

Frigorífico Modelo S.A.

Informe de Actualización

Factores Relevantes de la Calificación

Calificaciones

Emisor A-(uy)

Perspectiva

Estable

Resumen Financiero

	30/06/2017	30/06/2016
Uy\$ miles	12 meses	12 meses
Total Activos	4.272.544	3.859.781
Total Deuda Financiera	794.741	523.590
Ingresos	861.163	756.103
EBITDA	232.426	173.999
EBITDA (%)	27,0	23,0
Deuda / EBITDA	3,4x	3,0x
EBITDA/ Intereses	6,9x	7,6x

Ingresos estables en los dos principales segmentos: El reciente desarrollo del segmento de servicios logísticos junto con el segmento de almacenamiento en cámaras de frío generan el 80% del EBITDA de Frigorífico Modelo (Frimosa) otorgándole ingresos estables y predecibles. Además, la compañía opera en otras tres líneas de negocios: jugos y hielo, depósito fiscal y actividad agropecuaria, que le permiten incrementar su rentabilidad en los ciclos positivos del agro. La compañía opera con marcas reconocidas en el mercado siendo líder en los negocios de jugos, hielo y almacenamiento de fríos.

Desarrollo de servicios de logística: En los últimos años la empresa desarrolló un nuevo segmento de negocios, a través de su subsidiaria Doraline S.A., invirtiendo en la construcción de galpones logísticos en el Polo Oeste. A la fecha lleva construidos y comercializados cinco depósitos. Estas inversiones explican en gran medida el flujo de fondos libre negativo de los últimos ejercicios. En el corto plazo la compañía no planea llevar a cabo más inversiones en el Polo Oeste, permitiéndole generar flujo de fondos libres positivo.

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

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

Inversiones de capital fondeadas con deuda de largo plazo: Durante los últimos 4 años, la compañía enfrenta un fuerte cronograma de inversiones por más de USD 6,5 MM en 2017. Para financiar estos proyectos, la empresa cuenta con líneas de inversión productiva con el BROU y además préstamos a largo plazo con bancos de primera línea como el Santander y el BBVA. FIX prevé que en 2018 los ratios de endeudamiento contra flujo continúen en los mismos niveles actuales. No obstante, una vez que finalicen las inversiones de capital la empresa reducirá los niveles de apalancamiento gradualmente.

Sensibilidad de la Calificación

Frigorífico Modelo encaró un plan de inversiones a largo plazo. Esperamos que la compañía opere con un nivel de deuda medido por EBITDA en torno a 3,5x y una cobertura de intereses cerca de 6x. Un deterioro de los indicadores podría motivar una baja de la calificación. Además, una limitada liquidez que derive de flujos libres negativos en los próximos años podría derivar en una baja de la calificación. Por el contrario, se podría revisar la calificación si la compañía consolida sus inversiones y comienza a generar flujos de fondos libres positivos.

Liquidez y Estructura de Capital

A junio 2017 la deuda financiera de corto plazo se ubicaba en \$ 98 MM, la posición de caja y equivalentes ascendía a \$ 223 MM, que le permitía cubrir el total de la deuda de corto plazo. Además la empresa cuenta con inventarios de rápida realización por \$ 38 MM.

FIX: FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A. (afiliada de Fitch Ratings)

Criterios Relacionados

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

Analista Principal:

Martin Frugone
Analista
+5411 5235-8137
martin.frugone@fixscr.com

Analista Principal:

Gabriela Curutchet
Director Asociado
+5411 5235-8122
gabriela.curutchet@fixscr.com

Responsable del Sector:

Cecilia Minguillón
Director Senior
+5411 5235-8123
cecilia.minguillon@fixscr.com

Anexo I. Resumen Financiero

Los IRR se calculan al 80%.

Resumen Financiero - Frigorífico Modelo S.A.

