

Frigorífico Modelo S.A.

Informe Integral

Calificaciones

Emisor A-(uy)

Perspectiva
Estable

Resumen Financiero

	31/12/2017	30/06/2017
UYU\$ ('000)	6 meses	12 meses
Total Activos	4.372.148	4.272.544
Total Deuda		
Financiera	828.710	794.741
Ingresos	483.501	861.163
EBITDA	140.091	232.426
EBITDA (%)	29,0	27,0
Deuda / EBITDA	3,0	3,4
EBITDA/ Intereses	3,6	6,9

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:

Martín Frugone
Analista
+5411 5235-8137
martin.frugone@fxscr.com

Analista Secundario:

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

Factores Relevantes de la Calificación

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. La compañía opera con marcas reconocidas en el mercado siendo líder en jugos, hielo y almacenamiento de fríos. La compañía expandió su negocio de frío en Paraguay, y estimamos que la construcción de la planta con una capacidad de 18.000 posiciones finalizará en diciembre 2018.

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. Los ingresos por dicho segmento serán de aproximadamente de UYU\$ 200 MM y un EBITDA en torno al UYU\$ 110 MM (50% del EBITDA estimado). Estas inversiones explican en gran medida el Flujo de Fondos Libre (FFL) negativo de los últimos ejercicios. La compañía no planea llevar a cabo más inversiones, FIX estima que la compañía podría generar un FFL positivo en el ejercicio fiscal 2019.

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 una alta concentración de clientes. Este aspecto se ve parcialmente mitigado por los contratos de largo plazo, contrapartes multinacionales y la ubicación estratégica de sus depósitos. La ubicación, las construcciones modernas y los servicios con alto valor agregado, permiten mitigar el riesgo de vacancia y precio.

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. La calificación del emisor podría bajar ante incrementos significativo en la vacancia y/o reducción de precios de alquileres que impacten en la generación de fondos de la compañía en el mediano plazo o un mayor endeudamiento producto de nuevas inversiones. Una suba en la calificación podría ser contemplada una vez que la compañía consolide la expansión de su negocio y comience a generar flujo libre positivo.

Liquidez y Estructura de Capital

Inversiones de capital fondeadas con deuda de largo plazo: La compañía se financió con líneas de inversión productiva con el BROU y además préstamos a largo plazo con bancos de primera. FIX prevé que en 2018 los ratios de endeudamiento contra flujo continúen en los mismos niveles actuales. A diciembre 2017, la deuda financiera era de UYU\$ 829 MM, 12,6% corriente, y la caja ascendía a UYU\$ 132 MM, que le permitía cubrir el total de la deuda corriente.

Perfil del Negocio

Frigorífico Modelo S.A es una empresa agroindustrial y de servicios que posee un portafolio con diversos negocios tanto en el agro como en los servicios de logística y almacenamiento. La compañía, de capitales uruguayos, cuenta con una trayectoria de 90 años y tiene una posición de mercado dominante en almacenamiento de frío en Uruguay. A través de la Sociedad y sus subsidiarias, realiza operaciones en Uruguay y Paraguay.

Frigorífico Modelo S.A. Consolidado	
	(UYU\$ '000)
Fecha de Balance Anual	jun-17
Caja e Inversiones Corrientes	\$ 223.488
Deuda Corto Plazo	\$ 98.050
Deuda Largo Plazo	\$ 696.690
EBITDA	\$ 232.426
Deuda Total / EBITDA	3,00
Deuda Total Neta / EBITDA	2,04

Frigorífico Modelo S.A. Camaras de Frío / Jugos y Hielo / Servicios Agropecuarios / Depósito Fiscal	
	(UYU\$ '000)
Fecha de Balance Anual:	jun-17
Caja e Inversiones Corrientes	\$ 85.951
Deuda Corto Plazo	\$ 10.008
Deuda Largo Plazo	\$ 19.920
EBITDA	\$ 148.066
Deuda Total / EBITDA	0,13
Deuda Total Neta / EBITDA	-0,45

