Cledinor S. A.

Informe Integral

Calificaciones

Emisor (*)	A(uy)
Obligaciones Negociables por hasta U$S 60 millones	A(uy)
Rating Watch	En Evolucion

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

Resumen Financiero

Consolidado		
($ miles USD)	Año Móvil Marzo 2023	12 Meses
Total Activos	337.835	305.583
Deuda Financiera	119.914	85.982
Ingresos	930.463	1.031.495
EBITDA	26.727	46.987
EBITDA (%)	2,9	4,6
Deuda Total / EBITDA (x)	4,5	1,8
(Deuda Total -IRR) / EBITDA (x)	2,8	0,8

*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

Analistas

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

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

Factores relevantes de la calificación

Confirmación de la calificación y asignación de Rating Watch en evolución: FIX SCR (afiliada de Fitch Ratings) – en adelante FIX – confirmó la calificación de Emisor de Largo plazo y de la ON garantizada emitida por Cledinor S.A. (Cledinor) en A(uy) y asignó Rating Watch en evolución. El Rating Watch en evolución responde al anuncio de venta de ciertos activos operativos ubicados en Brasil, Argentina, Chile y Uruguay por parte de Marfrig Global Foods S.A. (Marfrig) calificada por Fitch Ratings en BB+ (escala internacional) a Minerva S.A. (Minerva) calificada por Fitch Ratings en BB (escala internacional), el cual incluye Cledinor y otros dos frigoríficos que opera Marfrig en Uruguay. Aunque la transacción está sujeta a las aprobaciones regulatorias correspondientes, según las condiciones de las ON una vez perfeccionada la operación, FIX entiende que se podría acelerar el vencimiento de dichas obligaciones por la ejecución de la cláusula de cambio de control, que actualmente ascienden a USD 30 millones. La calificación de las ON se basa también en las operaciones conjuntas de los cuatro frigoríficos que conforman Marfrig Uruguay que actualmente son garantes de las ON pero que de concretarse la transacción se infiere que la unidad no vendida ya no garantizaría dichas ON con el posible cambio en las coberturas en el fideicomiso de garantía.

Venta de activos por parte de Marfrig a Minerva: El anuncio de la venta fue a nivel América Latina (Brasil, Argentina, Chile y Uruguay) por USD 1.500 millones de los cuales Marfrig ya recibió USD 300 millones por varias unidades operacionales de Marfrig a Minerva. Entre las tres unidades de negocios que se venden en Uruguay se incluye Cledinor. El resultado de esta operación requiere de la aprobación de las autoridades económicas anti-monopolio de los países involucrados, cuyo dictamen se estima ocurra durante los próximos 12 meses. Cledinor mantiene vínculos operacionales muy fuertes con Marfrig. De aprobarse esta operación quedaría bajo el amparo de Minerva, como un perfil crediticio levemente más débil en relación con Marfrig. No obstante, esta operación mejora el perfil operativo de Minerva que incrementará su capacidad de producción y reducirá el riesgo del negocio mediante una mayor escala, incremento en la participación de mercado y diversificación geográfica. En tanto, la aprobación de esta operación dispararía la cláusula de "Cambio de Control Accionario" de las ON que ante el cambio de accionista requiere de la convocatoria a asamblea de los tenedores de las ON, que con al menos dos inversores y una tenencia superior al 75% de los saldos vigentes que declaren la caducidad de los instrumentos los mismos se tornan exigibles. Hacia adelante, FIX estima que, de aprobarse la transacción, el emisor cancelará en forma anticipada los instrumentos vigentes.

Buenas métricas operativas: El Grupo Marfrig Uruguay actualmente 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 diversificación regional y de productos vendidos. La diversificación geográfica le permite mitigar el riesgo de 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 (ganado orgánico con trazabilidad, cortes kosher y hamburguesas) le permiten 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 (principalmente China), y en los últimos dos años la apreciación del peso uruguayo en relación al dólar, tienen impacto sobre el flujo operativo del sector y del grupo Marfrig. A marzo 2023 (año móvil), el flujo generado por operaciones (FGO) totalizó USD 9,5 millones, la variación positiva del capital de trabajo rondó los USD 18 millones. Las inversiones de capital rondaron los USD 27 millones

(ampliación de Frigorífico Tacuarembó, fase 2 ya finalizada, y las obras de ampliación de capacidad de faena en curso en Cledinor) y la distribución de dividendos por USD 15 millones (marzo 2023), determinó un déficit del Flujo de Fondos Libres (FFL) negativos por USD 29.9 millones. Hacia adelante, FIX estima que el grupo seguirá generando FGO positivos en el orden de los USD 30 millones, aunque debido a las necesidades de capital del trabajo los Flujos de Fondos Libres se mostraran algo más volátiles.

Inversiones para el incremento de la capacidad productiva: Durante el año en curso (2023) se continuaron con las obras de ampliación de faena de Frigorífico Tacuarembó que incrementó la capacidad de procesamiento hasta 1400 reses/día (fase 2 del programa de expansión) y se continúa en la etapa tres para continuar la ampliación de faena y capacidad de frio. El monto de la inversión total ronda los USD 50 millones, con préstamos bancarios con vencimiento final en 2028. El plan de expansión de capacidad de faena también alcanzó a Cledinor comprendiendo incremento de la capacidad de faena, de frío y el engorde a corral. La ampliación sigue en curso y representó erogaciones del orden de USD 16 millones financiadas con préstamos bancarios de mediano plazo.

