

Cledinor S. A. (Cledinor)

Factores relevantes de la calificación

Rating Watch en evolución por cambio de control: La posible venta de Cledinor a Minerva S.A. implica que las ONs Garantizadas puedan ser aceleradas, sumado a que las garantías deban ser modificadas dado que las compañías que garantizan las ONs quedarían divididas entre Minerva y Marfrig. El rating watch en evolución refleja la incertidumbre respecto a cómo se desarrollarán esos eventos. FIX entiende que, de darse la venta, las ONs serán canceladas en forma anticipada.

Venta de activos de Marfrig a Minerva: Cledinor mantiene vínculos operacionales muy fuertes con Marfrig y de aprobarse esta operación quedaría bajo el amparo de Minerva, cuyo perfil crediticio es levemente más débil en relación a Marfrig (Minerva S.A. el 31 de agosto de 2023 Fitch Ratings asignó rating "BB" Perspectiva Estable a escala internacional). Hacia adelante, FIX estima que, de aprobarse la transacción, el emisor cancelará en forma anticipada los instrumentos vigentes con una combinación de fondos propios y toma de nueva deuda.

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 (carne de ganado ecológico 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 septiembre 2023, el flujo generado por operaciones (FGO) rondó los USD 33,6 millones, con una variación negativa del capital de trabajo por USD 16 millones. Las inversiones de capital ascendieron a USD 26 millones (continuación del proyecto de Frigorífico Tacuarembó y ampliación de capacidad de faena en Cledinor) y distribución de dividendos por USD 20 millones redujeron en un flujo de fondos libre (FFL) negativo en torno a USD 28,6 millones. Hacia adelante, FIX estima que el grupo seguirá generando FGO positivos en el orden de los USD 25/30 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 ejercicio 2023 se continuó con las obras de ampliación de faena de Frigorífico Tacuarembó que se estima se completará hacia fines de 2024. El monto de la inversión total rondó USD 50 millones, con préstamos bancarios con vencimiento final en 2032. 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 septiembre 2023, la deuda financiera consolidada ascendía a USD 107 millones, con un ratio Deuda/EBITDA 3,8x. El 58% de la deuda financiera consolidada se concentra en el largo plazo, cuyos vencimientos se extienden hasta 2032. Los vencimientos de corto plazo incluyen la porción corriente de vencimientos de ON y los préstamos bancarios para capital de trabajo. La Deuda Neta/EBITDA arroja un ratio de 3,1x.

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)	30/09/23	30/09/22
Total Activos	303.284	303.583
Deuda Financiera	107.191	85.982
Ingresos	809.415	1.031.495
EBITDA	30.460	46.987
EBITDA (%)	3,8	4,6
Deuda Total / EBITDA (x)	3,5	1,8

*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

Informes Relacionados

Analistas



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



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

Las obligaciones negociables representan el 42% de la deuda financiera total y cuentan con un fideicomiso de garantía y pago. Al 30 de septiembre de 2023, la cuenta reserva era de USD 2.1 millones aproximadamente con un servicio de deuda por el mismo importe. Hacia adelante, FIX estima que la deuda financiera puede variar para atender necesidades de capital de trabajo con una expectativa de ratio Deuda/Ebitda en torno a 3,0x.

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 monitoreará 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

Moderada liquidez y adecuado acceso al financiamiento: A septiembre 2023, la caja e inversiones consolidada ascendían a USD 12 millones, sin incluir los fondos de reserva por USD 2.1 millones, cubriendo 0,27x los vencimientos de corto plazo (USD 45 millones). Adicionalmente, la compañía mantiene buen acceso al financiamiento, contando con líneas ociosas por cerca de USD 50 millones.

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 septiembre 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.

Futura estructura del grupo de concretarse la venta de tres unidades de negocios a Minerva Foods:

El anuncio de la venta fue a nivel América Latina (Brasil, Argentina, Chile y Uruguay) por USD 1.500 millones de los cuales Marfrig Global Foods ya recibió anticipadamente USD 300 millones por la venta de 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. Ante la aprobación por la autoridad de aplicación económica de R.O.U. de la venta de 3 unidades del grupo Marfrig Uruguay a Minerva Foods (Cledinor, Establecimientos Colonia e Inaler) Marfrig Uruguay se concentraría en negocios de mayor valor agregado como cambio de la estrategia de negocios.

