

Frigorífico Modelo S.A.

Factores relevantes de la calificación

Confirmación de calificación: FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A. (afiliada de Fitch Ratings) – en adelante FIX – confirmó la calificación de Frigorífico Modelo S.A. (Frimosa) en A+(uy) con Perspectiva Estable. La calificación contempla consolidación y mayor crecimiento de sus negocios de logística en seco, como también en el segmento de masivos (elaboración y comercialización de jugos y hielo) que ya a 2022 prácticamente recuperó niveles pre-pandemia en términos de volúmenes y una mayor incidencia del segmento de la actividad agrícola en Uruguay y Paraguay. Luego del anuncio de la venta de sus negocios de logística de frío a terceros en Uruguay y Paraguay y depósito fiscal en Uruguay por USD 51 millones, que le permitirán invertir tanto en la mudanza como en la repotenciación del negocio de masivos, en la expansión de la logística en seco, como también, en la inversión en nuevos negocios ya sea de forma orgánica o inorgánicamente, que la compañía está evaluando, sin la necesidad de obtener deuda adicional.

Venta de negocios de logística de frío a terceros y depósito fiscal: En octubre de 2022 Frimosa firmó un acuerdo de compra/venta con Emergent Cold Latam (Emergent), que consiste en la venta del 100% del negocio de servicios de frío a terceros en Uruguay y Paraguay (Frigorífico Modelo PY S.A.) y el 100% del negocio de servicio de depósito fiscal en Uruguay por USD 51 millones de contado, una vez se perfeccione la venta. Dicho acuerdo fue ratificado por una Asamblea Extraordinaria de Accionistas realizada en octubre 2022. A marzo de 2023 se concretó el traspaso del 100% de las acciones de Frigorífico Modelo PY S.A. y se espera para julio 2023 se pueda completar el traspaso de los activos de servicios de frío a terceros y depósito fiscal en Uruguay. FIX espera una reducción de las ventas en torno al 30% desde el año fiscal 2024, con una caída ligeramente menor del EBITDA, lo que incrementaría el margen EBITDA a niveles del 40%, que con una concentración mayor en los segmentos de logística en seco con el 40% de las ventas consolidadas, mientras que masivos y los negocios agropecuarios, empiecen a pesar el 30% de las ventas, respectivamente, hasta tener más información respecto de los nuevos negocios.

Flujos estables luego del proceso de inversión: Frimosa detenta una fuerte y estable Flujo Generado por las Operaciones (FGO) y estimamos que esta tendencia continúe. Desde 2021 la compañía presentó un Flujo de Fondos Libre (FFL) positivo y creciente desde los \$ 166 millones alcanzados en 2021, y los \$ 261 millones obtenidos durante 2022, producto de la estabilidad del FGO y luego de la maduración de las inversiones llevadas a cabo en años previos tanto en Polo Oeste, como en Frimosa Paraguay. Durante los últimos doce meses a diciembre 2022, la compañía registró un FFL positivo por \$ 335 millones, explicado por un FGO de \$ 488 millones con niveles menores de inversiones de capital que ascendieron a \$ 171 millones y distribuyendo dividendos por \$ 99 millones. Hacia adelante FIX espera que durante los próximos tres años el FFL sea negativo, debido a un incremento en la intensidad de las inversión de capital, un menor flujo de operaciones, después de la venta de los negocios de frío y depósito fiscal y con una distribución de dividendos en línea con los niveles históricos como porcentaje del resultados neto distribuible, aunque mayor que los años anteriores en términos absolutos por el efecto de la venta anteriormente mencionadas.

Consolidación de servicios de logística: Los ingresos del segmento de logística representan aproximadamente el 24% de las ventas y el 43% del EBITDA total durante el año fiscal finalizado en junio 2022. En los últimos años la empresa consolidó dicho segmento de negocios, a través de su subsidiaria Doraline S.A., invirtiendo en la construcción de galpones logísticos en Polo Oeste. A la fecha lleva construidos 75.400 m2 tomando en cuenta la reciente adición de 5.400 m2 durante el año fiscal 2021, en tanto, la compañía aún posee espacio para duplicar los metros construidos. Estas inversiones explican en gran medida el Flujo de Fondos Libre (FFL) negativo hasta el ejercicio 2018. A junio 2022, generó un FFL positivo en \$ 261,3

Informe Integral

Calificaciones

Emisor	A+(uy)
Perspectiva	Estable

Resumen Financiero

Frigorífico Modelo S.A.		
Consolidado (UYU\$ miles)	31/12/22 Año Movil	30/06/22 12 Meses
Total Activos	6.755.187	6.684.738
Deuda Financiera	855.718	952.930
Ingresos	1.684.450	1.615.695
EBITDA	556.944	574.552
EBITDA (%)	33,1	35,6
Deuda Total/EBITDA	1,5	1,7
Deuda Neta Total / EBITDA	0,6	0,8
EBITDA/Intereses	5,2	11,8

Criterios Relacionados

Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas. Registrado ante el Banco Central del Uruguay.