Adecuado apalancamiento: A marzo 2023 (año móvil) la deuda financiera del grupo ascendía a USD 119,9 millones con un ratio deuda/EBITDA de 4.5x. La deuda se concentra mayoritariamente en el largo plazo 58% (vencimientos hasta 2028) Un 42% era deuda de corto plazo, mientras que el 26% de la deuda financiera correspondía a ON garantizada y el 74% restante a préstamos bancarios. En tanto, la Deuda Neta/EBITDA ascendió a 3,6x, con una variación respecto del cierre anual 30.09.22 cuando la deuda neta/EBITDA ascendía a 1.4x en parte por un incremento de la deuda financiera de USD 35 millones (financiamiento de capex) y una reducción del nivel de EBITDA que paso de USD 47 millones (cierre 2022) a USD 26,7 millones al año móvil (marzo 2023). Respecto de las Obligaciones Negociables, representan el 26% del endeudamiento financiero y 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 junio 2023, la cuenta reserva era de USD 2,3 millones aproximadamente y el servicio de deuda asciende a USD 2,1 millones. Hacia adelante, FIX no anticipa cambios significativos en el endeudamiento excepto cambios coyunturales y espera que el ratio de deuda sobre EBITDA no supere los 3,5x.

Sensibilidad de la calificación

Las calificaciones de Cledinor podrían verse afectadas de concretarse el cambio del control accionario, el cual dependerá de la situación una vez perfeccionada la operación. FIX entiende que podría acelerar el vencimiento de las ON por la ejecución de la cláusula de cambio de control. FIX monitoreara la evolución de la operación hasta tanto se lleve a cabo la aprobación de las autoridades de los países involucrados. La calificación será revisada ante información actualizada provista por la compañía en cuanto a: i) garantías de las ON y fideicomiso de garantía, ii) declaración de la caducidad de los instrumentos por parte de los tenedores y iii) cambios en el perfil operativo y financiero de Minerva con las nuevas adquisiciones en Uruguay.

Liquidez y Estructura de capital

Adecuada Liquidez: A marzo 2023, la caja e inversiones corrientes del grupo ascendían a USD 24 millones, sin incluir los fondos de reservas por USD 2.3 millones, cubriendo 0.47x los vencimientos de corto plazo (USD 50.6 millones). En tanto, los fondos líquidos más IRR sobre deuda de corto plazo brindaban una cobertura de 136% y la deuda neta menos IRR/EBITDA ascendía a 1.9x.

Perfil del Negocio

El Grupo Marfrig opera en Uruguay a través de cuatro compañías: Cledinor, Establecimientos Colonia, Frigorífico Tacuarembó, e Inaler (en adelante Grupo Marfrig Uruguay o el grupo), constituyendo el principal grupo exportador de carnes de Uruguay, con exportaciones a junio 2023 que rondan el 30% de la industria frigorífica en Uruguay. El grupo además es el mayor

grupo económico de empresas privadas en Uruguay y el mayor empleador privado. El análisis crediticio se basa en las cifras consolidadas del grupo en Uruguay, dado que las cuatro compañías son garantes de las ON, y mantienen una fuerte interrelación, estrategia y management conjunto

Control Accionario - Marfrig

El accionista controlante de las compañías es Marfrig Global Foods S.A. (calificación confirmada el 7 de junio de 2023 por Fitch Ratings en BB+ Perspectiva Estable (suba de rating internacional en octubre 2022) y AAA(br) Perspectiva Estable).

FIX considera que el vínculo entre el Grupo Marfrig Uruguay y su controlante indirecto es fuerte dado las cláusulas de integración operativa, importancia estratégica de la subsidiaria y el incumplimiento cruzado (este último ya no aplica al haber reducido el saldo pendiente de las ON a menos de USD 40 millones)

Marfrig Global Foods es una multinacional brasilera con presencia en 12 países, siendo una de las más diversificadas y con mayor presencia y convirtiéndose en una de las mayores empresas en el mercado mundial de proteínas. Las actividades de la compañía, combinan la producción procesamiento, industrialización, venta y distribución de alimentos a base de proteínas de origen animal, así como otros productos alimenticios diversos, tales como vegetales y postres congelados.

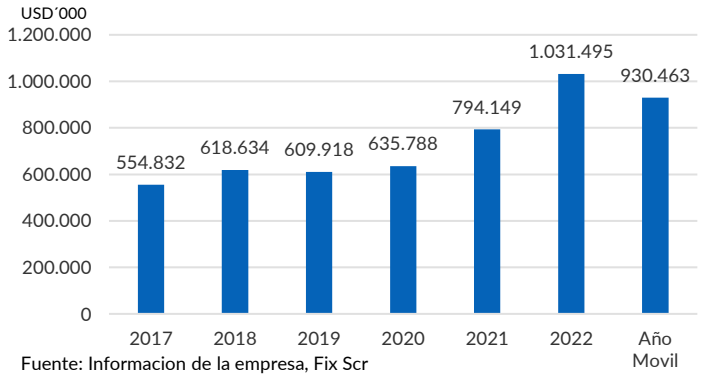
La deuda de la controlante posee una cláusula de incumplimiento cruzado con las ON de sus subsidiarias por USD 40 millones. No obstante, esta cláusula de incumplimiento cruzado se inactivó desde Abril 2022 dado que el remanente de capital fue menor de USD 40 millones. A marzo 2023 las ON de Cledinor totalizaban USD 30 millones.

Operaciones

La estrategia operativa entre Marfrig Uruguay y su accionista controlante se basa en aprovechar las sinergias resultantes de la diversificación geográfica, entre otras fortalezas. El tamaño de las operaciones en Uruguay es reducido en comparación al accionista

Marfrig Uruguay posee cuatro plantas propias y una alquilada, diversificadas en todo el territorio uruguayo, bajo un radio de 200 km. Esta diversificación amplía las fuentes y minimiza los costos del abastecimiento de acuerdo a la calidad de compra del ganado y sus requerimientos de ventas. De igual forma, las cuatro plantas propias cuentan con capacidades para exportar de manera autónoma.