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 los niveles de integración operativa, y la importancia estratégica de la subsidiaria.

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 septiembre 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.

Las ventas en el ciclo fiscal 2023 se contrajeron en 21.5%

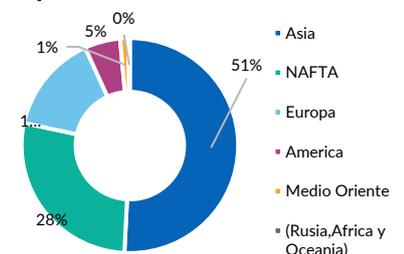


Fuente: Información de la empresa, FIX SCR

Las ventas externas se sitúan en torno al 88% de los ingresos consolidados y se realizaron a través de las compañías vinculadas del grupo Marfrig permitiendo al Grupo en Uruguay lograr flexibilidad en los pagos.

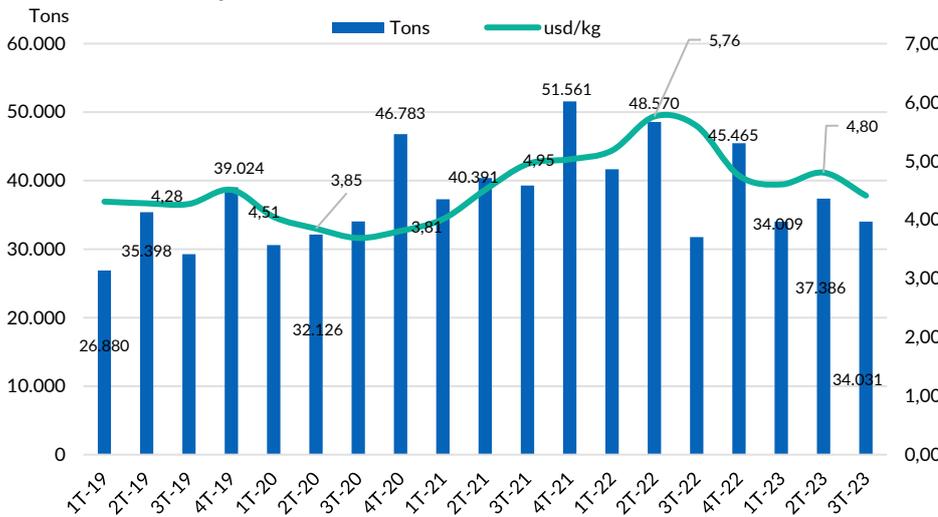
El mercado asiático sigue siendo el principal destino de las exportaciones del grupo con un volumen menor pero representando 60% de las toneladas exportadas y rondando el 51% de los ingresos totales. En orden de importancia el segundo destino es el mercado compuesto por USA, Canada y Mexico (NAFTA) (20% de las exportaciones totales) seguido de America Latina (Brasil, Chile y Argentina). A septiembre 2023, los ingresos por exportación rondaron los USD 701 millones, mostrando una contracción del 24,7% en montos y una reducción del 13% en toneladas debiendo tenerse en cuenta que el ciclo 2022 fue excepcional en materia de precios internacionales que rondaron los USD 5.800/ton

Exportaciones por destino Septiembre 2023 USD'000



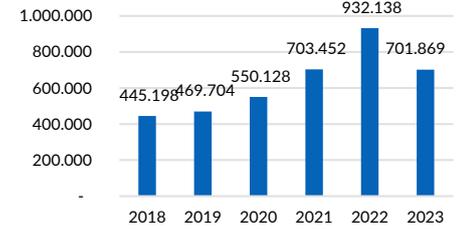
Fuente: Información de la empresa,

Evolucion de las Exportaciones Trimestrales



Fuente: Información de la empresa, FIX Scr

Exportaciones Consolidadas - USD'000



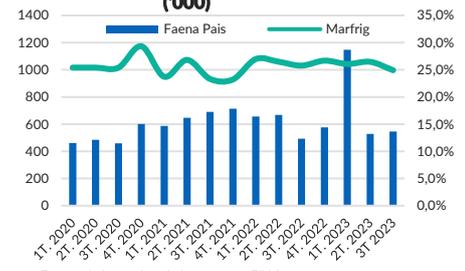
Fuente: Información de la empresa, FIX Scr

Posición competitiva

El grupo Marfrig, a septiembre 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 – septiembre 2023 el grupo faenó 575 mil cabezas de ganado bovino, equivalentes al 25,7% 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.

