

Cledinor S. A. (Cledinor)

Factores relevantes de la calificación

Confirmación de calificación: FIX SCR (afiliada de Fitch Ratings) – en adelante FIX – confirmo la calificación de la ON garantizada emitida por Cledinor en A(uy) Perspectiva Positiva. La calificación considera los fuertes vínculos operacionales y accionarios con su controlante indirecta Marfrig Global Food S.A. e incorpora las buenas métricas crediticias del Grupo Marfrig Uruguay, la fuerte trayectoria a nivel ingresos, la buena generación de EBITDA, en un contexto de estabilidad para el sector con márgenes y flujos que tienden a estabilizarse, su adecuado nivel de endeudamiento y adecuada liquidez. Adicionalmente, incorpora en sus supuestos las inversiones en el Frigorífico Tacuarembó y en la Planta de Salto por aproximadamente USD 40 millones y USD 15.5 millones respectivamente hasta 2023, manteniendo adecuados niveles de endeudamiento y liquidez. La calificación de las ON se basa en las operaciones conjuntas de los cuatro frigoríficos (Tacuarembó, Cledinor, Inaler y Establecimientos Colonia) dado que las compañías relacionadas son garantes de dichas ON. El Grupo Marfrig es el principal exportador de carne de Uruguay, con una participación del 30%, y las exportaciones representan el 90% de sus ingresos, destinándose principalmente a Asia, Nafta y Europa. En tanto, en febrero 2022, Fitch Ratings confirmó la calificación de Marfrig Global Food S.A. en BB / AA+(br) ambas con Perspectiva Positiva. Además, FIX considera las buenas perspectivas sectoriales debido al aumento del abastecimiento de hacienda en Uruguay, el aumento de la demanda mundial de carne y los elevados precios internacionales sostenidos, estimando hacia adelante márgenes de rentabilidad normalizados en torno al 7%.

Fuerte vínculo con su controlante: La calificación incorpora el fuerte vínculo accionario y operativo entre Cledinor y su controlante indirecto, Marfrig Global Foods S.A. la cual le aporta a la compañía una mayor flexibilidad operativa y financiera. El tamaño de las operaciones en Uruguay es reducido en comparación al accionista. Los vínculos operacionales se manifiestan a través de la operatoria de cobranzas de exportaciones la cual se encuentra centralizada en la comercializadora del Grupo Marfrig (Weston) que centraliza las cobranzas de Brasil, Uruguay y Argentina. Adicionalmente, la deuda de dos subsidiarias (Marfrig Overseas Ltd. y Marfrig Holding B.V.) de Marfrig Global Foods S.A. poseen cláusulas de incumplimiento cruzado por USD 40 millones, a través de la cual si los bonos emitidos por las subsidiarias tuvieran algún incumplimiento, las ON de Marfrig Global se acelerarían. Dicha cláusula dejó de tener aplicación a partir de abril 2022 con el del saldo de las ON reducido a USD 39.8 millones a marzo 2022. La deuda de ON de Cledinor a septiembre 2022 ascendía a USD 36.5 millones.

Buenas métricas operativas: El Grupo Marfrig Uruguay es el principal frigorífico de Uruguay con una participación de mercado medido en cantidad de faena de ganado bovino mayor al 25%. El grupo posee una amplia diversificación por región y por productos vendidos. La diversificación geográfica le permite mitigar ciertos riesgos inherentes al sector como el abastecimiento de hacienda, las enfermedades de los animales y las restricciones comerciales. El acceso a mercados internacionales a través de productos diferenciales de primera categoría le permite lograr precios de exportaciones promedio superiores a los de la industria.