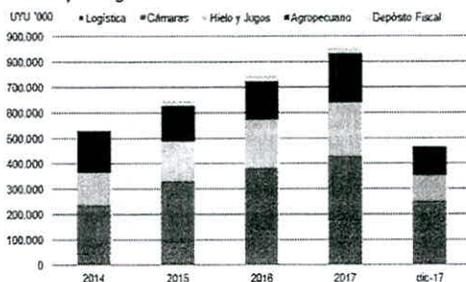
Doraline S.A. Servicios Logísticos	
	(UYU\$ '000)
Fecha de Balance Anual:	jun-17
Caja e Inversiones Corrientes	\$ 135.762
Deuda Corto Plazo	\$ 85.557
Deuda Largo Plazo	\$ 676.771
EBITDA	\$ 84.359
Deuda Total / EBITDA	8,02
Deuda Total Neta / EBITDA	6,41

Briazol S.A. Paraguay Camaras de Frío	
	(UYU\$ '000)
Fecha Balance Anual:	jun-17
Caja e Inversiones Corrientes	\$ 1.774
Deuda Corto Plazo	\$ 2.486
Deuda Largo Plazo	\$ -
EBITDA	\$ 1

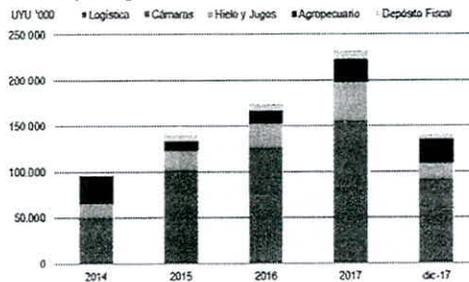
Adelina Ganadera S.A. Paraguay Servicios Agro	
	(UYU\$ '000)
Fecha Balance Anual:	jun-17
Caja e Inversiones Corrientes	\$ 1.774
Deuda Corto Plazo	\$ 2.486
Deuda Largo Plazo	\$ -
EBITDA	\$ 1

Katoen Logistic Uruguay Tercianización de Servicios Logísticos	
	(UYU\$ '000)
Fecha Balance Anual:	jun-17
Caja e Inversiones Corrientes	\$ 1.774
Deuda Corto Plazo	\$ 2.486
Deuda Largo Plazo	\$ -
EBITDA	\$ 1

Ventas por Segmento



EBITDA por Segmento



Elaboración: Información de la empresa, Fix Scr

Operaciones

La compañía posee un predio en la ciudad de Montevideo que concentra todas las operaciones administrativas, de almacenamiento en frío y producción de jugos y hielo. Además adquirió un predio en las afueras de la ciudad, conocido como polo oeste, donde lleva a cabo los servicios logísticos, depósito fiscal y de almacenamiento en frío.

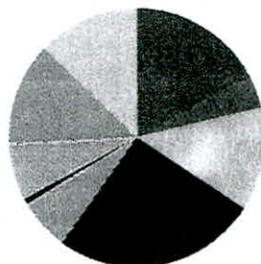
Servicios Logísticos y otros (36% del EBITDA a jun'17)

Frimosa a través de sus subsidiaria Doraline, cuenta con un predio de 55ha a las afueras de la ciudad de Montevideo, que hoy tiene construidos 70.000 m2 de galpones de última generación (que ocupan 12ha del total). La empresa construyó cinco galpones contando con una vacancia de 9.000 m2. Actualmente los servicios están contratados por: Conaprole, VUSA, Sodimac, Adidas, H&M y Unilever. Los servicios de alquiler son en UI (Unilever coincide con deuda BROU) o dólares actualizados por PCI (calzado con financiamiento en dólares por la construcción de dos galpones) o en pesos por IPC. Los de UI tienen el ajuste mensual de la UI, el ajuste de PCI en dólares es anual al igual que el IPC.

Concentración de contrapartes: En la actualidad la compañía posee contratos de locación con 8 clientes. Actualmente el contrato con Unilever Uruguay concentra el 43% de los ingresos, H&M S.A. el 16% y Conaprole (calificada por Fix en AA(uy)) el 14%. Este riesgo se ve parcialmente morigerado por la calidad crediticia de sus contrapartes.