Las exportaciones del Grupo Marfrig representan más del 30% de las exportaciones totales del sector cárnico uruguayo. El grupo continuó incrementando su capacidad de faena, que se estima se completará hacia fines de 2024. La utilización de capacidad de faena es elevada. Adicionalmente, han incurrido en inversiones para la cría de ganado en campos certificados, con destino a la exportación de ganado ecológico con trackeo para reducir la huella de carbono. Este es un negocio de nicho con muy buenos precios y destino final USA. Se incrementó la capacidad del feed lot con un total de cabezas de ganado en el orden de 20 mil.

Faena Pais - Evolucion cabezas bovinas ('000)



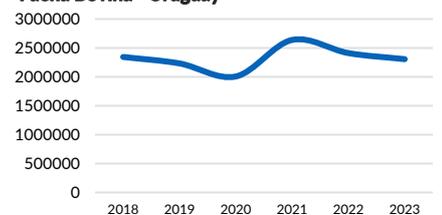
Fuente: Información de la empresa, FIX Scr

Riesgo del sector

El Mercado Uruguayo: La faena de bovinos para el ejercicio finalizado al 30 de junio de 2023 cerró en 2.154.806 cabezas (Fuente: Anuario INAC). Esto significó una disminución del 21,5% respecto al ejercicio 2021/2022 el cual había sido el mayor registro en la última década. Pese al aumento registrado en el primer semestre respecto a los primeros 6 meses del año anterior, en el segundo se aprecia una caída del 19,1% habiéndose faenado 1.085.806 animales siendo el tercer semestre más bajo de los últimos 10 años. En cuanto a exportaciones, para el total del sector cárnico ingresaron 2.665.419 miles de dólares de los cuales el 79,9% corresponde a carne bovina, 4,6% subproducto primario para uso industrial y en tercer lugar menudencias con el 4,2% de lo exportado. Para la carne bovina, en volumen peso canal se exportaron 475.098 toneladas disminuyendo un 23,6% respecto al ejercicio anterior. Es importante mencionar que al igual que la faena el ejercicio anterior ha sido el mayor de los últimos 10 años. Si se compara las toneladas exportadas con el promedio de los últimos diez ejercicios se aprecia un aumento de aproximadamente 25 mil toneladas. En lo que refiere al primer semestre del 2023, se exportaron 233.693 toneladas peso canal; un 20% inferior al mismo período finalizado el 30 de junio de 2022. El ingreso medio por tonelada peso canal ha sido de 4.564 USD/Ton pc en el total del ejercicio, 258 dólares menos por tonelada exportada. Es decir, una variación porcentual negativa de 5,4%.

Un punto para destacar es que tanto en el ejercicio agrícola actual como en el anterior son los únicos dos períodos donde el ingreso medio exportado por carne bovina superó los 4.500 USD/Ton pc.

Faena Bovina - Uruguay



Fuente: INAC



Fuente: INAC, Fix Scr

Por otro lado, el promedio en los últimos 10 ejercicios se ubica en los 3.913 USD/TON pc.

Resumiendo los mercados más relevantes:

- China principal destino de la carne bovina se exportó 278.433 toneladas peso canal(58,6%).
- USMCA (NAFTA) 95.262 toneladas (20,1%).
- Unión Europea 37.807 toneladas (8,0%).

De acuerdo con las estimaciones de Fitch Ratings, la perspectiva del sector proteínas para el año 2024 es neutral. Refleja un consumo global estable para la proteína aviar. La proteína bovina, porcina y aviar permanecerán estables en 2024 con un incremento de la proteína aviar cercana al 1% interanual de acuerdo también con las expectativas del USDA

Los productores y exportadores de proteína latinoamericanos se benefician de bajos costos de producción debidos a monedas débiles y una demanda internacional firme particularmente desde China. Las compañías con amplia diversificación geográfica y proteica mostraran una buena performance en base a su acceso a la demanda internacional y mercados de exportación. China continúa liderando el comercio global, su demanda de proteínas se espera que permanezca estable en 2024 luego del incremento interanual del 7% para 2023, de acuerdo con las estadísticas de USDA. La proteína bovina es la principal importación de China, seguida de la proteína porcina.

Los costos de insumos y materias primas incluyendo granos son la llave para la rentabilidad del sector. USDA pronostica precios menores para el maíz producto de mejores cosechas en USA.