Analistas



Analista Principal
 Cándido Pérez
 Director Asociado
candido.perez@fixscr.com
 +54 11 5235 8119



Analista Secundario
 Gustavo Ávila
 Director
gustavo.avila@fixscr.com
 +54 11 5235 8142



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

millones, derivado de una fuerte generación de flujos operativos y la reversión del capital de trabajo, lo que le permitió mantener niveles de inversiones y distribución de dividendos en línea con los últimos ejercicios. Luego de la venta de los negocios de frío y depósito fiscal, FIX espera que para el año fiscal 2024 este segmento represente el 40% de las ventas y el 60% del EBITDA.

Barreras de entrada en un negocio de capital intensivo: 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 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 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.

Sensibilidad de la Calificación

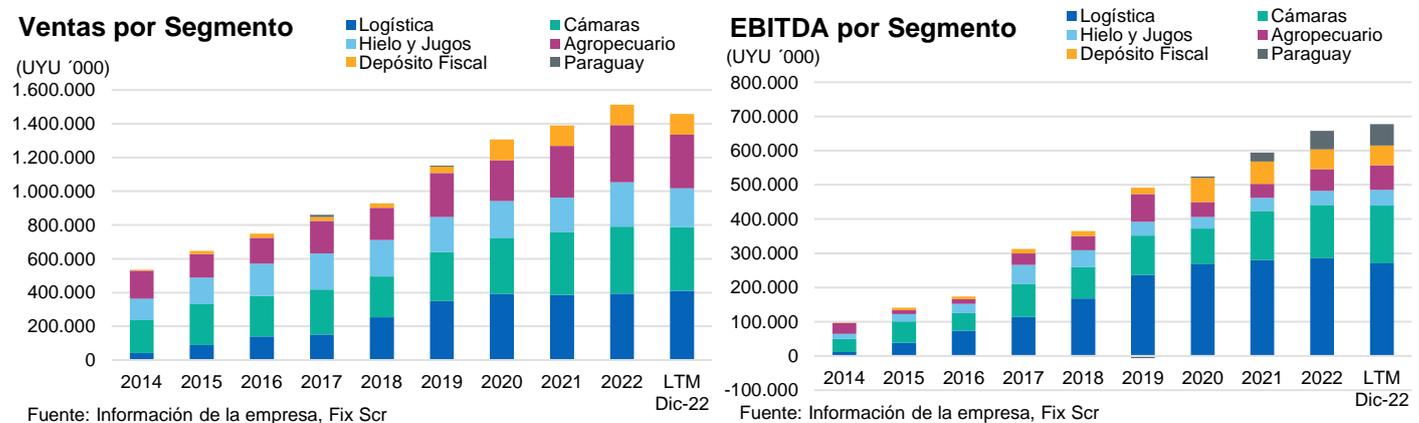
FIX espera que la compañía opere con un nivel de deuda a EBITDA inferior a 1,5x en 2024 y reduciéndose paulatinamente en el tiempo, junto con una cobertura de intereses superior a 10x. La calificación del emisor podría bajar ante incrementos significativos en la vacancia y/o reducción de precios de alquileres que impacten en la generación de fondos 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 los nuevos negocios luego de la venta de los negocios de frío a terceros y depósito fiscal y que los mismos generen flujo libre positivo de manera estable.

Liquidez y Estructura de Capital

Inversiones de capital fondeadas con deuda de largo plazo: Para financiar los proyectos, la compañía se financió con líneas de inversión productiva con el BROU y además préstamos a largo plazo con bancos de primera línea como el Santander y BBVA. A junio 2022, la deuda financiera era de \$ 952,9 millones, 21,2% corriente, con una caja y equivalentes que ascendía a \$ 516,4 millones, le permitía cubrir 2,6 x la deuda de corto plazo. Mientras que a diciembre 2022, la deuda financiera totalizó \$ 856 millones con una caída del 10% o \$ 97 millones con respecto a junio 2022, siendo el 23,3% corriente, con una caja y equivalentes que ascendía a \$ 537 millones, le permitía cubrir 2,7 x la deuda de corto plazo. FIX estima que hacia adelante la compañía siga el proceso de desapalancamiento que viene llevado a cabo durante los 5 años con un ratio de deuda EBITDA en 2024 en torno a 1,4x y coberturas de interés superiores a 10x.