Volatilidad de flujos operacionales inherentes al sector: La actividad ganadera demanda importantes niveles de capital de trabajo, con un ciclo del negocio de alrededor de dos años. El clima, la accesibilidad al ganado, los precios internacionales de la carne, las restricciones comerciales y la fluctuación del tipo de cambio en Uruguay impactan en el flujo operativo del sector y del grupo Marfrig. A septiembre 2022, el flujo generado por operaciones (FGO) totalizó USD 40,3 millones, que luego de la variación positiva del capital de trabajo por USD 39.8 millones en combinación con inversiones por USD 26,1 millones y la distribución de dividendos por USD 70 millones arribaron a un flujo de fondos libres (FFL) negativo por USD 16 millones. Hacia adelante, Fix espera que el grupo continúe generando FGO positivo en torno a USD 45

Informe de Actualización

Calificaciones

Emisor (*)	A(uy)
Obligaciones Negociables por hasta U\$S 60 millones	A(uy)

Perspectiva

Positiva
 (*) Incluye el vínculo con los tres frigoríficos del Grupo Marfrig Uruguay

Resumen Financiero

Consolidado (\$ miles USD)	2022 12 Meses	2021 12 Meses
Total Activos	303.583	291.314
Deuda Financiera	85.982	55.144
Ingresos	1.031.495	794.149
EBITDA	46.987	69.736
EBITDA (%)	4,6	8,8
Deuda Total / EBITDA (x)	1,8	0,8
(Deuda Neta Total - IRR) / EBITDA (x)	0,4	-0,2

*Resumen Financiero Grupo Marfrig Uruguay: Contempla información combinada de las cuatro (4) empresas correspondientes al grupo en Uruguay: Tacuarembó, Cledinor, Inaler y Establecimientos Colonia.

Criterios Relacionados

Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas. Registrado ante el Banco Central del Uruguay, disponible en www.bcu.gub.uy

Informes Relacionados

Analistas



Analista Principal
 Gustavo Avila – Senior Director
gustavo.avila@fixscr.com
 +54 11 5235 8119



Analista Secundario
 Candido Perez – Director Asociado
candido.perez@fixscr.com
 +54 11 5235 8119



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

millones, sin embargo, considerando el plan de inversiones y la política de dividendos, se estima que el FFL continué resultando negativo.

Inversiones para el incremento de la capacidad productiva: El grupo ha encarado un plan de inversiones en el Frigorífico Tacuarembó para incrementar la capacidad instalada, que se incrementó hasta 1.000 reses/día (desde 800 al cierre anterior), con un plan de inversiones para llevar la capacidad de procesamiento de hasta 1.400 reses/día en 2024. Estas inversiones comportan USD 25 millones en 2022 y USD 15 millones en 2023. Por su parte, en la Planta de Salto (Cledinor), se está incrementando la capacidad de frío al igual que la capacidad de faena y el engorde a corral para incorporar 5.000 cabezas. Estas inversiones comportan USD 6 millones en 2022 y USD 8 millones en 2023, mientras que la inversión en la ampliación del corral consta de USD 1.5 millones.

Adecuado apalancamiento: A septiembre 2022, la deuda financiera del grupo ascendía a USD 86 millones con un ratio deuda/EBITDA de 1.8x. Un 17% era deuda de corto plazo mientras que el 43% de la deuda financiera correspondía a ON garantizada y el 57% restante a préstamos bancarios. En tanto, la Deuda Neta/EBITDA ascendió a 1.4x mostrando un aumento considerable respecto del cierre anual septiembre 2021 con 0.7x. Respecto de las Obligaciones Negociables, están garantizadas por un fideicomiso en garantía y pago, cuyo activo subyacente son los créditos cedidos por las ventas realizadas en el mercado local (sin tener en cuenta las ventas entre los propios fideicomitentes). Adicionalmente, la incorporación de la cuenta de reserva permite cumplir con las condiciones de endeudamiento y cobertura. A septiembre 2022, la cuenta reserva era de USD 2.4 millones aproximadamente y el servicio de deuda asciende a USD 2.2. Hacia adelante, FIX no anticipa cambios significativos en el endeudamiento excepto cambios coyunturales y espera que el ratio de deuda sobre EBITDA no supere 1.5x.

