

# Frigorífico Modelo S.A.

## Factores relevantes de la calificación

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

**Ingresos estables en los dos principales segmentos:** El desarrollo del segmento de servicios logísticos junto con el segmento de almacenamiento en cámaras de frío generan el 70% del EBITDA de Frigorífico Modelo, otorgándole ingresos estables y predecibles. Además, la compañía opera en otras tres líneas de negocios: jugos y hielo, depósito fiscal y actividad agropecuaria, que le permiten incrementar su rentabilidad en los ciclos positivos del agro. Frimosa opera con marcas reconocidas en el mercado, siendo líder en jugos, hielo y almacenamiento de fríos. La compañía expandió su negocio de frío en Paraguay, cuya primera etapa de la planta con una capacidad de 8.500 toneladas ya se encuentra operativa desde el año pasado. FIX espera en el mediano plazo algunas inversiones mínimas para expandir aún más la capacidad del negocio de frío en Paraguay.

**Consolidación de servicios de logística:** Los ingresos del segmento de logística representan aproximadamente el 24% de las ventas y el 43% del EBITDA total durante el año fiscal finalizado en junio 2022. En los últimos años la empresa consolidó dicho segmento de negocios, a través de su subsidiaria Doraline S.A., invirtiendo en la construcción de galpones logísticos en Polo Oeste. A la fecha lleva construidos 75.400 m2 tomando en cuenta la reciente adición de 5.400 m2 durante el año fiscal 2021, en tanto, la compañía aún posee espacio para duplicar los metros construidos. Estas inversiones explican en gran medida el Flujo de Fondos Libre (FFL) negativo de los últimos ejercicios. A junio 2022, generó un FFL positivo en \$ 261,3 millones, derivado de una fuerte generación de flujos operativos y la reversión del capital de trabajo, a lo que le permitió mantener niveles de inversiones y distribución de dividendos en línea con los últimos ejercicios.

**Barreras de entrada en un negocio de capital intensivo:** La industria en la que opera presenta altas barreras de entrada dadas las inversiones de capital y la maquinaria de alta tecnología requerida para operar en el negocio. Frimosa posee una ubicación estratégica en negocio de frío y en el Polo Oeste, que junto con una probada trayectoria le brinda ventajas con respecto a sus competidores. Las perspectivas de demanda son positivas en tanto exista una tendencia creciente a la adopción de estándares logísticos de última tecnología.

**Concentración de clientes parcialmente mitigado:** El negocio de servicios logísticos y almacenamiento de frío presentan una alta concentración de clientes. Este aspecto se ve parcialmente mitigado por los contratos de largo plazo con contrapartes multinacionales y la ubicación estratégica de sus depósitos. En el negocio de logística la ubicación, las construcciones modernas y los servicios con alto valor agregado, permiten mitigar el riesgo de vacancia y precio.

## Informe Integral

### Calificaciones

Emisor	A+(uy)
Perspectiva	Estable

### Resumen Financiero

Frigorífico Modelo S.A.		
Consolidado (UYU\$ miles)	30/06/22 12 Meses	30/06/21 12 Meses
Total Activos	6.684.738	6.550.729
Deuda Financiera	952.930	1.125.561
Ingresos	1.615.695	1.448.084
EBITDA	574.552	521.656
EBITDA (%)	35,6	36,0
Deuda Total/EBITDA	1,7	2,2
Deuda Neta Total / EBITDA	0,8	1,3
EBITDA/Intereses	11,8	10,0

### Criterios Relacionados

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

### Analistas



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



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



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

## Sensibilidad de la Calificación

FIX espera que la compañía opere con un nivel de deuda a EBITDA en torno a 2.0x en 2023 y reduciéndose paulatinamente en el tiempo, junto con una cobertura de intereses superior a 8.0x. La calificación del emisor podría bajar ante incrementos significativos en la vacancia y/o reducción de precios de alquileres que impacten en la generación de fondos en el mediano plazo o un mayor endeudamiento producto de nuevas inversiones. Una suba en la calificación podría ser contemplada una vez que la compañía siga consolidando todos sus segmentos de negocios y genere flujo libre positivo de manera estable.

