.uy)

El presente informe no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación para adquirir, vender o negociar los instrumentos objetos de calificación.

© 2026 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. y/o sus licenciadores y filiales (conjuntamente "MOODY'S"). Todos los derechos reservados.

**LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS EMITIDAS POR LAS FILIALES DE CALIFICACIÓN CREDITICIA DE MOODY'S CONSTITUYEN SUS OPINIONES ACTUALES RESPECTO AL RIESGO CREDITICIO FUTURO RELATIVO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES, Y LOS MATERIALES, PRODUCTOS, SERVICIOS E INFORMACIÓN PUBLICADA O DE CUALQUIER OTRA MANERA PUESTA A DISPOSICIÓN POR MOODY'S (COLECTIVAMENTE LOS "MATERIALES") PUEDEN INCLUIR DICHAS OPINIONES ACTUALES. MOODY'S DEFINE EL RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DERIVADO DE LA IMPOSIBILIDAD POR PARTE DE UNA ENTIDAD DE CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES A SU VENCIMIENTO Y LAS PÉRDIDAS ECONÓMICAS ESTIMADAS EN CASO DE INCUMPLIMIENTO O INCAPACIDAD. CONSULTE LOS SIMBOLOS Y LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN DE MOODY'S PARA OBTENER INFORMACIÓN SOBRE LOS TIPOS DE OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES ENUNCIADAS POR LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE MOODY'S. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO HACEN REFERENCIA A NINGÚN OTRO RIESGO, INCLUIDOS A MODO ENUNCIATIVO Y NO LIMITATIVO: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO RELATIVO AL VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES NO CREDITICIAS ("EVALUACIONES") Y OTRAS OPINIONES INCLUIDAS EN LOS MATERIALES DE MOODY'S NO SON DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTÓRICOS. LOS MATERIALES DE MOODY'S PODRÁN INCLUIR ASIMISMO PREVISIONES BASADAS EN UN MODELO CUANTITATIVO DE RIESGO CREDITICIO Y OPINIONES O COMENTARIOS RELACIONADOS PUBLICADOS POR MOODY'S ANALYTICS, INC. Y/O SUS FILIALES. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y MATERIALES DE MOODY'S NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN ASESORAMIENTO LEGAL, DE CUMPLIMIENTO, FINANCIERO, DE INVERSIÓN NI OTRO ASESORAMIENTO PROFESIONAL, Y LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES DE MOODY'S NO SON NI SUPONEN RECOMENDACIÓN ALGUNA PARA LA COMPRA, VENTA O MANTENIMIENTO DE TÍTULOS DE VALOR CONCRETOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y MATERIALES DE MOODY'S NO EMITEN OPINIÓN SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSOR CONCRETO. MOODY'S EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES Y PUBLICA O DE CUALQUIER OTRA MANERA PONE A DISPOSICIÓN SUS MATERIALES EN LA CONFIANZA Y EN EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSOR LLEVARÁ A CABO, CON LA DEBIDA DILIGENCIA, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACIÓN DEL TÍTULO DE VALOR QUE ESTÉ CONSIDERANDO COMPRAR, CONSERVAR O VENDER.**

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y MATERIALES NO ESTÁN DESTINADAS PARA EL USO DE INVERSORES MINORISTAS Y SERÍA TEMERARIO E INAPROPIADO POR PARTE DE LOS INVERSORES MINORISTAS TENER EN CUENTA LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES O LOS MATERIALES DE MOODY'S AL TOMAR CUALQUIER DECISIÓN EN MATERIA DE INVERSIÓN. EN CASO DE DUDA, DEBERÍA PONERSE EN CONTACTO CON SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL.