Evolución de Ventas

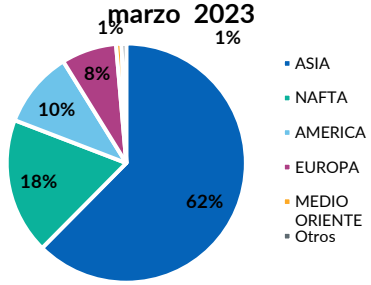


Fuente: Informacion de la empresa, Fix Scr

Comercialización

Las ventas externas rondan el 90% de los ingresos del grupo y se realizaron a través de las compañías vinculadas del grupo Marfrig permitiendo al Grupo en Uruguay lograr flexibilidad en los pagos. Las ventas al continente asiático concentran el principal destino de exportación, representando el 62% del volumen y el 53% de los ingresos en un escenario de precios internacionales volátil y decreciente durante 2022 y lo que transcurre de 2023. A marzo 2023, los ingresos por exportacion ascendieron a USD 373 millones. En relacion al período anterior

Exportaciones regionales (tons) marzo 2023



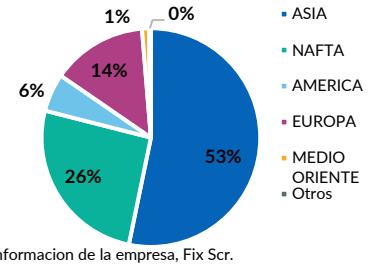
Fuente: Informacion de la empresa, Fix Scr.

las ventas externas se contrajeron 21% en montos y 14% en toneladas. Los precios internacionales durante ese periodo se contrajeron 8% Las ventas al mercado interno en el mismo periodo se incrementaron 7% las ventas al mercado interno no superan el 10% de la facturacion total del grupo)

Total Exportaciones por Region	Total 31 de Marzo 2023			
	USD	Part%	Ton	Part%
Asia	198213	53%	49615	62%
Nafta	95789	26%	14632	18%
Europa	52495	14%	5928	7%
America	20923	6%	8209	10%
Medio Oriente	3787	1%	590	1%
Otros (Rusia/Oceania/Africa)	1089	0%	502	1%
	372296	100%	79476	100%

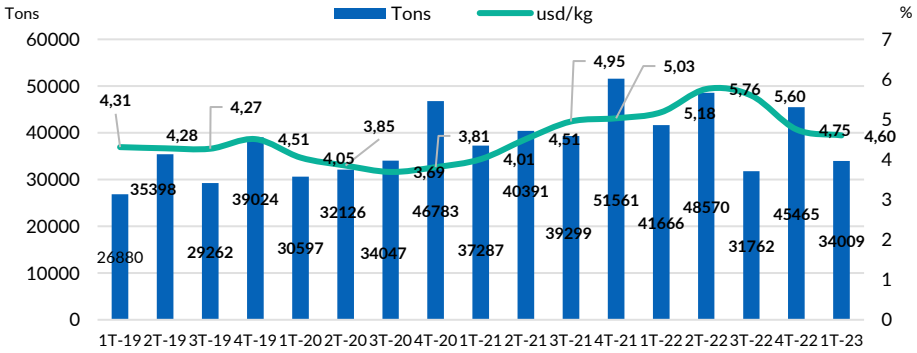
Fuente: Informacion de la empresa, Fix Scr

Exportaciones regionales (USD) marzo 2023



Fuente: Informacion de la empresa, Fix Scr.

Ventas Mercado Externo

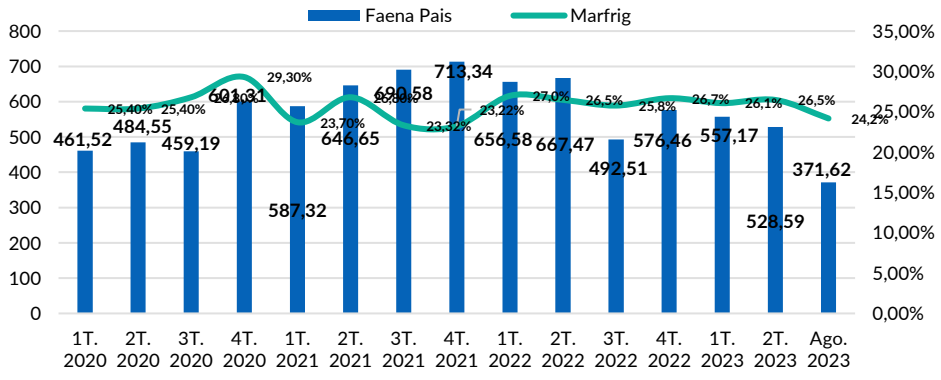


Fuente: Informaciòn de la empresa, Fix Scr

Posición competitiva

El grupo Marfrig a agosto 2023 totalizó el 26% de las cabezas bovinas faenadas a nivel país (R.O.U.). El grupo mantiene desde 2006 una participación de mercado en la faena de bovinos superior al 25%. En el período octubre 22 – agosto 2023 el grupo faenó 529 mil cabezas de ganado bovino, equivalentes al 26.6% de la faena total. El principal competidor en Uruguay, es el grupo Minerva con una participación de mercado cercano al 20%. Minerva Foods adquirió recientemente Breeders Packers sumando un 6% adicional a su participación.