Los potenciales brotes de enfermedades animales siguen siendo un riesgo material para el sector que podrían influir en mayor compresión de los stocks, incrementar los precios minoristas conduciendo a trabas para la exportación.

En el sector cárnico se espera una mejora en los niveles de rentabilidad con leve reducción de los niveles de apalancamiento a lo largo de 2024.

La industria proteica está bajo escrutinio debido a la deforestación, emisiones de gases y preocupaciones sanitarias de los gobiernos, inversores y entidades no gubernamentales. Hasta el momento el impacto de enumerar estos riesgos ha sido limitado. Sin embargo, el impacto de mediano/largo plazo es más incierto y depende de la implementación de cambios regulatorios y preferencias de los consumidores y ciertos patrones de demanda. La mayoría de los emisores han implementado programas plurianuales enfocados en la reducción de emisión de gases de invernadero, iniciativas agrícolas sustentables y monitoreo indirecto para trackear a los proveedores de ganado. La diversificación geográfica mitiga estos factores.

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 de venta, 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 con el 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. Al cierre fiscal a septiembre 2023, el nivel de EBITDA del grupo ronda los USD 30 millones, que compara desfavorablemente contra un ciclo excepcional de volúmenes y precios para el cierre 2022. Los niveles de EBITDA se vieron afectados por baja de precios internacionales, y un contexto de sequía extendido en los dos primeros trimestres de 2023, que afectó la disponibilidad de ganado y los niveles de faena.

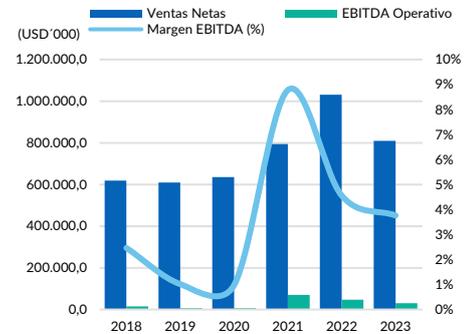
Hacia adelante (sin tomar en cuenta el resultado de la venta de 3 de las unidades de negocios), Fix estima que el grupo seguirá manteniendo los niveles de facturación con márgenes de EBITDA estabilizados en 4%. De concretarse la venta de las unidades productivas, el grupo Marfrig perderá parte de su participación en la faena (se estima que su participación rondaría 15%), sin embargo, concentrará sus ventas en productos de mayor valor agregado estimando mejoras sustanciales en los márgenes de EBITDA.

Flujo de Fondos

A septiembre 2023, el flujo generado por operaciones (FGO) rondó los USD 33,6 millones, con una variación negativa del capital de trabajo por USD 16 millones. Las inversiones de capital ascendieron a USD 26 millones (finalización del proyecto de Frigorífico Tacuarembó y ampliación de capacidad de faena en Cledinor) y distribución de dividendos por USD 20 millones redundaron en un flujo de fondos libre (FFL) negativo en torno a USD 28,6 millones. Las obras de ampliación de F. Tacuarembó finalizaron a mediados de 2023, el impacto positivo sobre el flujo de fondos, no se puede observar al cierre fiscal 2023 pero tendrá un efecto en full recién al cierre fiscal 2024.

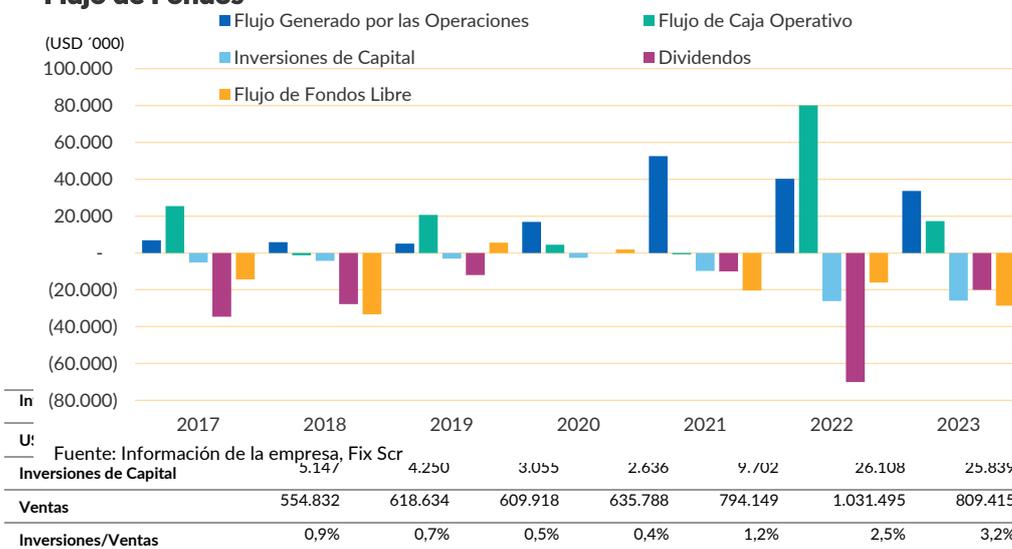
Hacia adelante, FIX estima que el grupo seguirá generando FGO positivos en el orden de los USD 25/30 millones, aunque debido a las necesidades de capital del trabajo los Flujos de Fondos Libres se mostraran algo más volátiles.