Perfil del Negocio

Frigorífico Modelo S.A. (Frimosa) es una empresa agroindustrial y de servicios que posee un portafolio con diversos negocios tanto en el sector agropecuario como en los servicios de logística y almacenamiento. La compañía, de capitales uruguayos, cuenta con una trayectoria de 90 años y es el líder en el mercado de almacenamiento de frío en Uruguay y desde 2018 en Paraguay mediante una subsidiaria. En Octubre de 2022 Frimosa firmó un acuerdo de venta con Emergent Cold Latam (Emergent), que consiste para la venta del 100% del negocio de servicios de frío a terceros en Uruguay y Paraguay (Frigorífico Modelo PY S.A.) y el 100% del negocio de servicio de depósito fiscal en Uruguay por USD 51 millones de contado una vez se perfeccione la venta. Dicho acuerdo fue ratificado por una Asamblea Extraordinaria de Accionistas realizada en octubre 2022. A marzo de 2023 se concretó el traspaso del 100% de las acciones de Frigorífico Modelo PY S.A. y se espera para julio 2023 se pueda completar el traspaso de los activos de servicios de frío a terceros y depósito fiscal en Uruguay.



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 cuenta con un predio en las afueras de la ciudad, conocido como Polo Oeste, donde lleva a cabo los servicios logísticos, depósito fiscal y en menor medida de almacenamiento en frío. De igual forma posee en Paraguay una planta de almacenamiento en frío y una explotación ganadera.

Segmentos de negocios

Servicios logísticos (43% del EBITDA a junio 2022): Frimosa a través de sus subsidiaria Doraline S.A., cuenta con un predio de 55 hectáreas a las afueras de la ciudad de Montevideo, que hoy tiene construidos 75.400 m2 de galpones de última generación (ocupando 12 hectáreas del total). La empresa construyó cinco galpones que actualmente cuentan con una ocupación del 100%, cuyos servicios están contratados por importantes empresas tanto nacionales como multinacionales que operan en el Uruguay, principalmente en los segmentos de consumo masivo, indumentaria, productos industriales y refacción del hogar. Los contratos de alquiler están denominados en pesos uruguayos (ajustan trimestralmente) y son a largo plazo. A finales del año fiscal 2019 se culminó un nuevo galpón de 18.000 m2 contratado por una multinacional e consumo masivo para ser su centro de distribución. Durante 2023, se espera la aplicación con la construcción de un nuevo galpón.

- **Concentración de contrapartes:** En la actualidad la compañía posee contratos de locación con 8 clientes. De los cuales los 5 contratos más relevantes concentran el 81,4% del total. Este riesgo se ve parcialmente mitigado por la calidad crediticia de sus contrapartes.
- **Contratos de largo plazo:** En todos los contratos el locatario es responsable del pago del alquiler y de las expensas ordinarias, que incluyen servicios de seguridad, mantenimiento, iluminación, caminería, saneamiento, servicio de incendio, partería y buffer para camiones. Además, cuentan con cláusulas de salida que le aseguran a

Frimosa un flujo de fondos certeros hasta la finalización del contrato firmado. Los contratos pueden llegar hasta un plazo de 10 años.

- **Punto de verificación de Aduana:** Dentro de Polo Oeste la compañía le cede a la Aduana 500 m² para la verificación de canales rojos, donde se abren los contenedores y son controlados. Doraline S.A. cobra por la entrada, apertura, estacionamiento y salida de contenedores. Siendo este uno de los dos puntos de este tipo en Uruguay.

Almacenamiento en frío (24% del EBITDA a junio 2022): La empresa dispone de dos plantas industriales en Montevideo, la primera ubicada en centro de la ciudad con capacidad para 14.000 ton de congelado (temperaturas inferiores a -18 °C) y 5.000 ton de refrigerado (temperaturas sobre 0 °C) para la conservación de productos perecederos (frutas, vegetales y algunos productos lácteos). La segunda planta está ubicada en uno de los accesos a la ciudad por la Ruta 1 llamado Camino Bajo Petiza (Polo Oeste) con operación desde 2008 y cuenta con capacidad de 16.000 ton para productos congelados y una cámara de refrigerado de fruta y para contenzación. Los principales clientes son empresas exportadoras agroindustriales y de pesca. Durante el año fiscal 2022, la compañía realizó una inversión de USD 5 millones destinados a la ampliación de la planta de Camino Bajo Petiza y reducción de su consumo energético, el cual debería rondar en reducción de consumo eléctrico por USD 150.000 anuales. Dicho segmento se discontinuará desde el año fiscal 2024, ya que se espera que en julio 2023 se complete el traspaso de los activos de servicios de frío a terceros a Emergent como parte del acuerdo de venta celebrado entre las sociedades.

Actividad agrícola (10% del EBITDA a junio 2022): La empresa cuenta con establecimientos rurales por aproximadamente 25.000 hectáreas en el Departamento de Durazno, Florida y Tacuarembó, donde desarrolla actividades agropecuarias propias de cría y engorde de ganado de raza Angus con un stock de 11.000 de cabezas y arrienda a terceros (forestación, arroz y agricultura en medianería).