Faena Pais - Miles de cabezas vacunas



Fuente: Informaciòn de la empresa, Fix Scr

Las exportaciones del Grupo Marfrig representan más del 30% de las exportaciones totales del sector cárnico uruguayo. El grupo incrementó la capacidad de faena a 1400 reses/día en Frigorífico Tacuarembó y las obras de Cledinor incrementan la capacidad de faena individual en un 6% mas. La utilización de capacidad de faena es elevada. Adicionalmente, han incurrido en inversiones para la cría de ganado en campos certificados, contando con un millón de hectáreas certificadas con destino a la exportación de carne de ganado ecológico con trazabilidad para reducir la huella de carbono. Este es un negocio de nicho con muy buenos precios y destino final USA. En cuanto a los feedlots cuentan con 650 has y se incrementaron la cantidad de corrales que permitieron pasar de 15000 a 20000 cabezas de ganado.

Riesgo del sector

Fitch Ratings espera que la perspectiva del sector proteínas (nivel global) se deteriore debido a un entorno de consumo debilitado, altas tasas de interés y desafíos en la industria que incluyen riesgo sanitario y ciclo del ganado.

Demanda Global Resiliente: Fitch cree que el consumo de proteínas (a nivel global) permanecerá resiliente, con un crecimiento estimado en 0.8% para 2023 vs. 2.8% y.o.y. en 2022 de acuerdo con el USDA. El impulsor del crecimiento es el consumo de proteína aviar, en tanto que en 2022 el impulsor fue la proteína porcina. USDA estima que el consumo global de proteína aviar continuara creciendo a una tasa de 1.3% y.o.y en 2023, en tanto la proteína vacuna y porcina mostrara un consumo amesetado. A nivel global el cerdo continúa siendo la proteína de mayor consumo, seguido de aves y bovinos.

Brotes de enfermedades animales: El potencial de un brote de enfermedades sigue siendo un riesgo material para el sector y podría exacerbar una oferta ajustada de proteínas, llevando a incrementos en los precios minoristas y elevar barreras a la exportación. Los brotes pasados incluyen fiebre aviar en USA y Europa, la fiebre porcina africana sobre Asia y Europa y el síndrome de la vaca loca (BSE) en Brasil.

Incremento de las importaciones Chinas: China es el principal consumidor de carnes continua impulsando el comercio global. El consumo chino es un impulsor crucial de la demanda de proteína Latinoamericana en virtud de sus importaciones y su alta participación en el comercio internacional. Fitch espera que las importaciones Chinas de proteínas se incrementen en torno a 4% y.o.y. en 2023 de acuerdo al USDA impulsado por el crecimiento de proteína aviar, porcina y la reapertura de la economía.

Consideraciones ESG: La industria proteica animal se encuentra bajo escrutinio por la deforestación en Sudamérica, emisiones de gas, y preocupaciones sanitarias por parte de los gobiernos, los inversores y las organizaciones no gubernamentales. Estos factores inherentes a la producción animal, podrían conducir a restricciones adicionales en los mercados internacionales o limitar el acceso a los mercados de capitales.

FIX considera las adecuadas perspectivas sectoriales debido a la normalización de la faena en Uruguay, un lento recupero de la demanda mundial de carne, principalmente producto de la caída en la demanda por parte de China, y precios internacionales estabilizados.

Una reducción del consumo global podría limitar los incrementos de precios y afectar los márgenes.

La persistencia en altos costos de materias primas(granos) y una recuperación lenta del rodeo americano podría demorar la recuperación de los productores cárnicos estadounidenses.

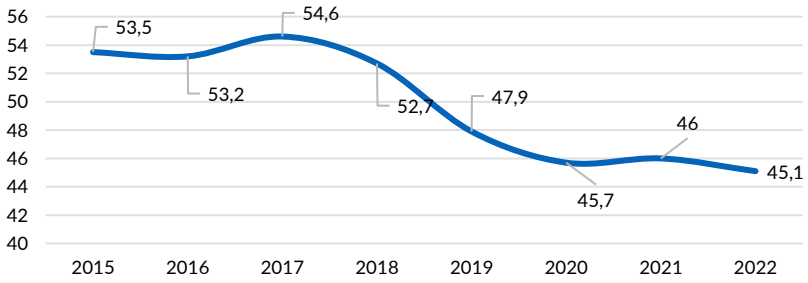
Una reducción de las importaciones por parte de China originado en débil consumo, o barreras al comercio podría afectar a los exportadores de proteína animal.

La respuesta al efecto ESG y el efecto crediticio de mediano plazo depende de la implementación de cambios regulatorios, las preferencias de los consumidores y los patrones de demanda.

La producción bovina es una de las principales actividades económicas de Uruguay, aprox. el 67% de la superficie explotada se dedica a la producción bovina. Uruguay actualmente está dentro del grupo de países "sin aftosa con vacunación". En el año 2023 disminuyó la faena a nivel nacional debido a que en 2021 y 2022 se faenaron animales más jóvenes. Actualmente, esta situación se está corrigenda con tendencia a la baja. Mientras que en 2020 se habían faenado 2 millones de cabezas, en 2021 y 2022 se faenaron 2,6 millones y 2,4 millones respectivamente. En tanto, a septiembre 2023 (9 meses), se registró una caída de las exportaciones del 27%, respecto del mismo período en 2022. Esto se debe a una caída de 31% en las ventas a China. En cuanto a los precios, en 2021 y 2022 fueron históricamente elevados, principalmente producto de la fuerte demanda por parte de China, mientras que en 2023 se corrigieron a la baja normalizándose a precios históricos.

El consumo per cápita se retrajo levemente respeto del ciclo anterior

Consumo per capita (kg/hab)



Fuente: INAC, Fix Scr

Factores de Riesgo de la Compañía

- Volatilidad de los márgenes dado por los precios del principal insumo (commodity i.e. cortes exportables a China) el precio del ganado evoluciona en función de la demanda China. Cledinor/Grupo Marfrig es tomador de precios.
- Volatilidad de los precios internacionales y medidas fitosanitarias.
- Factores climáticos inciertos.
- Alta exposición al ciclo de negocio ganadero.