Sensibilidad de la calificación

Los factores que individualmente o en conjunto podrían derivar en una baja en la calificación de la ON de Cledinor son:

Incremento en el apalancamiento: Dados los factores cíclicos comentados y el elevado riesgo operacional al que está expuesta la industria y la compañía, la tolerancia a la deuda es baja. Ante un contexto desfavorable del sector, un mayor endeudamiento neto del Grupo y un deterioro en el manejo del capital de trabajo, podrían derivar en una baja en la calificación de la ON de Cledinor.

Deterioro Crediticio de la controlante: Cualquier cambio en el vínculo con su controlante o un deterioro crediticio de Marfrig Global Food podría impactar en la calificación de la ON.

Una mejora de la calificación de la ON de Cledinor se desprendería de:

La consolidación del plan de inversiones del grupo Marfrig Uruguay derivando en el incremento de capacidad de faena y procesamiento de ganado con un sostenido crecimiento de sus exportaciones, incorporando mejoras operativas y manteniendo sus métricas crediticias.

Liquidez y Estructura de capital

Adecuada Liquidez: A septiembre 2022, la caja e inversiones corrientes del grupo ascendían a USD 19.9 millones, sin incluir los fondos de reservas por USD 2.4 millones, cubriendo la totalidad de los vencimientos de corto plazo (USD 14.9 millones). En tanto, la deuda neta menos IRR/EBITDA ascendía a 0.4x.

Anexo I - Resumen Financiero

Resumen Financiero - Cledinor S.A.

(miles de UY\$, año fiscal finalizado en Septiembre)

Cifras Consolidadas

Normas Contables

Período	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
	2022	2021	2020	2019	2018
	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
Rentabilidad					
EBITDA Operativo	435.264,4	755.245,1	(25.586,0)	(92.959,0)	84.657,0
EBITDAR Operativo	435.264,4	755.245,1	(25.586,0)	(92.959,0)	84.657,0
Margen de EBITDA	4,6	9,2	(0,5)	(2,6)	2,2
Margen de EBITDAR	4,6	9,2	(0,5)	(2,6)	2,2
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	9,7	26,1	9,9	1,8	4,4
Margen del Flujo de Fondos Libre	(3,0)	0,2	(14,6)	(12,6)	(3,6)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	39,0	60,2	(56,5)	(22,5)	4,9

Coberturas

FGO / Intereses Financieros Brutos	2,4	5,8	1,8	0,4	1,3
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	4,0	6,0	(0,2)	(0,7)	1,0
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	4,0	6,0	(0,2)	(0,7)	1,0
EBITDA / Servicio de Deuda	1,1	1,7	(0,1)	(0,2)	0,3
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	1,1	1,7	(0,1)	(0,2)	0,3
FGO / Cargos Fijos	2,4	5,8	1,8	0,4	1,3
FFL / Servicio de Deuda	(0,4)	0,3	(1,3)	(0,8)	(0,2)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	(0,1)	0,5	(0,5)	2,1	0,8
FCO / Inversiones de Capital	8,9	1,4	(16,9)	(48,6)	1,1

Estructura de Capital y Endeudamiento

Deuda Total Ajustada / FGO	8,2	2,6	8,5	44,0	17,6
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	5,0	2,5	(83,9)	(22,8)	24,2
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	4,7	2,4	(70,2)	(10,1)	21,0
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	5,0	2,5	(83,9)	(22,8)	24,2
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	4,7	2,4	(70,2)	(10,1)	21,0
Costo de Financiamiento Implícito (%)	5,4	6,3	6,5	6,1	8,3
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	14,0	16,5	14,5	13,3	8,3

Balance

Total Activos	3.518.576,7	4.126.004,9	3.417.042,7	3.556.270,0	3.042.078,0
Caja e Inversiones Corrientes	144.581,5	82.744,3	350.660,3	1.175.754,0	267.483,0
Deuda Corto Plazo	304.377,4	310.878,7	311.947,0	280.499,0	169.163,0
Deuda Largo Plazo	1.873.882,1	1.567.883,7	1.835.733,7	1.836.285,0	1.875.669,0
Deuda Total	2.178.259,5	1.878.762,5	2.147.680,7	2.116.784,0	2.044.832,0
Deuda asimilable al Patrimonio	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	2.178.259,5	1.878.762,5	2.147.680,7	2.116.784,0	2.044.832,0
Deuda Fuera de Balance	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	2.178.259,5	1.878.762,5	2.147.680,7	2.116.784,0	2.044.832,0