Depósito fiscal (9% del EBITDA a junio 2022): La empresa tiene una instalación en su planta de Camino Bajo Petiza de 15.000 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. Durante 2018, la empresa firmó una prórroga del contrato por 10 años adicionales y la expansión de 10.000 m² para ser usados por el mismo cliente, las cuales ya están operativas. Dicho segmento se discontinuará desde el año fiscal 2024, ya que se espera que en julio 2023 se complete el traspaso de los activos de servicios de Depósito Fiscal a Emergent como parte del acuerdo de venta celebrado entre las sociedades.

Operaciones en Paraguay (8% del EBITDA a junio 2022): Por medio de Frigorífico Modelo PY S.A. la compañía replicó en Paraguay el negocio de almacenamiento en frío, mediante la adquisición de un predio en un parque logístico en Asunción y la construcción de una planta con capacidad de 8.500 toneladas con el potencial de duplicar su capacidad, ya a junio 2022 las operaciones alcanzaron ventas por USD 2,2 millones con un margen EBITDA del 60%. Dicho segmento se discontinuará desde el año fiscal 2023, ya que a marzo de 2023 se concretó el traspaso del 100% de las acciones de Frigorífico Modelo PY S.A.

Elaboración y comercialización de jugos y hielo (6% del EBITDA a junio 2022): Ambos productos se distribuyen a comercios minoristas en mercado abierto (57,8% de las ventas de la unidad de negocios), así como a las grandes superficies (42,2% de las ventas del segmento), tanto en Montevideo como en el interior. Frimosa posee a través de Dayrico, el 30% del mercado de jugos embotellados fríos, siendo el líder del mercado en el segmento PET. Sus principales competidores son Ades y Conaprole. A pesar que este segmento fue el más perjudicado por los efectos del COVID-19 sobre la actividad, el mismo se recuperó a niveles de pre-pandemia (en litros vendidos apenas un 4,5% por debajo del nivel de 2019) e inclusive en hielo superando eso niveles (en volúmenes vendidos superando en 44,4% el nivel alcanzado en 2019), con un crecimiento de ventas del 27% en 2022 y del 26% en el semestre a diciembre 2022, motivado por la recuperación del turismo y mayor actividad del sector hotelero, de restaurantes y nuevos usos industriales. Se espera para el año fiscal 2023 una mejora de este segmento superando tanto en volúmenes como en ventas los niveles de actividad pre-pandemia, de la mano de menores restricciones en la movilidad y la reapertura de fronteras.

Posición competitiva

Frigorífico Modelo cuenta con una sólida posición competitiva en el mercado uruguayo. En el mercado de almacenamiento en frío la empresa posee cerca del 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%. En el caso de servicios logísticos, Frimosa cuenta con el parque logístico más grande y moderno de Uruguay. Además, el sector cuenta con barreras de entrada por ser un negocio de capital intensivo.

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 ("NIIF").

Frigorífico Modelo posee el 51% de la participación accionaria de Doraline S.A., el 49% en Briasol S.A. y 40% en Adelina Ganadera S.A., mientras que el grupo belga Katoen Natie S.A. mantiene el restante el 49%, 51% y 60%, respectivamente. Desde el año 1996 el grupo 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.

En Octubre de 2022 Frimosa firmó un acuerdo de venta con Emergent Cold Latam (Emergent), que consiste para la venta del 100% del negocio de servicios de frío a terceros en Uruguay y Paraguay (Frigorífico Modelo PY S.A.) y el 100% del negocio de servicio de depósito fiscal en Uruguay por USD 51 millones de contado una vez se perfeccione la venta. Dicho acuerdo fue ratificado por una Asamblea Extraordinaria de Accionistas realizada en octubre 2022. A marzo de 2023 se concretó el traspaso del 100% de las acciones de Frigorífico Modelo PY S.A. y se espera para julio 2023 se pueda completar el traspaso de los activos de servicios de frío a terceros y depósito fiscal en Uruguay.

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 específicos de sus locatarios, principalmente relacionados al sector consumo masivo. 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 del PBI. La economía uruguaya mostró una rápida recuperación luego de la primera caída del PBI en un periodo de 17 hasta 2019 al ser el 2020 el año más afectado por la emergencia sanitaria por COVID-19 que significó una contracción del 5,9% versus 2019. Durante 2022, el crecimiento fue del 4,9% contra 2021 (donde la economía también creció un 5,3% vs 2020) generalizado a nivel de los distintos sectores de actividad, desde el punto de vista de la oferta solo mostró retrocesos en el agro, pesca y minería (-2,9%) debido a la sequía de la zafra 2022/2023 y actividades de administración pública (-1,1%) debido a los esfuerzos del Gobierno por reducir el gasto público. En tanto, la actividad de comercio, alojamiento y suministro de comidas y bebidas fue la de mayor crecimiento interanual, con un 10,4% durante 2022 que se suma a la recuperación del 7,8% observado en 2021. En el contexto regional la actividad se puede ver negativamente afectada por la recesión Argentina y la volatilidad del real en Brasil (principales socios comerciales).