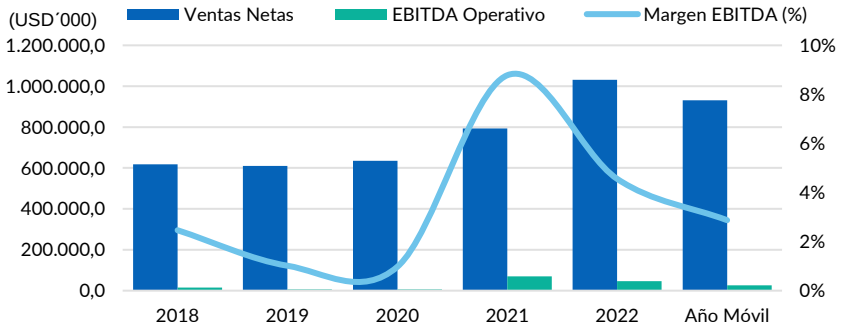
Perfil Financiero

Rentabilidad

El nivel de EBITDA del grupo es volátil. La rentabilidad de la industria depende de la disponibilidad del ganado y los precios de la hacienda versus precios, principalmente de exportación, El mayor destino de las exportaciones uruguayas y del grupo Marfrig es a China, la demanda creciente o decreciente de esta última tiene alta influencia en los precios del ganado vacuno. En este sentido Grupo Marfrig es un tomador de precios. El costo del ganado representa el 80% de los costos del grupo en tanto los costos fijos, salarios, administración y comercialización se manejan en pesos uruguayos. Dada la apreciación del peso uruguayo en relación al dólar, 4% durante los últimos dos años, los costos fijos se han visto incrementados medidos en dólares estadounidenses, afectando en parte la rentabilidad del grupo.

A marzo 2023, (año móvil) el nivel de EBITDA totalizo USD 26.7 millones con un margen de 2.9% que compara en forma desfavorable al año móvil marzo 2022 (EBITDA USD76 millones y margen de 8%) La apreciación del peso uruguayo tuvo mayor impacto sobre los costos totales. La facturación a marzo 2023 (año móvil) ascendió a USD 930 millones vs. la facturación del año móvil marzo 2022 que totalizó USD 949 millones. La facturación del grupo a marzo 2023 (año móvil) mostró una contracción en el orden del 19% como resultado de una reducción del 14% en los volúmenes exportados (79mil toneladas vs. 93mil toneladas a marzo 2022) y precios internacionales que se contrajeron en el orden del 8% medidos interanualmente.

Evolución Ventas



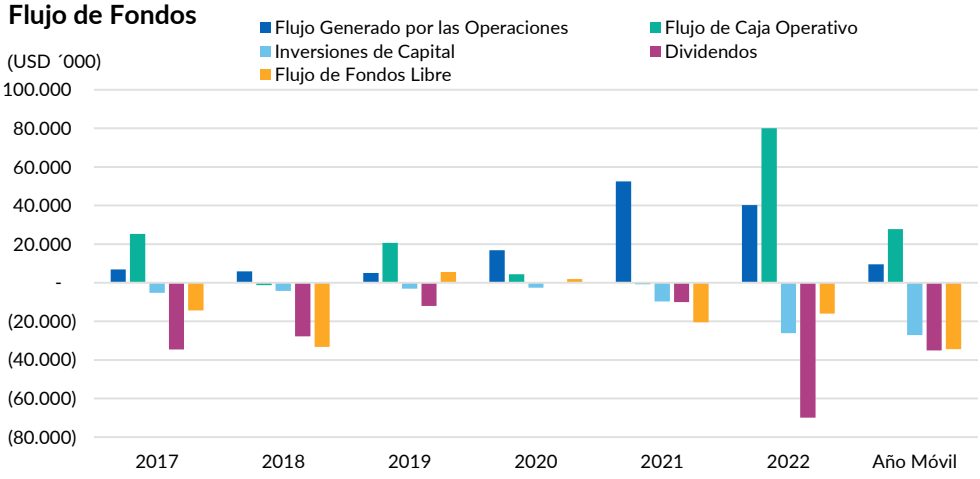
Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Hacia adelante, Fix estima que el grupo seguirá manteniendo los niveles de facturación con márgenes de EBITDA estabilizados en 4%

Flujo de Fondos

A marzo 2023 (año móvil), el flujo generado por operaciones (FGO) totalizó USD 9,5 millones, la variación positiva del capital de trabajo rondó los USD 18 millones. Las inversiones de capital rondaron los USD 27 millones (ampliación de Frigorífico Tacuarembó y las obras en curso de Cledinor) y la distribución de dividendos por USD 35 millones determinó un déficit del Flujo de Fondos Libres (FFL) por USD 34.4 millones. Si bien la ampliación de capacidad de faena de Tacuarembó se finalizó a mediados del 2023, el impacto sobre los flujos de fondos se podrá apreciar hacia el cierre del ciclo 2024.