Evolución Ventas



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Flujo de Fondos

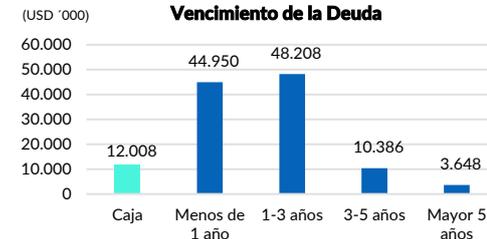


	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Inversiones de Capital	5.147	4.250	3.055	2.636	9.702	26.108	25.839
Ventas	554.832	618.634	609.918	635.788	794.149	1.031.495	809.415
Inversiones/Ventas	0,9%	0,7%	0,5%	0,4%	1,2%	2,5%	3,2%

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

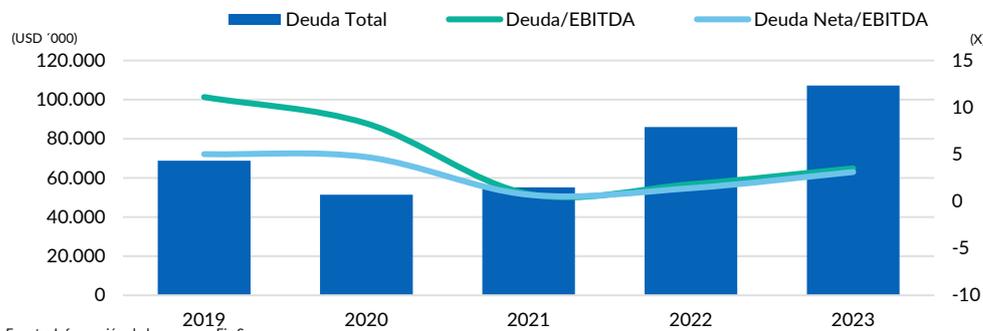
Liquidez y Estructura de Capital

A septiembre 2023, la deuda financiera consolidada ascendía a USD 107 millones, con un ratio Deuda/EBITDA 3,8x. El 58% de la deuda financiera consolidada se concentra en el largo plazo, cuyos vencimientos se extienden hasta 2032. Los vencimientos de corto plazo incluyen la porción corriente de vencimientos de ON y los préstamos bancarios para capital de trabajo. La Deuda Neta/EBITDA arroja un ratio de 3,1x. Las obligaciones negociables representan el 42% de la deuda financiera total. Las obligaciones negociables cuentan con un fideicomiso de garantía y pago. Al 30 de septiembre de 2023 la cuenta reserva era de USD 2.1 millones aproximadamente con un servicio de deuda por el mismo importe. Hacia adelante, Fix estima que la deuda financiera puede variar para atender necesidades de capital de trabajo con una expectativa máxima de ratio Deuda/Ebitda en torno a 3,0x.



Fuente: Información de la compañía, FIX Scr.

Deuda Total y Endeudamiento



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

La liquidez del grupo es moderada. A septiembre 2023, la caja e inversiones consolidadas ascendían a USD 12 millones, sin incluir los fondos de reserva por USD 2.1 millones, cubriendo 0,27x los vencimientos de corto plazo (USD 45 millones). Hacia adelante, FIX estima que el Grupo Marfrig continuara manteniendo niveles de liquidez moderada.