## Liquidez y Estructura de Capital

**Inversiones de capital fondeadas con deuda de largo plazo:** Para financiar los proyectos, la compañía se financió con líneas de inversión productiva con el BROU y además préstamos a largo plazo con bancos de primera línea como el Santander y BBVA. A junio 2022, la deuda financiera era de \$ 952,9 millones, 21,2% corriente, con una caja y equivalentes que ascendía a \$ 516,4 millones, le permitía cubrir 2,6 x la deuda de corto plazo.

## 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	2022	2021	2020	2019	2018	2017
	12 meses					

#### Rentabilidad

EBITDA Operativo	574.552	521.656	471.158	397.282	266.129	232.426
EBITDAR Operativo	574.552	521.656	471.158	397.282	266.129	232.426
Margen de EBITDA	35,6	36,0	35,1	34,2	28,3	27,0
Margen de EBITDAR	35,6	36,0	35,1	34,2	28,3	27,0
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	7,9	7,5	6,4	9,7	2,0	7,1
Margen del Flujo de Fondos Libre	16,2	11,4	(0,0)	(7,6)	(25,8)	(15,1)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	11,1	9,3	4,8	5,1	3,9	3,5

#### Coberturas

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

#### Estructura de Capital y Endeudamiento

Deuda Total Ajustada / FGO	1,9	2,4	3,7	2,4	10,9	2,8
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,7	2,2	2,5	2,8	3,6	3,4
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,8	1,3	1,8	2,3	3,1	2,5
Deuda Total Ajustada / EBITDA Operativo	1,7	2,2	2,5	2,8	3,6	3,4
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDA Operativo	0,8	1,3	1,8	2,3	3,1	2,5
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	21,2	20,4	20,3	31,3	13,7	12,3

#### Balance

Total Activos	6.684.738	6.550.729	5.287.513	5.073.412	4.663.256	4.272.544
Caja e Inversiones Corrientes	516.428	446.158	325.321	197.232	155.397	223.488
Deuda Corto Plazo	202.218	229.716	237.948	350.344	132.368	98.050
Deuda Largo Plazo	750.711	895.845	932.397	768.408	836.938	696.690
Deuda Total	952.930	1.125.561	1.170.345	1.118.752	969.306	794.741
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	952.930	1.125.561	1.170.345	1.118.752	969.306	794.741

Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	952.930	1.125.561	1.170.345	1.118.752	969.306	794.741
Total Patrimonio	5.440.551	4.992.676	3.812.321	3.669.149	3.437.928	3.236.897
Total Capital Ajustado	6.393.481	6.118.237	4.982.667	4.787.901	4.407.234	4.031.638

#### Flujo de Caja

Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	455.080	407.355	251.362	414.181	44.931	251.396
Variación del Capital de Trabajo	92.619	18.087	(73.921)	(114.078)	18.677	(31.121)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	547.699	425.442	177.442	300.103	63.608	220.275
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(196.325)	(222.462)	(138.699)	(358.077)	(283.836)	(330.180)
Dividendos	(90.028)	(37.358)	(39.004)	(30.042)	(22.428)	(19.906)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	261.345	165.622	(261)	(88.017)	(242.656)	(129.811)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	139.275	0	0	0
Otras Inversiones, Neto	0	0	0	0	0	(36.140)
Variación Neta de Deuda	(172.148)	(44.784)	51.593	149.446	174.565	268.175
Variación Neta del Capital	0	0	(62.519)	(19.594)	0	2.769
Otros (Inversión y Financiación)	(18.927)	0	0	0	0	0
Variación de Caja	70.270	120.837	128.089	41.835	(68.091)	104.994

#### Estado de Resultados

Ventas Netas	1.615.695	1.448.084	1.343.243	1.161.403	940.084	861.163
Variación de Ventas (%)	11,6	7,8	15,7	23,5	9,2	13,9
EBIT Operativo	456.009	407.924	368.555	308.079	188.128	167.423
Intereses Financieros Brutos	48.695	52.140	65.751	51.242	43.680	33.563
Alquileres	0	0	0	0	0	0
Resultado Neto	521.159	407.242	176.886	179.477	131.122	114.170

## **Anexo II - Glosario**

- EBITDA: Resultado operativo antes de Amortizaciones y Depreciaciones.
- EBITDAR: EBITDA + Alquileres devengados.
- Servicio de Deuda: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Deuda Corto Plazo.
- Cargos Fijos: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Alquileres devengados.
- Costo de Financiamiento Implícito: Intereses Financieros Brutos / Deuda Total.
- Deuda Ajustada: Deuda Total + Deuda asimilable al Patrimonio + Deuda Fuera de Balance.
- Know-how: conocimiento, experiencia, sobre un negocio o sector.