(miles de UYUS\$, año fiscal finalizado en Junio)

Cifras consolidadas

Normas Contables

Tipo de cambio ARS/USD al final del periodo

Tipo de Cambio Promedio

Meses

	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
	28,48	30,58	27,02	22,88	20,55
	28,60	30,10	24,74	22,02	20,00
	jun-17	2016	2015	2014	2013
	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
Rentabilidad					
EBITDA Operativo	232.426	173.999	140.897	97.082	74.485
Margen de EBITDA	27,0	23,0	21,6	18,1	15,4
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	5,8	1,2	3,1	1,1	5,3
Margen del Flujo de Fondos Libre (%)	(15,3)	(22,4)	(12,0)	(7,5)	(26,8)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio (%)	3,6	2,5	3,7	3,2	
Coberturas					
FGO / Intereses Financieros Brutos	7,0	1,9	7,8	3,2	45,8
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	6,9	7,6	10,9	12,8	32,7
EBITDA / Servicio de Deuda	1,8	2,5	2,4	2,2	1,1
FGO / Cargos Fijos	7,0	1,9	7,8	3,2	45,8
FFL / Servicio de Deuda	(0,7)	(2,1)	(1,1)	(0,7)	(2,0)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	1,0	(0,4)	0,9	2,4	(1,0)
FCO / Inversiones de Capital	0,7	0,2	0,8	0,6	0,4
Estructura de Capital y Endeudamiento					
Deuda Total Ajustada / FGO	3,9	25,9	3,9	11,0	0,8
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	3,4	3,0	2,4	1,9	1,1
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	2,5	2,3	1,6	0,4	0,2
Costo de Financiamiento Implícito (%)	4,9	5,3	4,9	5,8	
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	12,3	9,1	13,0	20,2	79,2
Balance					
Total Activos	4.272.544	3.859.781	3.379.033	2.260.295	2.112.604
Caja e Inversiones Corrientes	223.488	118.494	116.414	136.779	61.505
Deuda Corto Plazo	98.050	47.639	44.972	36.414	62.757
Deuda Largo Plazo	696.690	475.951	299.800	143.701	16.489
Deuda Total	794.741	523.590	344.772	180.115	79.245
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	794.741	523.590	344.772	180.115	79.245
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	794.741	523.590	344.772	180.115	79.245
Total Patrimonio	3.236.897	3.147.779	2.843.382	1.939.872	1.897.035
Total Capital	4.031.638	3.671.369	3.188.154	2.119.987	1.976.280
Flujo de Caja					
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	201.892	20.213	87.455	16.432	102.037
Variación del Capital de Trabajo	16.852	8.843	152.418	46.165	(28.855)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	218.744	29.056	239.873	62.597	73.181
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(330.180)	(173.099)	(299.823)	(100.450)	(163.660)
Dividendos	(19.906)	(25.013)	(18.285)	(2.170)	(38.775)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(131.342)	(169.055)	(78.235)	(40.022)	(129.254)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	53	15.252	317
Otras Inversiones, Neto	(34.609)	0	(116.092)	0	2
Variación Neta de Deuda	268.175	171.136	173.909	100.044	37.272
Variación Neta del Capital	2.769	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0
Variación de Caja	104.994	2.080	(20.365)	75.274	(91.662)
Estado de Resultados					
Ventas Netas	861.163	756.103	651.791	535.910	482.654
Variación de Ventas (%)	13,9	16,0	21,6	11,0	
EBIT Operativo	167.423	118.814	95.798	62.408	48.814
Intereses Financieros Brutos	33.563	22.797	12.954	7.576	2.280
Resultado Neto	114.170	75.481	88.680	62.027	43.517
Otros Indicadores de la Industria					
IRR	37.824	42.441	36.248	44.072	48.822
Deuda Neta - IRR/EBITDA	2,3	2,1	1,4	(0,0)	(0,4)
Caja e Inversiones corrientes + IRR / Deuda Corto Plazo (%)	266,5	337,8	339,5	496,6	175,8
IRR / Deuda Corto	0,4	0,9	0,8	1,2	0,8

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.