Liquidez - Marfrig SA

USD '000	2019	2020	2021	2022	2023
EBITDA Operativo	6.192	6.200	69.736	46.987	30.460
Caja e Inversiones Corrientes	37.639	22.164	5.458	19.869	12.008
Deuda Corto Plazo	18.086	7.637	18.630	14.884	44.950
Deuda Largo Plazo	50.711	43.810	36.513	71.098	62.242

Indicadores Crediticios

EBITDA / Deuda CP	0,3	0,8	3,7	3,2	0,7
EBITDA + Disponibilidades / Deuda CP	2,4	3,7	4,0	4,5	0,9
Deuda Total / EBITDA	11,1	8,3	0,8	1,8	3,5

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Fondeo y Flexibilidad Financiera

El grupo posee un demostrado acceso al financiamiento bancario operando actualmente con bancos locales. 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). El grupo tiene pre-

acuerdos de financiamiento por hasta 10 años de plazo. En tanto, actualmente la compañía cuenta con líneas ociosas por cerca de USD 50 millones.

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
Período	2023	2022	2021	2020	2019
	12 meses				

Rentabilidad					
EBITDA Operativo	8.097	10.281	17.474	(628)	(2.788)
EBITDAR Operativo	8.097	10.281	17.474	(628)	(2.788)
Margen de EBITDA	4,3	4,6	9,2	(0,5)	(2,6)
Margen de EBITDAR	4,3	4,6	9,2	(0,5)	(2,6)
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	15,5	9,7	8,8	9,9	1,8
Margen del Flujo de Fondos Libre	3,3	(3,0)	(4,1)	(14,6)	(12,6)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	31,2	39,0	28,4	(56,5)	(22,5)

Coberturas

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

Estructura de Capital y Endeudamiento

Deuda Total Ajustada / FGO	5,5	8,3	2,6	8,2	41,7
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	5,5	5,1	2,5	(80,4)	(21,6)
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	5,1	4,7	2,4	(67,2)	(9,6)
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	5,5	5,1	2,5	(80,4)	(21,6)
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	5,1	4,7	2,4	(67,2)	(9,6)
Costo de Financiamiento Implícito (%)	5,5	5,4	6,2	6,1	6,2
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	20,9	14,0	16,5	14,5	13,3

Balance

Total Activos	63.607	84.306	96.088	80.269	101.088
Caja e Inversiones Corrientes	2.958	3.464	1.927	8.237	33.421
Deuda Corto Plazo	9.316	7.293	7.240	7.328	7.973
Deuda Largo Plazo	35.273	44.898	36.513	43.123	52.197
Deuda Total	44.588	52.191	43.753	50.451	60.170
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	44.588	52.191	43.753	50.451	60.170
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	44.588	52.191	43.753	50.451	60.170
Total Patrimonio	9.799	13.599	21.749	9.191	15.550
Total Capital Ajustado	54.387	65.791	65.502	59.642	75.720

Flujo de Caja					
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	5.470	3.725	14.055	2.794	(2.345)
Variación del Capital de Trabajo	15.865	5.870	(12.829)	(19.716)	(10.922)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	21.335	9.595	1.226	(16.922)	(13.267)
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(7.158)	(1.075)	(846)	(1.000)	(273)
Dividendos	(7.972)	(15.301)	0	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	6.205	(6.781)	380	(17.921)	(13.540)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	48	0
Otras Inversiones, Neto	0	0	0	0	44.063
Variación Neta de Deuda	(7.199)	8.296	(6.648)	(6.777)	(4.180)
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0
Variación de Caja	(994)	1.515	(6.268)	(24.650)	26.343
Estado de Resultados					
Ventas Netas	188.315	224.603	190.844	122.541	107.096
Variación de Ventas (%)	(16,2)	17,7	55,7	152,9	6.504,9
EBIT Operativo	7.090	9.318	16.527	(1.579)	(3.776)
Intereses Financieros Brutos	2.649	2.574	2.924	3.381	3.788
Alquileres	0	0	0	0	0
Resultado Neto	3.945	6.316	12.115	(5.960)	(3.711)

Resumen Financiero - Marfrig Uruguay

(miles de USD, año fiscal finalizado en septiembre)