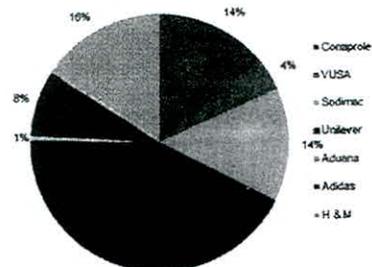
Contratos de largo plazo: En todos los contratos el locatario es responsables del pago del alquiler y de las expensas ordinarias. Además, cuentan con cláusulas de salida que le aseguran a Frimosa un flujo de fondos ciertos hasta la finalización del contrato firmado.

Ocupación Parque Logístico por Cliente



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Ingresos por Clientes

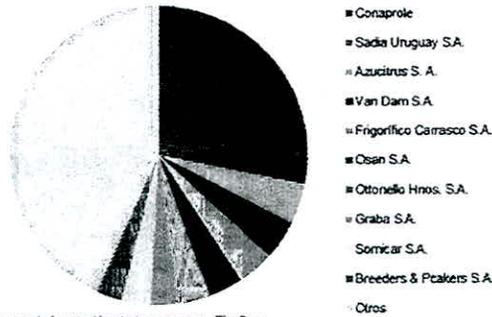


Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Almacenamiento en frío (30% del EBITDA a jun'17)

La empresa dispone de dos plantas industriales con 115.000 metros cúbicos en cámaras para productos congelados y 38.000 metros cúbicos de cámaras de enfriado para la conservación de productos perecederos. Actualmente poseen dos instalaciones ubicadas una en el centro de Montevideo y otra en el polo oeste. Los principales clientes son empresas agroindustriales grandes como Conaprole, Azucitrus, Citrícola Salteña, San Miguel de Tucumán (Subsidiaria de Uruguay). Su competidor directo es Corfrisa, que cuenta con 65.000 metros cúbicos de depósito refrigerado.

Participación Facturación Clientes Cámaras de Frío



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Elaboración y comercialización de jugos y hielo (18% del EBITDA a jun'17)

Ambos productos se distribuyen a comercios minoristas en mercado abierto, así como a las grandes superficies, tanto en Montevideo como en el interior. Frimosa posee a través de Dayrico, el 25% del mercado de jugos, 80% en botella con cadena de frío. Sus principales competidores son Ades y Conaprole.

Actividad agrícola (11% del EBITDA a jun'17)

La empresa cuenta con establecimientos rurales por aproximadamente 25.000 hectáreas, en donde desarrolla actividades agropecuarias propias (ganadería) y arrienda a terceros (forestación, arroz y agricultura en medianería).

Depósito fiscal (4% del EBITDA a jun'17)

La empresa tiene una instalación de 5.000 m2 que cuenta con la autorización de la aduana para operar como depósito fiscal. Actualmente el servicio lo contrata una empresa de pesca noruega, que almacena krill para luego exportarlo a EEUU o Europa.

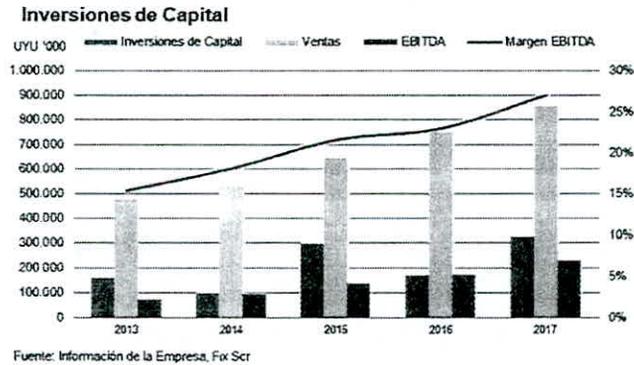
Posición Competitiva

Frigorífico Modelo cuenta con una sólida posición competitiva en el mercado uruguayo. En el mercado de almacenamiento en frío la empresa posee el 50% de la capacidad instalada. En el negocio de jugos, a través de la marca Dyrico, la empresa tiene una participación de mercado del 30%. Para el servicio de logística, Frimosa cuenta con el parque logístico más grande y moderno de Uruguay. Además, el sector cuenta con barreras de entrada dadas por la necesidad de fuertes inversiones para comenzar el negocio.