TODA LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO ESTÁ PROTEGIDA POR LEY, INCLUIDA PERO NO LIMITADA A LA LEY DE DERECHOS DE AUTOR (COPYRIGHT), NO PUDIENDO PARTE ALGUNA DE DICHA INFORMACIÓN SER COPIADA O EN MODO ALGUNO REPRODUCIDA, RECOPIADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIR, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ARCHIVADA PARA SU USO POSTERIOR CON ALGUNO DE DICHS FINES, EN TODO O EN PARTE, EN FORMATO, MANERA O MEDIO ALGUNO POR NINGUNA PERSONA SIN EL PREVIO CONSENTIMIENTO ESCRITO DE MOODY'S. PARA MAYOR CLARIDAD, NINGUNA INFORMACIÓN CONTENIDA AQUÍ PUEDE SER UTILIZADA PARA DESARROLLAR, MEJORAR, ENTRENAR O REENTRENAR CUALQUIER PROGRAMA DE SOFTWARE O BASE DE DATOS, INCLUYENDO, PERO SIN LIMITARSE A, CUALQUIER SOFTWARE DE INTELIGENCIA ARTIFICIAL, APRENDIZAJE AUTOMÁTICO O PROCESAMIENTO DEL LENGUAJE NATURAL, ALGORITMO, METODOLOGÍA Y/O MODELO.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y LOS MATERIALES DE MOODY'S NO ESTÁN DESTINADOS PARA SER UTILIZADOS POR NINGUNA PERSONA COMO UN REFERENTE, SEGÚN SE DEFINE DICHO TÉRMINO A EFECTOS REGULATORIOS, Y NO DEBEN SER UTILIZADOS EN MODO ALGUNO QUE PUDIERA DAR LUGAR A QUE SE LOS CONSIDERE COMO UN REFERENTE.

Toda la información incluida en el presente documento ha sido obtenida por MOODY'S a partir de fuentes que estima correctas y fiables. No obstante, debido a la posibilidad de error humano o mecánico, así como de otros factores, toda la información aquí contenida se proporciona "TAL Y COMO ESTÁ", sin garantía de ningún tipo. MOODY'S adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza al asignar una calificación crediticia o evaluación sea de suficiente calidad y de fuentes que Moody's considera fiables, incluidos, en su caso, terceros independientes. Sin embargo, Moody's no es una firma de auditoría y no puede en todos los casos verificar o validar de manera independiente la información recibida en el proceso de calificación crediticia o evaluación o en la elaboración de los Materiales.

En la medida en que las leyes así lo permitan, MOODY'S y sus directores, oficiales, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores declinan toda responsabilidad frente a cualesquier persona o entidad con relación a pérdidas o daños indirectos, especiales, derivados o accidentales de cualquier naturaleza, derivados de o relacionados con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de dicha información, incluso cuando MOODY'S o cualquiera de sus directores, oficiales, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores fuera advertido previamente de la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluido pero no limitado a: (a) lucro cesante presente o futuro o (b) cualquier pérdida o daño que surja cuando el instrumento financiero en cuestión no sea objeto de una calificación crediticia o evaluación concreta otorgada por MOODY'S.

En la medida en que las leyes así lo permitan, MOODY'S y sus directores, oficiales, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores exime de cualquier responsabilidad con respecto a pérdidas o daños directos o indemnizatorios causados a cualquier persona o entidad, incluido pero no limitado a, negligencia (pero excluyendo fraude, conducta dolosa o cualquier otro tipo de responsabilidad que, en aras de la claridad, no pueda ser excluida por ley), por parte de MOODY'S o cualquiera de sus directores, oficiales, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores, o con respecto a toda contingencia dentro o fuera del control de cualquiera de los anteriores, derivada de o relacionada con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de tal información.

MOODY'S NO OTORGA NI OFRECE GARANTÍA ALGUNA, EXPRESA O IMPLÍCITA, CON RESPECTO A LA PRECISIÓN, OPORTUNIDAD, EXHAUSTIVIDAD, COMERCIALIZACIÓN O IDONEIDAD PARA UN FIN DETERMINADO SOBRE CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y DEMÁS OPINIONES O INFORMACIÓN.

Moody's Investors Service, Inc., agencia de calificación crediticia, subsidiaria de propiedad total de Moody's Corporation ("MCO"), informa por la presente que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos bonos corporativos y municipales, obligaciones, notas y pagarés) y acciones preferentes calificados por Moody's Investors Service, Inc. han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, abonar a Moody's Investors Service, Inc. por sus servicios de opinión y calificación. MCO y todas las entidades de MCO que emiten calificaciones bajo la marca "Moody's Ratings" ("Moody's Ratings") también mantienen políticas y procedimientos para garantizar la independencia de las calificaciones y los procesos de asignación de calificaciones crediticias de Moody's Ratings. La información relativa a ciertas afiliaciones que pudieran existir entre directores de MCO y entidades calificadas, y entre entidades que tienen asignadas calificaciones crediticias de Moody's Investors Service y asimismo han notificado públicamente a la SEC que poseen una participación en MCO superior al 5%, se publica anualmente en [ir.moody.com](http://ir.moody.com) bajo el capítulo de "Investor Relations – Corporate Governance – Charter Documents– Director and Shareholder Affiliation Policy" ["Relaciones con Inversores – Gestión Corporativa – Documentos Constitutivos y de Gobernanza - Política sobre Relaciones entre Directores y Accionistas"].