Flujo de Fondos



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Inversiones de Capital

USD '000	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Año Móvil
Inversiones de Capital	5.147	4.250	3.055	2.636	9.702	26.108	27.115
Ventas	554.832	618.634	609.918	635.788	794.149	1.031.495	930.463
Inversiones/Ventas	0,9%	0,7%	0,5%	0,4%	1,2%	2,5%	2,9%

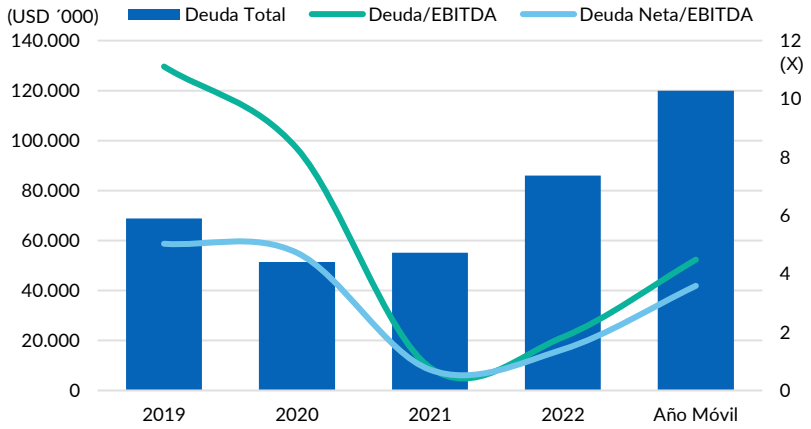
Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Hacia adelante, Fix estima que el grupo Marfrig seguirá presentando FGO positivos, en torno a USD 30 millones, aunque en función de la política de inversiones (capex) y la distribución de dividendos el FFL seguirá mostrando un comportamiento volátil.

Liquidez y Estructura de Capital

El endeudamiento del Grupo puede ser volátil dependiendo del flujo generado. A marzo 2023 (año móvil), la deuda financiera del grupo ascendía a USD 119.9 millones con un ratio deuda/EBITDA de 4.5x. Un 42% era deuda de corto plazo incluyendo vencimientos corrientes de ON´s y deuda bancaria de largo plazo, en tanto el remanente de la deuda financiera incluye USD 30 millones de la ON garantizada y deudas bancarias de mediano plazo de Cledinor y Frigorífico Tacuarembó. La Deuda Neta/EBITDA ascendió a 3.6x. Con respecto de las Obligaciones Negociables, representan el 50% del endeudamiento financiero y 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 junio 2023, la cuenta reserva era de USD 2.3 millones aproximadamente y el servicio de deuda asciende a USD 2.1 millones.

Deuda Total y Endeudamiento



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

La liquidez del grupo es moderada. A marzo 2023, la caja e inversiones corrientes del grupo ascendían a USD 23.9 millones, sin incluir los fondos de reservas por USD 2.3, cubriendo 0.6x los vencimientos de corto plazo (USD 50.6 millones). En tanto, los fondos líquidos más IRR sobre deuda de corto plazo brindaban una cobertura de 1.4x y La deuda neta menos IRR/EBITDA ascendía a 1.9x.

Hacia adelante Fix estima que Grupo Marfrig mantendrá un escenario de liquidez moderada.

Liquidez - Marfrig SA							
USD '000	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**Año Móvil**
EBITDA Operativo	11.769	15.235	6.192	6.200	69.736	46.987	26.727
Caja e Inversiones Corrientes	14.223	17.800	37.639	22.164	5.458	19.869	23.972
Deuda Corto Plazo	25.738	8.687	18.086	7.637	18.630	14.884	50.662
Deuda Largo Plazo	3.353	57.957	50.711	43.810	36.513	71.098	69.251
Inventarios de Rápida Realización	327.925	223.186	38.886	25.784	64.569	48.724	44.823
Indicadores Crediticios							
LTM EBITDA / Deuda CP	0,5	1,8	0,3	0,8	3,7	3,2	0,5
LTM EBITDA + Disponibilidades / Deuda CP	1,0	3,8	2,4	3,7	4,0	4,5	1,0
LTM EBITDA + Disponibilidades + IRR / Deuda CP	13,8	29,5	4,6	7,1	7,5	7,8	1,9
IRR + Disponibilidades / Deuda CP	13,3	27,7	4,2	6,3	3,8	4,6	1,4
Deuda Total / LTM EBITDA	2,5	4,4	11,1	8,3	0,8	1,8	4,5

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Fondeo y Flexibilidad Financiera

El grupo posee un demostrado acceso al financiamiento bancario operando actualmente con todos los bancos de plaza.
Las inversiones del ciclo iniciado en 2021 que continuaron durante 2022 y 2023 fueron financiadas por líneas de mediano plazo (entre 3 y 5 años) con diversos bancos. Cuentan con financiamiento hasta 10 años de plazo por el B.R.O.U.

Anexo I – Resumen Financiero

Resumen Financiero - Cledinor S.A.

(miles de USD, año fiscal finalizado en septiembre)