Estrategia

La estrategia de largo plazo de la compañía es continuar la expansión del parque logístico y la centralización de sus operaciones en el polo oeste. Este objetivo implica continuas inversiones destinadas al desarrollo y modernización de sus instalaciones. No obstante, todas las inversiones que lleva adelante la sociedad están asociadas a flujos de fondos futuros con cierta previsibilidad. A mediano plazo, Frimosa no planea ninguna inversión que requiera grandes necesidades de capital. También planean la expansión del negocio de depósito fiscal, pero el mismo seguirá siendo marginal respecto a las otras actividades de la empresa.

Frimosa además planea replicar el negocio, a través de su subsidiaria del Paraguay, de cámaras de frío en Paraguay. Para eso, la empresa hizo la inversión inicial y adquirió un terreno. Además inició la construcción de los almacenes que le demanda altos niveles de inversión de capital, los cuales estiman estar en funcionamiento para el primer trimestre de 2019.



Administración y Calidad de los Accionistas

Frigorífico Modelo es una sociedad anónima abierta que cotiza el 100% de su capital en la Bolsa de valores de Montevideo y ningún accionista reúne por sí más del 10% del capital social. Los balances están auditados por Ernst & Young Uruguay, utilizan Normas Internacionales de Información Financiera.

Frigorífico Modelo posee el 51% de la participación accionaria de Doraline S.A. y el grupo belga Katoen Natie S.A. el 49% restante. Desde el año 1996 la empresa Belga Katoen Natie está presente en Uruguay, como uno de los principales accionistas en los siguientes emprendimientos: Zonamerica, Costa Oriental. Alrededor del mundo, el grupo Katoen Natie está presente directamente en cada uno de los eslabones de la cadena logística: estiba, almacenaje, distribución, embarque y transporte. Instalado en más de 20 países del mundo.

Riesgo del Sector

Si bien Frigorífico Modelo opera en la industria de cámaras de frío y servicios logísticos en Uruguay, se encuentra expuesta a los riesgos inherentes de sus locatarios, principalmente relacionados al sector consumo masivo. Este sector se caracteriza por ser inherentemente discrecional, por lo que el entorno macroeconómico y por ende el ingreso disponible de los consumidores son variables relevantes que determinan los niveles de actividad del sector.

La evolución del sector depende de los precios logísticos y vacancia que a su vez dependen de los metros cuadrados rentables en plaza y la evolución de la economía.

En lo que respecta a los negocios de jugo y hielo y la actividad agropecuaria, los mismos presentan un comportamiento volátil, y además, se encuentran acotados al mercado uruguayo. En este sentido, la calificación de la empresa se basa en la generación estable de fondos de los segmentos cámaras de frío y servicios logísticos.

Factores de Riesgo

- Mercado de espacios logísticos en etapa de crecimiento. Evolución de oferta y demanda tendrán impacto variable en el corto y mediano plazo sobre los precios y niveles de vacancia.
- Concentración de contrapartes. Si bien el perfil crediticio de las contrapartes es bueno, cualquier baja o cambio podría tener un impacto significativo en vacancia y EBITDA. Este

riesgo se encuentra mitigado por las cláusulas de rescisión, anticipos o garantía estipuladas en los contratos.

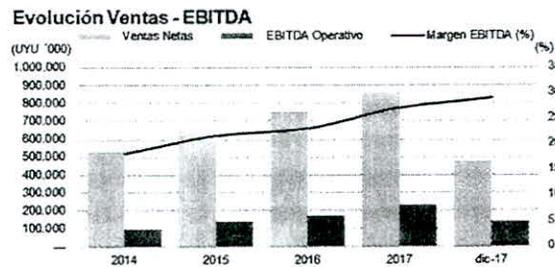
- Riesgo de demanda. Sensibilidad al PBI industrial y coyuntura sectorial y macroeconómica.
- Descalce de moneda entre deuda ingresos en pesos uruguayos y deuda dolarizada.