Total Patrimonio	567.578,2	933.911,4	391.267,3	547.046,0	609.458,0
Total Capital Ajustado	2.745.837,7	2.812.673,9	2.538.948,0	2.663.830,0	2.654.290,0
Flujo de Caja					
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	157.693,6	607.484,3	113.857,7	(78.177,0)	27.622,0
Variación del Capital de Trabajo	248.531,5	(554.489,7)	(803.417,9)	(364.152,0)	4.882,0
Flujo de Caja Operativo (FCO)	406.225,1	52.994,6	(689.560,2)	(442.329,0)	32.504,0
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inversiones de Capital	(45.511,6)	(36.568,1)	(40.730,6)	(9.099,0)	(30.178,0)
Dividendos	(647.799,8)	0,0	0,0	0,0	(142.365,0)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(287.086,3)	16.426,5	(730.290,8)	(451.428,0)	(140.039,0)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0,0	0,0	1.962,6	0,0	0,0
Otras Inversiones, Neto	0,0	0,0	0,0	1.469.057,0	(1.367.074,0)
Variación Neta de Deuda	351.243,6	(287.348,7)	(276.158,3)	(139.356,0)	1.664.471,0
Variación Neta del Capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros (Inversión y Financiación)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variación de Caja	64.157,3	(270.922,2)	(1.004.486,5)	878.273,0	157.358,0
Estado de Resultados					
Ventas Netas	9.509.238,2	8.248.691,0	4.993.549,0	3.570.569,0	3.924.238,0
Variación de Ventas (%)	93,9	103,4	51,9	784,9	2,5
EBIT Operativo	394.502,7	714.314,7	(64.350,0)	(125.884,0)	56.287,0
Intereses Financieros Brutos	108.982,6	126.375,1	137.773,3	126.285,0	88.266,0
Alquileres	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resultado Neto	267.395,6	523.637,2	(242.882,4)	(123.717,0)	31.003,0

Resumen Financiero - Marfrig Uruguay

(miles de USD, año fiscal finalizado en Septiembre)

Cifras Consolidadas

Normas Contables

Período

	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
	2022	2021	2020	2019	2018
	12 meses				

Rentabilidad

EBITDA Operativo	46.987	69.736	6.200	6.192	15.235
EBITDAR Operativo	46.987	69.736	6.200	6.192	15.235
Margen de EBITDA	4,6	8,8	1,0	1,0	2,5
Margen de EBITDAR	4,6	8,8	1,0	1,0	2,5
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	27,2	34,8	20,9	8,2	8,2
Margen del Flujo de Fondos Libre	(1,6)	(2,6)	0,3	0,9	(5,4)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	47,4	81,7	(3,6)	(9,8)	9,1

Coberturas

FGO / Intereses Financieros Brutos	11,0	14,2	4,4	2,0	2,3
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	11,7	17,5	1,3	1,2	3,5
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	11,7	17,5	1,3	1,2	3,5
EBITDA / Servicio de Deuda	2,5	3,1	0,5	0,3	1,2
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	2,5	3,1	0,5	0,3	1,2
FGO / Cargos Fijos	11,0	14,2	4,4	2,0	2,3
FFL / Servicio de Deuda	(0,6)	(0,7)	0,5	0,5	(2,2)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	0,4	(0,5)	2,3	2,1	(0,9)
FCO / Inversiones de Capital	3,1	(0,1)	1,7	6,8	(0,3)

Estructura de Capital y Endeudamiento

Deuda Total Ajustada / FGO	1,9	1,0	2,4	6,8	6,6
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,8	0,8	8,3	11,1	4,4
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,4	0,7	4,7	5,0	3,2
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	1,8	0,8	8,3	11,1	4,4
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	1,4	0,7	4,7	5,0	3,2
Costo de Financiamiento Implícito (%)	5,7	7,5	8,2	7,6	9,1
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	17,3	33,8	14,8	26,3	13,0