Cifras Consolidadas							
Normas Contables	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
Período	Año Móvil	jun-23	2022	2021	2020	2019	2018
	12 meses	9 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
Rentabilidad							
EBITDA Operativo	7.535	9.369	10.281	17.474	(628)	(2.788)	2.832
EBITDAR Operativo	7.535	9.369	10.281	17.474	(628)	(2.788)	2.832
Margen de EBITDA	3,7	6,0	4,6	9,2	(0,5)	(2,6)	2,2
Margen de EBITDAR	3,7	6,0	4,6	9,2	(0,5)	(2,6)	2,2
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	8,8	12,6	9,7	8,8	9,9	1,8	4,4
Margen del Flujo de Fondos Libre	(4,1)	(0,8)	(3,0)	(4,1)	(14,6)	(12,6)	(3,6)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	28,4	52,7	39,0	28,4	(56,5)	(22,5)	4,9
Coberturas							
FGO / Intereses Financieros Brutos	2,1	4,1	2,4	5,8	1,8	0,4	1,3
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	2,7	4,6	4,0	6,0	(0,2)	(0,7)	1,0
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	2,7	4,6	4,0	6,0	(0,2)	(0,7)	1,0
EBITDA / Servicio de Deuda	0,5	0,6	1,0	1,7	(0,1)	(0,2)	0,4
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	0,5	0,6	1,0	1,7	(0,1)	(0,2)	0,4
FGO / Cargos Fijos	2,1	4,1	2,4	5,8	1,8	0,4	1,3
FFL / Servicio de Deuda	(0,3)	0,1	(0,4)	0,3	(1,4)	(0,8)	(0,2)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	(0,2)	0,2	(0,1)	0,5	(0,6)	2,0	0,8
FCO / Inversiones de Capital	1,0	1,4	8,9	1,4	(16,9)	(48,6)	1,1
Estructura de Capital y Endeudamiento							
Deuda Total Ajustada / FGO	9,0	4,7	8,3	2,6	8,2	41,7	15,9
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	6,8	4,1	5,1	2,5	(80,4)	(21,6)	21,7
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	6,6	4,0	4,7	2,4	(67,2)	(9,6)	18,9
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	6,8	4,1	5,1	2,5	(80,4)	(21,6)	21,7
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	6,6	4,0	4,7	2,4	(67,2)	(9,6)	18,9
Costo de Financiamiento Implicito (%)	4,9	5,3	5,4	6,2	6,1	6,2	9,1
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	26,8	26,8	14,0	16,5	14,5	13,3	8,3
Balance							
Total Activos	100.883	100.883	84.306	96.088	80.269	101.088	91.601
Caja e Inversiones Corrientes	2.056	2.056	3.464	1.927	8.237	33.421	8.054
Deuda Corto Plazo	13.779	13.779	7.293	7.240	7.328	7.973	5.094
Deuda Largo Plazo	37.680	37.680	44.898	36.513	43.123	52.197	56.479
Deuda Total	51.459	51.459	52.191	43.753	50.451	60.170	61.573
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	51.459	51.459	52.191	43.753	50.451	60.170	61.573
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	51.459	51.459	52.191	43.753	50.451	60.170	61.573
Total Patrimonio	17.070	17.070	13.599	21.749	9.191	15.550	18.352
Total Capital Ajustado	68.530	68.530	65.791	65.502	59.642	75.720	79.924

Flujo de Caja							
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	2.971	6.198	3.725	14.055	2.794	(2.345)	924
Variación del Capital de Trabajo	3.010	1.357	5.870	(12.829)	(19.716)	(10.922)	163
Flujo de Caja Operativo (FCO)	5.980	7.555	9.595	1.226	(16.922)	(13.267)	1.087
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(5.939)	(5.540)	(1.075)	(846)	(1.000)	(273)	(1.010)
Dividendos	(8.476)	(3.302)	(15.301)	0	0	0	(4.763)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(8.435)	(1.287)	(6.781)	380	(17.921)	(13.540)	(4.685)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	0	48	0	0
Otras Inversiones, Neto	0	0	0	0	0	44.063	(45.737)
Variación Neta de Deuda	8.473	(699)	8.296	(6.648)	(6.777)	(4.180)	55.687
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0	0	0
Variación de Caja	38	(1.986)	1.515	(6.268)	(24.650)	26.343	5.265
Estado de Resultados							
Ventas Netas	203.346	157.038	224.603	190.844	122.541	107.096	131.289
Variación de Ventas (%)	(9,5)	(30,1)	17,7	102,2	152,9	6.504,9	(1,6)
EBIT Operativo	6.507	8.592	9.318	16.527	(1.579)	(3.776)	1.883
Intereses Financieros Brutos	2.761	2.030	2.574	2.924	3.381	3.788	2.953
Alquileres	0	0	0	0	0	0	0
Resultado Neto	4.617	6.360	6.316	12.115	(5.960)	(3.711)	1.037
Otros Indicadores							
IRR	7.918	7.918	7.844	6.898	5.671	7.030	11.451
Deuda Total Neta de IRR	43.542	43.542	44.347	36.856	44.780	53.140	50.121
(Deuda Total - IRR) / EBITDA	5,8	3,5	4,3	2,1	(71,3)	(19,1)	17,7
(Deuda Total Neta - IRR) / EBITDA	5,5	3,3	4,0	2,0	(58,2)	(7,1)	14,9
Caja e Inversiones corrientes + IRR / Deuda Corto Plazo (%)	72,4	72,4	155,1	121,9	189,8	507,3	382,9
Deuda Corto Plazo / IRR	1,7	1,7	0,9	1,0	1,3	1,1	0,4

Resumen Financiero - Marfrig Uruguay

(miles de USD, año fiscal finalizado en septiembre)