Perfil Financiero

Rentabilidad

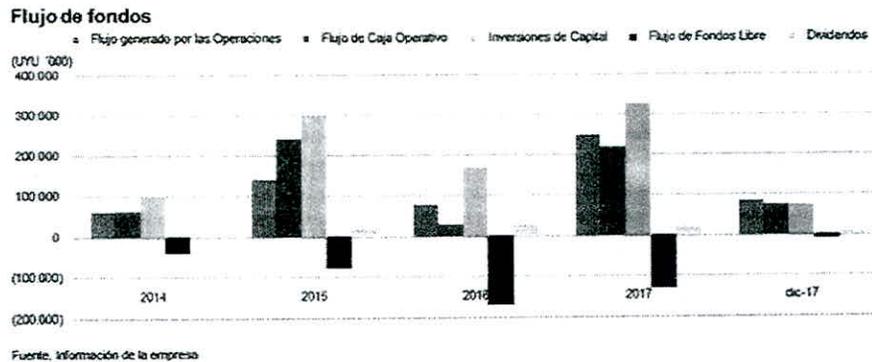
La evolución financiera de la Frimosa está alineada a la estrategia de crecimiento que llevó a cabo la empresa. A junio 2017 la compañía generó ventas y EBITDA por UYU\$ 861 MM y UYU\$ 232,4 MM, que comparan contra UYU\$ 756 MM y UYU\$ 174 MM a junio 2016. La mejora en la rentabilidad de la empresa responde al crecimiento en los servicios logísticos que aportan un flujo más estable con mayores márgenes.

A diciembre 2017, Frigorífico Modelo presentó ventas por UYU\$ 483,5 MM un margen de EBITDA del UYU\$ 140 MM. Fix estima que hacia adelante la empresa presente menores márgenes de rentabilidad en torno al 24%, dada la mayor vacancia que presenta el negocio de almacenamiento de frío.



Flujo de fondos

Frimosa detenta una fuerte generación Flujo Generado por las Operaciones (FGO). y estimamos que esta tendencia continúe. Durante los últimos años la compañía obtuvo un Flujo de Fondos Libre (FFL) negativo producto de la inversión en Polo Oeste y Frimosa Paraguay. FIX espera que el FFL continúe siendo negativo en 2018 y 2019 dada la alta necesidad de financiar sus inversiones y esperamos que mejoré una vez que las inversiones de capital se normalicen. Al cierre de ejercicio de 2017, Frimosa generó un FGO de UYU\$ 250 MM que compara de forma positiva contra UYU\$ 80 MM a junio 2016. A la misma fecha, las necesidades de financiar capital de trabajo ascendieron a UYU\$ 31 MM y la compañía destino UYU\$ 330 MM a inversiones y UYU\$ 20 MM a dividendos, que derivó en un Flujo de Fondos Libres negativo por UYU\$ 131 MM.

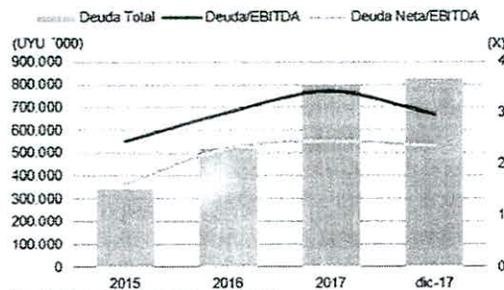


A diciembre 2017, la compañía registró un FGO por UYU\$ 85 MM que compara de forma negativa contra UYU\$ 110 MM a diciembre 2016. La compañía mantiene un alto nivel de inversiones de capital que ascendió a UYU\$ 77 MM y liberó dividendos por UYU\$ 7 MM. El FFL mantiene la tendencia de los últimos años y fue negativo por UYU\$ 9 MM.