Cifras Consolidadas					
Normas Contables	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
Período	2023	2022	2021	2020	2019
	12 meses				
Rentabilidad					
EBITDA Operativo	30.460	46.987	69.736	6.200	6.192
EBITDAR Operativo	30.460	46.987	69.736	6.200	6.192
Margen de EBITDA	3,8	4,6	8,8	1,0	1,0
Margen de EBITDAR	3,8	4,6	8,8	1,0	1,0
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	21,0	27,2	34,8	20,9	8,2
Margen del Flujo de Fondos Libre	(3,5)	(1,6)	(2,6)	0,3	0,9
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	28,2	47,4	81,7	(3,6)	(9,8)
Coberturas					
FGO / Intereses Financieros Brutos	6,5	11,0	14,2	4,4	2,0
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	5,0	11,7	17,5	1,3	1,2
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	5,0	11,7	17,5	1,3	1,2
EBITDA / Servicio de Deuda	0,6	2,5	3,1	0,5	0,3
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	0,6	2,5	3,1	0,5	0,3
FGO / Cargos Fijos	6,5	11,0	14,2	4,4	2,0
FFL / Servicio de Deuda	(0,4)	(0,6)	(0,7)	0,5	0,5
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	(0,2)	0,4	(0,5)	2,3	2,1
FCO / Inversiones de Capital	0,7	3,1	(0,1)	1,7	6,8
Estructura de Capital y Endeudamiento					
Deuda Total Ajustada / FGO	2,7	1,9	1,0	2,4	6,8
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	3,5	1,8	0,8	8,3	11,1
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	3,1	1,4	0,7	4,7	5,0
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	3,5	1,8	0,8	8,3	11,1
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	3,1	1,4	0,7	4,7	5,0
Costo de Financiamiento Implícito (%)	6,3	5,7	7,5	8,2	7,6
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	41,9	17,3	33,8	14,8	26,3
Balance					
Total Activos	303.284	303.583	291.314	213.532	232.114
Caja e Inversiones Corrientes	12.008	19.869	5.458	22.164	37.639
Deuda Corto Plazo	44.950	14.884	18.630	7.637	18.086
Deuda Largo Plazo	62.242	71.098	36.513	43.810	50.711
Deuda Total	107.191	85.982	55.144	51.446	68.797
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	107.191	85.982	55.144	51.446	68.797
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	107.191	85.982	55.144	51.446	68.797
Total Patrimonio	82.027	76.638	107.360	52.705	54.674
Total Capital Ajustado	189.218	162.621	162.504	104.152	123.471
Flujo de Caja					
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	33.678	40.266	52.563	16.894	5.034

Variación del Capital de Trabajo	(16.424)	39.819	(53.264)	(12.413)	15.616
Flujo de Caja Operativo (FCO)	17.255	80.085	(701)	4.481	20.650
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	(1)	(1)	(1)	(1)	0
Inversiones de Capital	(25.839)	(26.108)	(9.702)	(2.636)	(3.055)
Dividendos	(20.042)	(70.000)	(10.000)	0	(12.000)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(28.628)	(16.024)	(20.404)	1.844	5.595
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	23	0
Otras Inversiones, Neto	(392)	(14)	(21)	(14)	128
Variación Neta de Deuda	21.157	30.448	3.718	(17.330)	2.118
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	12.000
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0
Variación de Caja	(7.863)	14.410	(16.706)	(15.477)	19.841
Estado de Resultados					
Ventas Netas	809.415	1.031.495	794.149	635.788	609.918
Variación de Ventas (%)	(21,5)	29,9	24,9	4,2	(1,4)
EBIT Operativo	25.736	42.422	65.312	1.706	1.741
Intereses Financieros Brutos	6.116	4.010	3.990	4.904	5.127
Alquileres	0	0	0	0	0
Resultado Neto	25.431	39.278	64.655	(1.968)	(2.686)

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
- Feed-lots: engorde a corral.
- USDA: Departamento de Agricultura de los Estados Unidos de Norteamérica.

Anexo IV. Características del instrumento

Obligaciones Negociables por hasta U\$S 60 millones.

Obligaciones Negociables	
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:	Trimestralmente a partir del 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 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 de 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" 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 los créditos Cedidos los créditos que se originan 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 vencido el periodo 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
Cobertura de Intereses Mínima:	>=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 1.000 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 30 de enero de 2024, confirmó en **"A(uy)"** las calificaciones de Emisor y las Obligaciones Negociables por hasta US\$ 60 millones emitidas por **Cledinor S.A.** Asimismo, confirmó el **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.

*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 2023
- Estados Contables de Cledinor S.A. hasta el 30 de septiembre 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



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. (Afilada 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](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.