Cifras Consolidadas						
Normas Contables	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
Período	Año Móvil	2023	2022	2021	2020	2019
	12 meses	6 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
Rentabilidad						
EBITDA Operativo	26.727	25.517	46.987	69.736	6.200	6.192
EBITDAR Operativo	26.727	25.517	46.987	69.736	6.200	6.192
Margen de EBITDA	2,9	6,0	4,6	8,8	1,0	1,0
Margen de EBITDAR	2,9	6,0	4,6	8,8	1,0	1,0
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	7,1	21,1	27,2	34,8	20,9	8,2
Margen del Flujo de Fondos Libre	(3,7)	(7,0)	(1,6)	(2,6)	0,3	0,9
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	27,5	52,2	47,4	81,7	(3,6)	(9,8)
Coberturas						
FGO / Intereses Financieros Brutos	2,8	7,5	11,0	14,2	4,4	2,0
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	5,1	8,8	11,7	17,5	1,3	1,2
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	5,1	8,8	11,7	17,5	1,3	1,2
EBITDA / Servicio de Deuda	0,5	0,5	2,5	3,1	0,5	0,3
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	0,5	0,5	2,5	3,1	0,5	0,3
FGO / Cargos Fijos	2,8	7,5	11,0	14,2	4,4	2,0
FFL / Servicio de Deuda	(0,5)	(0,9)	(0,6)	(0,7)	0,5	0,5
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	(0,1)	(0,5)	0,4	(0,5)	2,3	2,1
FCO / Inversiones de Capital	1,0	0,0	3,1	(0,1)	1,7	6,8
Estructura de Capital y Endeudamiento						
Deuda Total Ajustada / FGO	8,1	2,7	1,9	1,0	2,4	6,8
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	4,5	2,3	1,8	0,8	8,3	11,1
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	3,6	1,9	1,4	0,7	4,7	5,0
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	4,5	2,3	1,8	0,8	8,3	11,1
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	3,6	1,9	1,4	0,7	4,7	5,0
Costo de Financiamiento Implicito (%)	6,0	5,7	5,7	7,5	8,2	7,6
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	42,2	42,2	17,3	33,8	14,8	26,3
Balance						
Total Activos	337.835	337.835	303.583	291.314	213.532	232.114
Caja e Inversiones Corrientes	23.972	23.972	19.869	5.458	22.164	37.639
Deuda Corto Plazo	50.662	50.662	14.884	18.630	7.637	18.086
Deuda Largo Plazo	69.251	69.251	71.098	36.513	43.810	50.711
Deuda Total	119.914	119.914	85.982	55.144	51.446	68.797
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	119.914	119.914	85.982	55.144	51.446	68.797
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	119.914	119.914	85.982	55.144	51.446	68.797
Total Patrimonio	86.932	86.932	76.638	107.360	52.705	54.674
Total Capital Ajustado	206.846	206.846	162.621	162.504	104.152	123.471
Flujo de Caja						
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	9.476	18.937	40.266	52.563	16.894	5.034
Variación del Capital de Trabajo	18.281	(18.776)	39.819	(53.264)	(12.413)	15.616
Flujo de Caja Operativo (FCO)	27.757	161	80.085	(701)	4.481	20.650
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	(1)	(2)	(1)	(1)	(1)	0
Inversiones de Capital	(27.115)	(14.633)	(26.108)	(9.702)	(2.636)	(3.055)

Dividendos	(35.043)	(15.043)	(70.000)	(10.000)	0	(12.000)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(34.402)	(29.517)	(16.024)	(20.404)	1.844	5.595
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	0	23	0
Otras Inversiones, Neto	(100)	(86)	(14)	(21)	(14)	128
Variación Neta de Deuda	31.831	33.704	30.448	3.718	(17.330)	2.118
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	12.000
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0	0
Variación de Caja	(2.671)	4.101	14.410	(16.706)	(15.477)	19.841
Estado de Resultados						
Ventas Netas	930.463	423.734	1.031.495	794.149	635.788	609.918
Variación de Ventas (%)	17,2	(19,3)	29,9	24,9	4,2	(1,4)
EBIT Operativo	22.081	23.154	42.422	65.312	1.706	1.741
Intereses Financieros Brutos	5.281	2.913	4.010	3.990	4.904	5.127
Alquileres	0	0	0	0	0	0
Resultado Neto	23.923	25.337	39.278	64.655	(1.968)	(2.686)
Otros Indicadores						
IRR	44.823	44.823	48.724	64.569	25.784	38.886
Deuda Total Neta de IRR	75.091	75.091	37.258	(9.425)	25.662	29.911
(Deuda Total - IRR) / EBITDA	2,8	1,5	0,8	(0,1)	4,1	4,8
(Deuda Total Neta - IRR) / EBITDA	1,9	1,0	0,4	(0,2)	0,6	(1,2)
Caja e Inversiones corrientes + IRR / Deuda Corto Plazo (%)	135,8	135,8	460,9	375,9	627,9	423,1
Deuda Corto Plazo / IRR	1,1	1,1	0,3	0,3	0,3	0,5

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
- Commodities: Productos indiferenciados
- y.o.y.: Interanual

Anexo IV. Características del instrumento

Obligaciones Negociables por hasta U$S 60 millones (Vigentes USD 30 millones).

Monto Autorizado:	USD 60 millones
Monto Emisión:	USD 60 millones
Moneda de Emisión:	dólares
Fecha de Emisión:	3 de enero de 2018
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:	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.
Garantías:	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 I", 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.
Opción de Rescate:	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.
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 **3 de noviembre de 2023**, confirmó en **'A(uy)** las calificaciones de Emisor y las Obligaciones Negociables por hasta US$ 60 millones emitidas previamente por **Cledinor S.A.**

Asimismo, se asignó **Rating Watch En Evolución**.

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.

Rating Watch: una calificación se coloca bajo Rating Watch para advertir a los inversores que existe una razonable probabilidad de cambio en la calificación asignada y la probable dirección de ese cambio. El Rating Watch se designa como "Positivo", indicando una posible suba, "Negativo" en caso de una potencial baja, y "En evolución" cuando no se ha determinado la dirección del posible cambio, y se indica agregando "", "" ó "" respectivamente a la categoría previamente asignada. Generalmente el Rating Watch se resuelve en un periodo relativamente corto de tiempo. El disparador del RW puede ser tanto un anticipo de un evento o puede tratarse de un hecho ya ocurrido, pero en ambos casos, las implicaciones exactas sobre la calificación permanecen indeterminadas. El periodo en el cual el RW está vigente es normalmente usado para reunir mayor información y/o profundizar el análisis. Adicionalmente, el RW puede ser usado cuando las consecuencias sobre la calificación son claras, y existe un evento disparador (por ejemplo, un cambio en la estructura accionaria o una aprobación regulatoria). El RW se extenderá para cubrir el periodo en que el evento disparador sea resuelto o su resultado sea predecible con un alto grado de certeza.

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.

FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA

FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA

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 31 de marzo de 2023
- Estados Contables de Cledinor S.A. hasta el 30 de junio 2023, 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

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 calificadora-, 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. ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB 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 diseminación 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.