## **Anexo III – Características del Instrumento**

### **Acciones (emisor)**

El capital social al 8/11/2011 se fija en la cantidad de pesos uruguayos setecientos cincuenta millones divididos en setecientos cincuenta millones de acciones al portador de un peso uruguayo cada una que podrán emitirse en títulos de una o más acciones, pudiendo por resolución de la Asamblea General Extraordinaria elevarse el Capital antedicho.

El 7/6/16 se realizó una asamblea extraordinaria que reforma estatutos, entre otros temas se decidió pasar las acciones que actualmente están al portador a escriturales y se llevó el capital autorizado a 2.000.000.000 en acciones escriturales de UYU\$1 cada una.

Esta reforma está aprobada por la AIN, el capital está representado por acciones escriturales y la entidad registrante es la Bolsa de Valores de Montevideo.

De acuerdo a la metodología de FIX SCR Uruguay, la calificación de acciones de un emisor se expresa como la calificación de emisor.

## Anexo IV – Dictamen de Calificación

### FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A.

El Consejo de Calificación de **FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A.** (afiliada de Fitch Ratings), en adelante **FIX**, realizado el **28 de octubre de 2022**, confirmó\* la calificación de emisor de **Frigorífico Modelo S.A.** en la Categoría **A+ (uy)**.

La **Perspectiva** es **Estable**.

**Categoría A(uy):** "A" nacional implica una sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas pueden afectar la capacidad de repago en tiempo y forma en un grado mayor que para aquellas obligaciones financieras calificadas con categorías superiores

Las calificaciones nacionales no son comparables entre distintos países, por lo cual se identifican agregando un sufijo para el país al que se refieren. En el caso de Uruguay se agregará "(uy)".

Los **signos "+" o "-"** podrán ser añadidos a una calificación nacional para mostrar una mayor o menor importancia relativa dentro de la correspondiente categoría, y no alteran la definición de la categoría a la cual se los añade.

La **Perspectiva** de una calificación indica la posible dirección en que se podría mover una calificación dentro de un período de uno a dos años. La **Perspectiva** puede ser positiva, negativa o estable. Una perspectiva negativa o positiva no implica que un cambio en la calificación es inevitable. Del mismo modo, una calificación con perspectiva estable puede ser cambiada antes de que la perspectiva se modifique a positiva o negativa si existen elementos que lo justifiquen.

La calificación asignada se desprende del análisis de los Factores Cuantitativos y Factores Cualitativos. Dentro de los Factores Cuantitativos se analizaron la Rentabilidad, el Flujo de Fondos, el Endeudamiento y Estructura de Capital, y el Fondo y Flexibilidad Financiera de la Compañía. El análisis de los Factores Cualitativos contempló el Riesgo del Sector, la Posición Competitiva, y la Administración y calidad de los Accionistas.

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

### Fuente de Información

- Balances generales anuales auditados hasta el 30/06/2022 (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](http://www.bcu.gub.uy).



FIX SCR URUGUAY  
CALIFICADORA DE RIESGO SA



FIX SCR URUGUAY  
CALIFICADORA DE RIESGO SA



FIX SCR URUGUAY  
CALIFICADORA DE RIESGO SA

Las Calificaciones incluidas en este informe fueron solicitadas por el emisor o en su nombre y, por lo tanto FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A. (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](http://www.fixscr.com))

Este informe no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación de la entidad para adquirir, vender o negociar valores negociables o del instrumento objeto de calificación.

La reproducción o distribución total o parcial de este informe por terceros está prohibida, salvo con permiso. Todos sus derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA se basa en información fáctica que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA considera creíbles. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA lleva a cabo una investigación razonable de la información fáctica sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA lleve a cabo la investigación 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.