Liquidez y estructura de capital

A diciembre 2017, Frimosa registró una deuda por UYU\$ 828 MM, de la cual 12,6% era corriente y 100% denominada en dólares. El ratio de deuda EBITDA se ubicó en 3,0x y la cobertura de intereses fue de 3,6x, mostró un deterioro respecto al cierre anual. Frimosa utiliza las líneas de crédito para financiar los proyectos de plaza logística y almacenamiento en frío, por lo tanto los plazos de sus préstamos son de mediano y largo plazo. FIX estima que hacia adelante la compañía mantenga este perfil de endeudamiento con un ratio de deuda EBITDA en torno a 3,5x y coberturas de interés superiores a 5x.

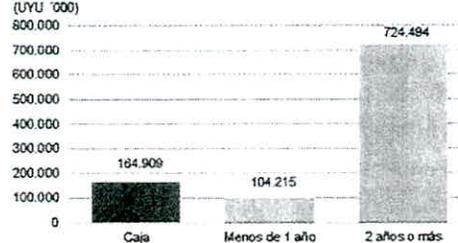
Deuda Total y Endeudamiento



Fuente: información de la empresa, Fix Scr

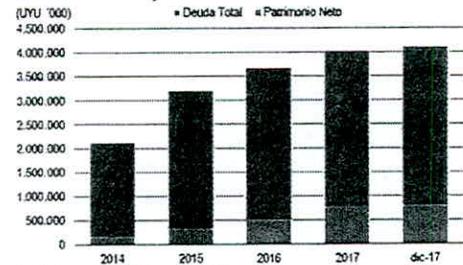
La compañía opera con préstamos con bancos de primera línea y líneas productivas del BROU. A pesar del incremento en el nivel de endeudamiento que ha tenido la empresa en los últimos años, para financiar inversiones, la estructura de capital de la empresa continúa siendo conservadora y esperamos que el patrimonio siga representando el 80% de total del capital ajustado.

Vencimiento de la Deuda



Fuente: información de la empresa, Fix Scr

Estructura de Capital



Fuente: información de la empresa, Fix Scr

Para la construcción de la plaza logística, FRIMOSA tomó dos préstamos con garantías hipotecarias totales sobre dos de los galpones construidos en el Polo Oeste (18.000 m²) y un préstamo con el BROU de garantía hipotecaria sobre el 50% de uno de los galpones construidos en el Polo Oeste (9.000 m²). Además, la compañía tiene una cesión de 4 de sus contratos logísticos con Vidriería Uruguay S.A., Homecenter Sodimac S.A., Unilever Supply Chain Company S.A. y Granbrow S.A. (Adidas).

Adicionalmente, la expansión del negocio de frío en Paraguay se financió con un préstamo con garantía hipotecaria sobre la planta de almacenamiento en frío de bajo la petiza.

A diciembre 2017, la deuda de corto plazo de Frigorífico Modelo era de UYU\$ 104 MM, mientras que la posición de caja e inversiones corrientes era de UYU\$ 165 MM. La empresa

presente una sólida posición de liquidez que le permite cubrir la totalidad de la deuda financiera de corto plazo.

Fondeo y flexibilidad financiera

La flexibilidad financiera de la compañía es muy buena. Cuenta actualmente con líneas de crédito otorgadas por distintos bancos locales e internacionales (BBVA, Frances, BROU y Santander).

Anexo I. Resumen Financiero

Los ratios a diciembre 2017 se calcularon anualizando los resultados semestrales. 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