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 del segmento de servicios logísticos.

Factores de riesgo de la compañía

- 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.
- Descalce de moneda entre deuda ingresos en pesos uruguayos y deuda dolarizada.

Frigorífico Modelo S.A.
(UYU 000)

Frigorífico Modelo S.A. Consolidado		(UYU\$ '000)
Fecha de Balance Anual		dic-22
Caja e Inversiones Corrientes	\$	537.490
Deuda Corto Plazo	\$	199.041
Deuda Largo Plazo	\$	656.677
EBITDA	\$	556.944
Deuda Total / EBITDA		1,54
Deuda Total Neta / EBITDA		0,57

100%

Frigorífico Modelo S.A. Cámaras de Frío / Jugos y Hielo / Servicios Agropecuarios / Depósito Fiscal		(UYU\$ '000)
Fecha de Balance Anual:		dic-22
Caja e Inversiones Corrientes	\$	319.095
Deuda Corto Plazo	\$	45.639
Deuda Largo Plazo	\$	224.220
EBITDA	\$	210.721
Deuda Total / EBITDA		1,28
Deuda Total Neta / EBITDA		-0,23

51%

Doraline S.A. Servicios Logísticos		(UYU\$ '000)
Fecha de Balance Anual:		dic-22
Caja e Inversiones Corrientes	\$	131.637
Deuda Corto Plazo	\$	117.029
Deuda Largo Plazo	\$	290.030
EBITDA	\$	270.571
Deuda Total / EBITDA		0,75
Deuda Total Neta / EBITDA		0,51

100%

Frigorífico Modelo Py S.A. Cámaras de Frío		(UYU\$ '000)
Fecha Balance Anual:		dic-22
Caja e Inversiones Corrientes	\$	39.891
Deuda Corto Plazo	\$	36.373
Deuda Largo Plazo	\$	142.427

40%

Adelina Ganadera S.A. Paraguay Servicios Agro	
--	--

49%

Briasol S.A. Terciarización de Servicios Logísticos	
--	--

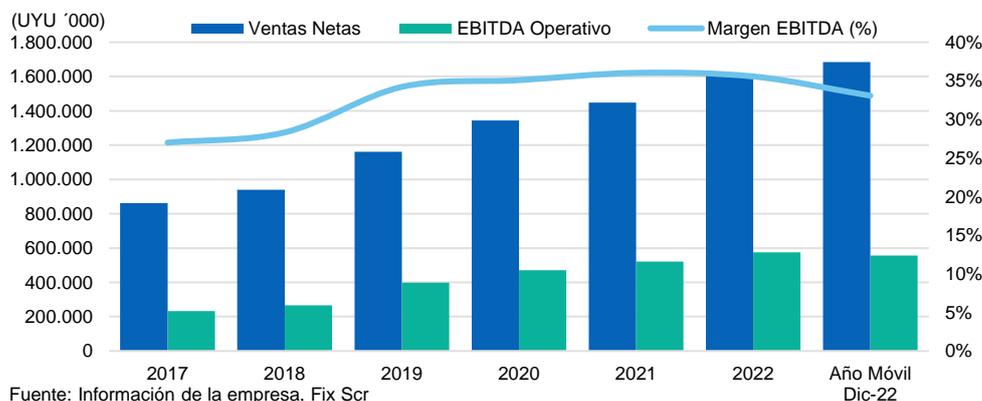
Perfil Financiero

Rentabilidad

La evolución financiera de Frimosa está alineada a la estrategia de crecimiento que llevó a cabo la empresa. A junio 2022, la compañía generó ventas y EBITDA por \$ 1.616 millones y \$ 575 millones, que comparan contra \$ 1.448 millones y \$ 522 millones a junio 2021. Durante el 2022 el margen demostró una contracción de 46 puntos básicos ubicándose en torno al 35,6%, contra el 36% observado en el año fiscal anterior.