Balance

Total Activos	303.583	291.314	213.532	232.114	225.510
Caja e Inversiones Corrientes	19.869	5.458	22.164	37.639	17.800
Deuda Corto Plazo	14.884	18.630	7.637	18.086	8.687
Deuda Largo Plazo	71.098	36.513	43.810	50.711	57.957
Deuda Total	85.982	55.144	51.446	68.797	66.644
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	85.982	55.144	51.446	68.797	66.644
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	85.982	55.144	51.446	68.797	66.644
Total Patrimonio	76.638	107.360	52.705	54.674	57.361
Total Capital Ajustado	162.621	162.504	104.152	123.471	124.005

Flujo de Caja					
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	40.266	52.563	16.894	5.034	5.825
Variación del Capital de Trabajo	39.819	(53.264)	(12.413)	15.616	(7.078)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	80.085	(701)	4.481	20.650	(1.253)
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	(1)	(1)	(1)	0	0
Inversiones de Capital	(26.108)	(9.702)	(2.636)	(3.055)	(4.250)
Dividendos	(70.000)	(10.000)	0	(12.000)	(27.765)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(16.024)	(20.404)	1.844	5.595	(33.268)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	23	0	0
Otras Inversiones, Neto	(14)	(21)	(14)	128	0
Variación Neta de Deuda	30.448	3.718	(17.330)	2.118	36.852
Variación Neta del Capital	0	0	0	12.000	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0
Variación de Caja	14.410	(16.706)	(15.477)	19.841	3.584
Estado de Resultados					
Ventas Netas	1.031.495	794.149	635.788	609.918	618.634
Variación de Ventas (%)	29,9	24,9	4,2	(1,4)	11,5
EBIT Operativo	42.422	65.312	1.706	1.741	11.048
Intereses Financieros Brutos	4.010	3.990	4.904	5.127	4.343
Alquileres	0	0	0	0	0
Resultado Neto	39.278	64.655	(1.968)	(2.686)	6.403
Otros Indicadores					
IRR	48.724	64.569	25.784	38.886	223.186
Deuda Total Neta de IRR	37.258	(9.425)	25.662	29.911	(156.542)
(Deuda Total - IRR) / EBITDA	0,8	(0,1)	4,1	4,8	(10,3)
(Deuda Total Neta - IRR) / EBITDA	0,4	(0,2)	0,6	(1,2)	(11,4)
Caja e Inversiones corrientes + IRR / Deuda Corto Plazo (%)	460,9	375,9	627,9	423,1	2.774,1
Deuda Corto Plazo / IRR	0,3	0,3	0,3	0,5	0,0

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
- Tn: Toneladas

Anexo IV. Características del instrumento

Obligaciones Negociables por hasta U\$S 60 millones.