Anexo III. Características del instrumento**Acciones (emisor)**

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

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

Esta reforma está en trámite de autorización por la AIN, por lo cual todavía no está vigente.

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

Anexo IV. Dictamen de calificación

FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A.

El Consejo de Calificación de **FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A.** (afiliada de Fitch Ratings), en adelante **FIX**, realizado el 19 de octubre de 2017, confirmó (*) en la **Categoría A-(uy)** a la calificación de emisor de Frigorífico Modelo S.A.

La **Perspectiva es Estable**.

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

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

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

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

El presente informe resumido es complementario al informe integral de fecha 04 de agosto de 2016 disponible en www.fixscr.com. El informe contempla los principales cambios acontecidos en el período bajo análisis. Las siguientes secciones no se incluyen en este informe por no haber sufrido cambios significativos desde el último informe integral: Perfil del Negocio, Factores de Riesgo. Respecto de la sección correspondiente a Perfil Financiero, se resumen los hechos relevantes del período bajo el título de Liquidez y Estructura de Capital.

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

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

Fuentes

- Balances generales Auditados hasta el 30/06/17.
- Auditor externo del último balance anual: EY & Young.
- Información de gestión suministrada por la compañía.

Criterios Relacionados

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



FIX SCR URUGUAY
 CALIFICADORA DE RIESGO SA



FIX SCR URUGUAY
 CALIFICADORA DE RIESGO SA



FIX SCR URUGUAY
 CALIFICADORA DE RIESGO SA

Las calificaciones incluidas en este informe fueron solicitadas por el emisor o en su nombre y, por lo tanto, la calificador, ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación. TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com) ADemás, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACION Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com) LAS CALIFICACIONES PUBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGIAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CODIGO DE CONDUCTA DE FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA Y LAS POLITICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERES, BARRERAS A LA INFORMACION PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMAS POLITICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIEN DISPONIBLES EN LA SECCION DE CODIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LOS CUALES EL ANALISTA LIDER SE BASA EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNION EUROPEA. SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FIX SCR SA (www.fixscr.com)

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

La reproducción o distribución total o parcial de este informe por terceros está prohibida, salvo con permiso. Todos sus derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA se basa en información fáctica que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA considera creíbles. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA lleva a cabo una investigación razonable de la información fáctica sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes. en la medida que que dichas fuentes se encuentran normalmente disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA lleva a cabo la investigación fáctica y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga, variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en la que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA deben entender que en una investigación mayor de hechos, ni la verificación por terceros, puede asegurar que toda la información en la que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA en el momento de realizar una calificación crediticia será exacta y completa. El emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA debe contar 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 cambió una calificación.

La información contenida en este informe recibida del emisor se proporciona sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA y ningún individuo, o grupo de individuos es únicamente responsable por la calificación. La calificación solo incorpora los riesgos derivadas del crédito. En caso de incorporación de otro tipo de riesgos, como ser riesgos de precio o de mercado, se hará mención específica de los mismos. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA no está comprometida en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA están sujetos a modificaciones en el mismo pero no son identificados en un informe de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA a través de modificaciones en el mismo pero no son individualmente responsables por las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactados. Un informe con una calificación de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada o presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA no proporciona asesoramiento de inversión de ningún tipo.

Las calificaciones representan una opinión y no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD 1.000 a USD 200.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. La asignación, publicación o dissemination de una calificación de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA no constituye el consentimiento de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA a usar su nombre en calidad de "experto" en cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de valores de cualquier jurisdicción, incluyendo, pero no excluyente, las leyes de Estados Unidos y la "Financial Services and Markets Act of 2000" del Reino Unido. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y su distribución electrónica, los informes de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.

WEDNESDAY
MAY 19 1964

WEDNESDAY
MAY 19 1964

WEDNESDAY
MAY 19 1964

WEDNESDAY
MAY 19 1964

WEDNESDAY
MAY 19 1964

WEDNESDAY
MAY 19 1964