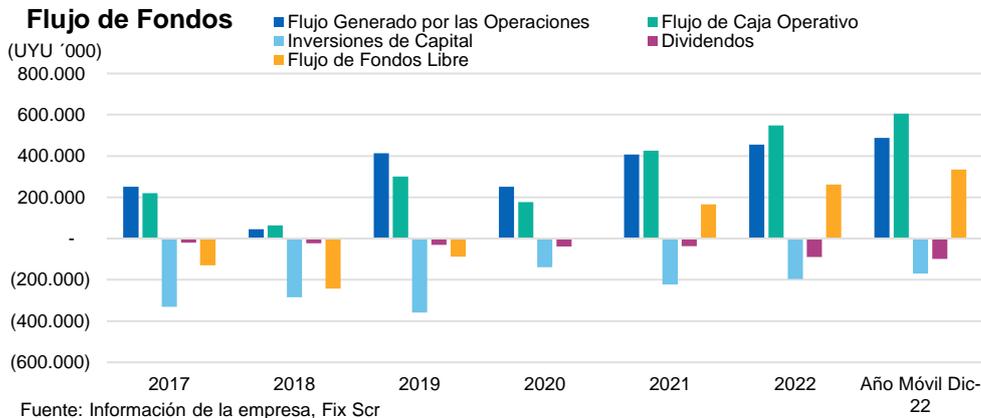
En los últimos doce meses a diciembre 2022, Frigorífico Modelo presentó ventas por \$ 1.685 millones con un EBITDA de \$ 557 millones, lo que se traduce un margen del 33,1%. Hacia adelante, FIX espera una reducción de las ventas en torno al 30% desde el año fiscal 2024, con una caída ligeramente menor del EBITDA, lo que incrementaría el margen de EBITDA a niveles del 40%, que con una concentración mayor en los segmentos de logística en seco con el 40% de las ventas consolidadas (el 60% del EBITDA), mientras que masivos y los negocios agropecuarios, empiecen a pesar el 30% de las ventas (aproximadamente 12-15% del EBITDA), respectivamente, hasta tener más información respecto de los nuevos negocios.

Evolución Ventas - EBITDA



Flujo de Fondos

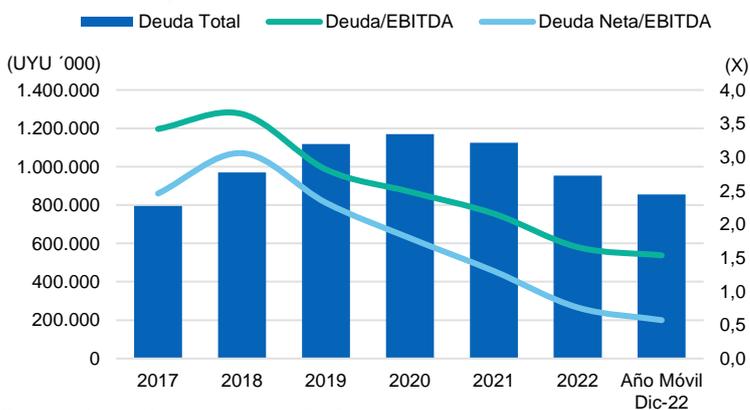
Frimosa detenta una fuerte y estable Flujo Generado por las Operaciones (FGO) y estimamos que esta tendencia continúe desde 2021. La compañía presentó un Flujo de Fondos Libre (FFL) positivo y creciente desde los \$ 166 millones alcanzados en 2021, y los \$ 261 millones obtenidos durante 2022, producto de la estabilidad del FGO y luego de la maduración de las inversiones llevadas a cabo en años previos tanto en Polo Oeste, como en Frimosa Paraguay. Durante los últimos doce meses a diciembre 2022, la compañía registró un FFL positivo por \$ 335 millones, explicado por un FGO de \$ 488 millones con niveles menores de inversiones de capital que ascendieron a \$ 171 millones y distribuyendo dividendos por \$ 99 millones. Hacia adelante FIX espera que durante los próximos tres años el FFL sea negativo, debido a un incremento en la intensidad de las inversión de capital, un menor flujo de operaciones, después de la venta de los negocios de frío y depósito fiscal y con una distribución de dividendos en línea con los niveles históricos como porcentaje del resultados neto distribuible, aunque mayor que los años anteriores en términos absolutos por el efecto de la venta anteriormente mencionadas.



Estructura de Capital

En los últimos cinco años hasta 2021 la compañía había incrementado su endeudamiento neto hasta llegar a un pico de 3,6x en 2018 desde 0,4x en 2014, en un contexto de rápido crecimiento y una maduración más lenta de sus inversiones. A diciembre 2021, Frimosa registró una deuda total por \$ 856 millones, del cual el 23% era corriente y siendo 100% denominada en dólares. El ratio de deuda EBITDA se ubicó en 1,5x mostrando una mejora con respecto al 1,7x alcanzado al cierre del año fiscal 2022 y coberturas de intereses de 5,2x, en línea con lo esperado. Frimosa utiliza las líneas de crédito para financiar los proyectos de parque logístico 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 siga el proceso de desapalancamiento que viene llevado a cabo durante los 5 años con un ratio de deuda EBITDA en 2024 en torno a 1,4x y coberturas de interés superiores a 10x.