Monto Autorizado:	USD 60 millones
Monto Emisión:	USD 60 millones
Moneda de Emisión:	dólares
Fecha de Emisión:	3 de enero de 2016
Fecha de Vencimiento:	3 de enero de 2028
Amortización de Capital:	cuotas trimestrales e iguales una vez finalizado el período de gracia
Intereses:	6%
Cronograma de Pago de Intereses:	trimestralmente
Destino de los fondos:	<p>Los fondos serán utilizados por el Emisor para cubrir requisitos financieros generales del Grupo Marfrig: Optimización de la estructura financiera del Grupo Marfrig en Uruguay, tanto del Emisor como de los Garantes Locales, como sustitución de endeudamiento a corto plazo contraído con instituciones financieras locales; pago de dividendos al accionista Marfrig Global Foods S.A. (por parte del emisor o los garantes locales) por hasta USD 30 millones para contribuir a la optimización de la estructura financiera del grupo a nivel global y financiamiento de inversiones en activos fijos de las entidades del Grupo Marfrig en Uruguay en su conjunto, las cuales para el próximo año se estima no excedan los USD 4 millones. El pago de dividendos al accionista se evaluará en función de las posibilidades de sustitución de préstamos bancarios, así como la proyección de necesidades de caja y capital de trabajo en el corto plazo.</p>
Garantías:	<p>En garantía del repago de las Obligaciones Negociables los Garantes Locales y Marfrig Global Foods S.A. se constituirán en fiadores o garantes solidarios del Emisor. Además, se constituyó un "Fideicomiso de Garantía Obligaciones Negociables Cledinor", al que el Emisor y los Garantes Locales le cedieron los créditos de todas las ventas realizadas en el mercado local de la República Oriental del Uruguay. Cabe destacar que no forma parte de la definición de Créditos Cedidos los créditos que se originen por las ventas realizadas en el mercado local de la República Oriental del Uruguay entre los propios Fideicomitentes. El Fiduciario deberá retener mensualmente mientras no exista un Caso de Incumplimiento (I) el monto equivalente a 1/3 (un tercio) de los Intereses a ser pagados en el próximo Día de Pago de Intereses bajo las Obligaciones Negociables; y (II) vencido el período de gracia bajo las Obligaciones Negociables, un monto equivalente a 1/3 (un tercio) de la parte de Capital e Intereses a ser abonada en el próximo Día de Pago de Capital e Intereses bajo las Obligaciones Negociables. Llegado un Día de Pago de Intereses o un Día de Pago de Capital e Intereses, según corresponda, el Fiduciario transferirá al Agente de Pago los montos existentes en estas Cuentas Garantía para el pago de las sumas debidas bajo las Obligaciones Negociables.</p>
Opción de Rescate:	<p>A partir del sexto año de la fecha de emisión, el Emisor podrá optar por rescatar anticipadamente total o parcialmente las Obligaciones Negociables, con una notificación a la Entidad Representante, al Agente de Pago y al Banco Central del Uruguay no menor a 30 días corridos, en cuyo caso el precio del rescate se estipula en 102% del capital adeudado a la fecha del efectivo.</p>
Ratio de Endeudamiento Máximo:	<= 4.00
Ratio de Cobertura de deuda	> 1.75
Ratio de garantía	>1.00
Cross-Default:	A partir de USD 3 millones con cualquiera de los garantes locales. Incumplimiento de Marfrig Global Food S.A. de los bonos emitidos en junio 2016 por USD 1000 millones

Anexo V. 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 31 de enero de 2023, confirmó en 'A(uy)' las calificaciones de Emisor y las Obligaciones Negociables por hasta US\$ 60 millones emitidas por **Cledinor S.A.**

La Perspectiva es Positiva

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 sea 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 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 23 de septiembre de 2022 disponible en www.fixscr.com. El informe 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 al Perfil Financiero, se resumen los hechos relevantes del período bajo el título de Liquidez y Estructura de Capital

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

Fuentes

- Estados Contables Combinados del grupo Marfrig Uruguay (Cledinor S.A., Establecimientos Colonia S.A., Frigorífico Tacuarembó S.A. y Inaler S.A.) hasta el 30 de septiembre de 2022
- Estados Contables de Cledinor S.A. hasta el 30 de septiembre 2022, Auditor del último balance: Grant Thornton
- Información de gestión del Grupo Marfrig Uruguay
- Prospecto de Emisión de Obligaciones Negociables por hasta US\$ 60 MM.

Criterios Relacionados

Metodología de calificación de Finanzas Corporativas. Registrado ante el Banco Central del Uruguay, disponible en 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 FIX SCR S.A. o la calificador- ha recibido honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. 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 S.A. 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 S.A. 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 S.A. (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 S.A. se basa en información fáctica que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. considera creíbles. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. 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 S.A. 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 S.A. 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 S.A. 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 S.A. y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. 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 S.A. 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 S.A. evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. 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 S.A. no está comprometida en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. 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 S.A. 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 S.A. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. 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 S.A. 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 S.A. 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 disseminación de una calificación de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. no constituye el consentimiento de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. 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 S.A. pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.