Periodo

	NIIF dic-17	NIIF 2017	NIIF 2016	NIIF 2015	NIIF 2014
	6 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
Rentabilidad					
EBITDA Operativo	140.091	232.426	173.999	140.897	97.082
Margen de EBITDA	29,0	27,0	23,0	21,6	18,1
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	6,1	7,0	2,8	4,9	3,3
Margen del Flujo de Fondos Libre (%)	(1,8)	(15,3)	(22,4)	(12,0)	(7,5)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio (%)	3,9	3,6	2,5	3,7	3,2
Coberturas					
FGO / Intereses Financieros Brutos	3,2	8,4	4,5	12,0	9,4
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	3,6	6,9	7,6	10,9	12,8
EBITDA / Servicio de Deuda	1,5	1,8	2,5	2,4	2,2
FGO / Cargos Fijos	3,2	8,4	4,5	12,0	9,4
FFL / Servicio de Deuda	0,3	(0,7)	(2,1)	(1,1)	(0,7)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	1,2	1,0	(0,4)	0,9	2,4
FCO / Inversiones de Capital	1,0	0,7	0,2	0,8	0,6
Estructura de Capital y Endeudamiento					
Deuda Total Ajustada / FGO	4,8	3,2	6,6	2,4	2,8
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	3,0	3,4	3,0	2,4	1,9
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	2,4	2,5	2,3	1,6	0,4
Deuda Total Ajustada / EBITDA Operativo	3,0	3,4	3,0	2,4	1,9
Deuda Total Ajustada Neta / EBITDA Operativo	2,4	2,5	2,3	1,6	0,4
Costo de Financiamiento Implícito (%)	2,4	1,3	1,3	1,2	1,5
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	12,6	12,3	9,1	13,0	20,2
Balance					
Total Activos	4.372.148	4.272.544	3.859.781	3.379.033	2.260.295
Caja e Inversiones Corrientes	164.909	223.488	118.494	116.414	136.779
Deuda Corto Plazo	104.215	98.050	47.639	44.972	36.414
Deuda Largo Plazo	724.494	696.690	475.951	299.800	143.701
Deuda Total	828.710	794.741	523.590	344.772	180.115
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	828.710	794.741	523.590	344.772	180.115
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	828.710	794.741	523.590	344.772	180.115
Total Patrimonio	3.278.927	3.236.897	3.147.779	2.843.382	1.939.872
Total Capital	4.107.637	4.031.638	3.671.369	3.188.154	2.119.987
Flujo de Caja					
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	85.755	249.865	79.908	142.905	63.329
Variación del Capital de Trabajo	(10.116)	(31.121)	(50.851)	96.968	(731)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	75.639	218.744	29.056	239.873	62.597
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(77.415)	(330.180)	(173.099)	(299.823)	(100.450)
Dividendos	(6.960)	(19.906)	(25.013)	(18.285)	(2.170)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(8.736)	(131.342)	(169.055)	(78.235)	(40.022)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	53	15.252
Otras Inversiones, Neto	(83.390)	(34.609)	0	(116.092)	0
Variación Neta de Deuda	33.548	268.175	171.136	173.909	100.044
Variación Neta del Capital	0	2.769	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0
Variación de Caja	(58.579)	104.994	2.080	(20.365)	75.274
Estado de Resultados					
Ventas Netas	483.501	861.163	756.103	651.791	535.910
Variación de Ventas (%)	8,2	13,9	16,0	21,6	11,0
EBIT Operativo	103.082	167.423	118.814	95.798	62.408
Intereses Financieros Brutos	38.533	33.563	22.797	12.954	7.576
Resultado Neto	63.740	114.170	75.481	88.680	62.027
Otros Indicadores de la Industria					
IRR	32,472	37,824	42,441	36,248	44,072
Deuda Total Neta de IRR	796.238	756.917	481.149	308.524	136.044
(Deuda Total - IRR) / EBITDA	2,8	3,3	2,8	2,2	1,4
(Deuda Total Neta - IRR) / EBITDA	2,3	2,3	2,1	1,4	(0,0)

Anexo II. Glosario

- EBITDA: Resultado operativo antes de Amortizaciones y Depreciaciones.
- EBITDAR: EBITDA + Alquileres devengados.
- Servicio de Deuda: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Deuda Corto Plazo.
- Cargos Fijos: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Alquileres devengados.
- Costo de Financiamiento Implícito: Intereses Financieros Brutos / Deuda Total.
- Deuda Ajustada: Deuda Total + Deuda asimilable al Patrimonio + Deuda Fuera de Balance.

Anexo III. Características del Instrumento

Acciones (emisor)

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

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

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

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

Anexo IV. Dictamen de Calificación

FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A.

El Consejo de Calificación de **FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A.** (afiliada de Fitch Ratings), en adelante **FIX**, realizado el 25 de abril de 2018, 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.

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.*

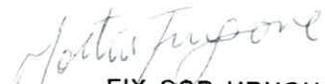
Fuentes

- Balances generales Auditados hasta el 31/12/17.
- 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

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 los 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.