Deuda Total y Endeudamiento



Capitalización

UYU '000	A diciembre 2022	
Deuda de Corto Plazo	199.041	3%
Deuda de Largo Plazo	656.677	10%
Otros	0	0%
Deuda Total Ajustada	855.718	13%
Total Patrimonio	5.531.914	87%
Total Capital Ajustado	6.387.632	100%

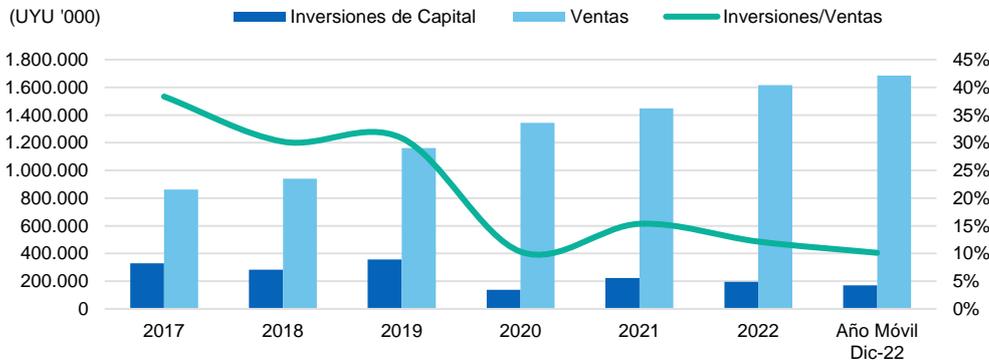
Fuente: Información de la empresa, FIX SCR

La compañía opera con préstamos de 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 cerca del 85% de total del capital ajustado.

Frimosa realizó una inversión total cercana a los USD 8 millones para replicar el negocio de cámaras de frío en Paraguay, que incluyó la adquisición de un predio en un centro logístico de Asunción y la construcción de la primera etapa de la planta de almacenamiento de frío con capacidad de 8.500 toneladas, que en el año fiscal 2022 ya facturaba USD 2,2 millones y detentaba un EBITDA de USD 1,3 millones con un margen de EBITDA del 60%. El mismo fue vendido por aproximadamente USD 20 millones en el marco del contrato de compra/venta con

Emergent anunciado en octubre 2022. A marzo de 2023 se concretó el traspaso del 100% de las acciones de Frigorífico Modelo PY S.A.

Inversiones de Capital



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Liquidez

A diciembre 2022, la deuda de corto plazo de Frigorífico Modelo era de \$ 199 millones, mientras que la posición de caja e inversiones corrientes \$ 537 millones. La empresa presenta una sólida posición de liquidez, donde la caja sumada al EBITDA de los últimos doce meses le permite cubrir en 5,5x la totalidad de la deuda financiera de corto plazo.

Liquidez - Frigorífico Modelo S.A.

UYU '000	2018	2019	2020	2021	2022	Año Móvil Dic-22
EBITDA Operativo	266.129	397.282	471.158	521.656	574.552	556.944
Caja e Inversiones Corrientes	155.397	197.232	325.321	446.158	516.428	537.490
Deuda Corto Plazo	132.368	350.344	237.948	229.716	202.218	199.041
Deuda Largo Plazo	836.938	768.408	932.397	895.845	750.711	656.677

Indicadores Crediticios

LTM EBITDA / Deuda CP	2,0	1,1	2,0	2,3	2,8	2,8
LTM EBITDA + Disponibilidades / Deuda CP	3,2	1,7	3,3	4,2	5,4	5,5
Deuda Total / LTM EBITDA	3,6	2,8	2,5	2,2	1,7	1,5

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Fondeo y Flexibilidad financiera

FIX considera que la flexibilidad financiera de la compañía es adecuada. Frigorífico Modelo cuenta actualmente con líneas de crédito otorgadas por distintos bancos locales e internacionales (BBVA, BROU y Santander). En enero de 2022 se amortizó el primer préstamo con BBVA y en marzo de 2023 se amortizó el segundo con el referido banco. La liberación de fondos incrementa la flexibilidad financiera y da el espacio necesario para encarar ampliaciones adicionales en un futuro. Luego del anuncio de la venta de sus negocios de logística de frío a terceros en Uruguay y Paraguay y depósito fiscal en Uruguay por USD 51 millones, que le permitirán invertir tanto en la mudanza como en la repotenciación del negocio de masivos, en la expansión de la logística en seco, como también, en la inversión en nuevos negocios ya sea de forma orgánica o inorgánicamente, que la compañía está evaluando, sin la necesidad de obtener deuda adicional.

Anexo I – Resumen Financiero

Resumen Financiero - Frigorífico Modelo S.A.