Moody's SF Japan K.K., Moody's Local AR Agente de Calificación de Riesgo S.A., Moody's Local BR Agência de Classificação de Risco LTDA, Moody's Local MX S.A. de C.V., I.C.V., Moody's Local PE Clasificadora de Riesgo S.A., y Moody's Local PA Clasificadora de Riesgo S.A., Moody's Local CR Clasificadora de Riesgo S.A., Moody's Local ES S.A. de CV Clasificadora de Riesgo, Moody's Local RD Sociedad Clasificadora de Riesgo S.R.L. y Moody's Local GT S.A. (conjuntamente, las "Moody's Non-NRSRO CRAs", por sus siglas en inglés) son subsidiarias de agencias de calificación crediticia de propiedad total indirecta de MCO. Ninguna de las Moody's Non-NRSRO CRAs es una Organización Reconocida Nacionalmente como Organización Estadística de Calificación Crediticia.

Términos adicionales solo para Australia: Cualquier publicación en Australia de este documento se realiza conforme a la Licencia de Servicios Financieros en Australia de la filial de MOODY'S, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL y/o Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (según corresponda). Este documento está destinado únicamente a "clientes mayoristas" según lo dispuesto en el artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Al acceder a este documento desde cualquier lugar dentro de Australia, usted declara ante MOODY'S ser un "cliente mayorista" o estar accediendo al mismo como un representante de aquél, así como que ni usted ni la entidad a la que representa divulgarán, directa o indirectamente, este documento ni su contenido a "clientes minoristas" según se desprende del artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Las calificaciones crediticias de MOODY'S son opiniones sobre la calidad crediticia de una obligación de deuda del emisor y no sobre los valores de capital del emisor ni ninguna otra forma de instrumento que se encuentre a disposición de clientes minoristas.

Términos adicionales solo para India: Las calificaciones crediticias, Evaluaciones, otras opiniones y Materiales de Moody's no están destinados a ser utilizados ni deben ser confiados por usuarios ubicados en India en relación con valores cotizados o propuestos para su cotización en bolsas de valores de la India.

Términos adicionales con respecto a las Opiniones de Segunda Parte y las Evaluaciones de Cero Emisiones Netas (según se definen en los Símbolos y Definiciones de Calificaciones de Moody's Ratings): Por favor notar que ni una Opinión de Segunda Parte ("OSP") ni una Evaluación de Cero Emisiones Netas ("NZA") son "calificaciones crediticias". La emisión de OSP y NZA no es una actividad regulada en muchas jurisdicciones, incluida Singapur. UE: En la Unión Europea, Moody's Deutschland GmbH y Moody's France SAS prestan servicios como revisores externos de conformidad con los requisitos aplicables del Reglamento de Bonos Verdes de la UE. JAPÓN: En Japón, el desarrollo y la provisión de OSP y NZA se clasifican como "Negocios Secundarios", no como "Negocios de Calificación Crediticia", y no están sujetos a las regulaciones aplicables a los "Negocios de Calificación Crediticia" según la Ley de Instrumentos Financieros y la Ley de Intercambio de Japón y su regulación relevante. RPC: Cualquier OSP: (1) no constituye una Evaluación de Bonos Verdes de la RPC según se define en las leyes o regulaciones pertinentes de la RPC; (2) no puede incluirse en ninguna declaración de registro, circular de oferta, prospecto ni en ningún otro documento presentado a las autoridades regulatorias de la RPC ni utilizarse para cumplir con ningún requisito de divulgación regulatoria de la RPC; y (3) no puede utilizarse en la RPC para ningún propósito regulatorio ni para ningún otro propósito que no esté permitido por las leyes o regulaciones pertinentes de la RPC. Para los fines de este descargo de responsabilidad, "RPC" se refiere a la parte continental de la República Popular China, excluyendo Hong Kong, Macao y Taiwán.