(miles de UYU, año fiscal finalizado en junio)

Cifras Consolidadas

Normas Contables	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
Período	Año Móvil	dic-22	2022	2021	2020	2019
	12 meses	6 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses

Rentabilidad

EBITDA Operativo	556.944	277.989	574.552	521.656	471.158	397.282
EBITDAR Operativo	556.944	277.989	574.552	521.656	471.158	397.282
Margen de EBITDA	33,1	31,3	35,6	36,0	35,1	34,2
Margen de EBITDAR	33,1	31,3	35,6	36,0	35,1	34,2
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	9,3	4,5	7,9	7,5	6,4	9,7
Margen del Flujo de Fondos Libre	19,9	16,0	16,2	11,4	(0,0)	(7,6)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	7,7	5,0	11,1	9,3	4,8	5,1

Coberturas

FGO / Intereses Financieros Brutos	5,6	3,4	10,3	8,8	4,8	9,1
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	5,2	3,3	11,8	10,0	7,2	7,8
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	5,2	3,3	11,8	10,0	7,2	7,8
EBITDA / Servicio de Deuda	1,8	1,0	2,3	1,9	1,6	1,0
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	1,8	1,0	2,3	1,9	1,6	1,0
FGO / Cargos Fijos	5,6	3,4	10,3	8,8	4,8	9,1
FFL / Servicio de Deuda	1,4	1,2	1,2	0,8	0,2	(0,1)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	3,2	2,7	3,3	2,4	1,3	0,4
FCO / Inversiones de Capital	3,5	3,5	2,8	1,9	1,3	0,8

Estructura de Capital y Endeudamiento

Deuda Total Ajustada / FGO	1,4	1,5	1,9	2,4	3,7	2,4
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,5	1,5	1,7	2,2	2,5	2,8
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,6	0,6	0,8	1,3	1,8	2,3
Deuda Total Ajustada / EBITDA Operativo	1,5	1,5	1,7	2,2	2,5	2,8
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDA Operativo	0,6	0,6	0,8	1,3	1,8	2,3
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	23,3	23,3	21,2	20,4	20,3	31,3

Balance

Total Activos	6.755.187	6.755.187	6.684.738	6.550.729	5.287.513	5.073.412
Caja e Inversiones Corrientes	537.490	537.490	516.428	446.158	325.321	197.232
Deuda Corto Plazo	199.041	199.041	202.218	229.716	237.948	350.344
Deuda Largo Plazo	656.677	656.677	750.711	895.845	932.397	768.408
Deuda Total	855.718	855.718	952.930	1.125.561	1.170.345	1.118.752
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	855.718	855.718	952.930	1.125.561	1.170.345	1.118.752

Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	855.718	855.718	952.930	1.125.561	1.170.345	1.118.752
Total Patrimonio	5.531.914	5.531.914	5.440.551	4.992.676	3.812.321	3.669.149
Total Capital Ajustado	6.387.632	6.387.632	6.393.481	6.118.237	4.982.667	4.787.901

Flujo de Caja

Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	488.117	203.162	455.080	407.355	251.362	414.181
Variación del Capital de Trabajo	116.517	45.595	92.619	18.087	(73.921)	(114.078)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	604.635	248.757	547.699	425.442	177.442	300.103
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(170.583)	(70.533)	(196.325)	(222.462)	(138.699)	(358.077)
Dividendos	(98.764)	(36.524)	(90.028)	(37.358)	(39.004)	(30.042)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	335.287	141.700	261.345	165.622	(261)	(88.017)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	0	139.275	0
Otras Inversiones, Neto	(33.265)	(21.265)	0	0	0	0
Variación Neta de Deuda	(199.408)	(99.374)	(172.148)	(44.784)	51.593	149.446
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	(62.519)	(19.594)
Otros (Inversión y Financiación)	(18.927)	0	(18.927)	0	0	0
Variación de Caja	83.687	21.061	70.270	120.837	128.089	41.835

Estado de Resultados

Ventas Netas	1.684.450	887.256	1.615.695	1.448.084	1.343.243	1.161.403
Variación de Ventas (%)	4,3	8,4	11,6	7,8	15,7	23,5
EBIT Operativo	430.099	212.726	456.009	407.924	368.555	308.079
Intereses Financieros Brutos	106.343	85.332	48.695	52.140	65.751	51.242
Alquileres	0	0	0	0	0	0
Resultado Neto	423.543	134.577	521.159	407.242	176.886	179.477

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.
- Know-how: conocimiento, experiencia, sobre un negocio o sector.

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 **27 de abril de 2023**, confirmó la calificación de emisor de **Frigorífico Modelo S.A.** en la Categoría **A+ (uy)**.

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 Fondeo y Flexibilidad Financiera de la Compañía. El análisis de los Factores Cualitativos contempló el Riesgo del Sector, la Posición Competitiva, y la Administración y calidad de los Accionistas.

Fuente de Información

- Balances intermedios auditados hasta el 31/12/2022 (6 meses).
- Balances generales anuales auditados hasta el 30/06/2022 (12 meses).
- Auditor externo del último balance anual: Ernst & Young Uruguay.
- 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 FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A. (Afiliada de Fitch Ratings) –en adelante 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 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 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 SA, 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 SA 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 SA (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 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 dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA 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 SA 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 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 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 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 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 SA no está comprometida en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA 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 SA 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 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 diseminación 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 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 SA pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.