FIX (afiliada de Fitch Ratings) subió la calificacion de las ON por hasta U$S 60 MM emitidas por Cledinor

1 de septiembre de 2021

FIX (afiliada de Fitch Ratings), en adelante “FIX”, subió en la Categoría A(uy) desde BBB(uy) a la calificación de la ON por U$S 60 millones emitidas por Cledinor S.A. La perspectiva es estable.

FACTORES RELEVANTES

La suba considera los fuertes vínculos operacionales y accionarios con su controlante indirecta Marfrig Global Food S.A. e incorpora las mejoras crediticias del grupo. En sept-20, Fitch Ratings subió la calificación de Marfrig Global Food S.A. a ‘BB’/ ‘AA+(br)’ desde ‘BB-‘/ ‘AA(br)’. Además, FIX considera las buenas perspectivas sectoriales debido al aumento del abastecimiento de hacienda en Uruguay, el incremento de la demanda mundial de carne y los crecientes precios internacionales que le permitirán lograr a partir del corriente ejercicio márgenes de rentabilidad en torno a 3%-7%, por arriba del promedio del 1.6% de los últimos 4 años. Adicionalmente incorpora en sus supuestos las inversiones destinadas al incremento de capacidad de faena en el Frigorífico Tacuarembo por USD 50 millones hasta 2023, manteniendo adecuados niveles de endeudamiento y elevada liquidez. La calificación considera además la garantía del flujo proveniente de los ingresos locales.

La calificación incorpora el fuerte vínculo accionario y operativo entre Cledinor y su controlante indirecto, Marfrig Global Foods S.A. la cual le aporta a la compañía una mayor flexibilidad operativa y financiera. El tamaño de las operaciones en Uruguay es reducido en comparación al accionista. Adicionalmente, la deuda de dos subsidiarias (Marfrig Overseas Ltd. y Marfrig Holding B.V.) de Marfrig Global Foods S.A. poseen cláusulas de incumplimiento cruzado por USD 40 millones, a través de la cual si los bonos emitidos por las subsidiarias tuvieran algún incumplimiento, las ON de Marfrig Global se acelerarían. Dicha cláusula dejará de tener aplicación a partir de abril’22 cuando el saldo de ON se reduca por debajo de USD 40 MM.

El Grupo Marfrig en Uruguay es el principal frigorífico de Uruguay con una participación de mercado medido en cantidad de faena de ganado del 27%. El grupo posee una amplia diversificación por región y por productos vendidos. La diversificación geográfica le permite mitigar ciertos riesgos inherentes al sector como el abastecimiento de hacienda, las enfermedades de los animales y las restricciones comerciales. El acceso a mercados internacionales a través de productos diferenciales de primera categoría le permite lograr precios de exportaciones promedio superiores a los de la industria.

La calificación contempla la volatilidad de flujos operacionales inherentes al sector. La actividad ganadera demanda importantes niveles de capital de trabajo, con un ciclo del negocio de alrededor de dos años. El clima, la accesibilidad al ganado, los precios internacionales de la carne, las restricciones comerciales y la fluctuación del tipo de cambio en Uruguay impactan en el flujo operativo del sector y del grupo Marfrig. En el año móvil a mar-21, el flujo generado por operaciones (FGO) de la compañía fue de USD 14 MM (Vs. USD 17 MM en mismo periodo a mar-20) que junto al capital de trabajo negativo por USD 49 MM, inversiones por USD 4 MM, generó un flujo de fondos libre negativo de USD 39 MM que financió con endeudamiento adicional. Desde 2022 se espera que genere FFL negativos debido a las importantes inversiones planificadas y la política de distribución de dividendos.

El grupo se encuentra en proceso de incrementar la capacidad instalada en el Frigorífico Tacuarembó.

La inversión será de USD 50 millones en un periodo de 3 años que se financiará con capital propio y acceso a líneas bancarias. El apalancamiento en términos relativos no aumentaría dada la positiva evolución esperada del EBITDA.

A mar-21, la deuda financiera era de USD 92 MM con un ratio deuda/EBITDA de 2.3x. FIX espera que en los próximos años el ratio registre niveles promedio de 2x. Las Obligaciones Negociables representan el 50% del endeudamiento financiero y están garantizadas por un fideicomiso en garantía y pago, cuyo activo subyacente son los créditos cedidos por las ventas realizadas en el mercado local (sin tener en cuenta las ventas entre los propios fideicomitentes). Adicionalmente la incorporación de la cuenta de reserva permite cumplir con las condiciones de endeudamiento y cobertura, a mar-21, la cuenta reserva era de USD 2,5 MM aproximadamente y el servicio de deuda es por USD 2,36MM. A mar-21, la caja e inversiones corrientes ascendían a USD 39 MM, sin incluir fondos en la cuenta reserva por USD 2,5 MM y cubren en 0.75x los vencimientos de corto plazo (USD 52 MM). A mar-21, el ratio consolidado de Deuda Neta/EBITDA (sin considerar la cuenta reserva) resultó en 1.3x que compara con 4.7x en sept-20.

SENSIBILIDAD DE LA CALIFICACIÓN

Los factores que individualmente o en conjunto podrían derivar en una baja en la calificación las ON de Cledinor son:

- Un mayor endeudamiento neto del Grupo en el contexto de un sector desfavorable y un deterioro en el manejo del capital de trabajo, podrían derivar en una baja en la calificación las ON de Cledinor. .Dados los factores cíclicos comentados y el elevado riesgo operacional al que está expuesta la industria y la compañía, la tolerancia a la deuda es baja.
- Cualquier cambio en el vínculo con su controlante o un deterioro crediticio de Marfrig Global Food podría impactar en la calificación de las ON.

INFORMES RELACIONADOS Y METODOLOGÍA APLICABLE

FIX utilizó el Manual de Calificación de Empresas presentado ante el *Banco Central del Uruguay* (disponible en www.bcu.gub.uy).

El informe correspondiente se encuentra disponible en nuestra web "www.fixscr.com".

CONTACTOS

Gabriela Curutchet

Director Asociado

gabriela.curutchet@fixscr.com

+54 11 5235-8122

Cándido Pérez

Director Asociado

candido.perez@fixscr.com

+54 11 5235-8119

Cecilia Minguillón

Director Senior

cecilia.minguillon@fixscr.com

+54 11 5235-8123

Relación con los Medios: Diego Elespe, Head Comercial y de Desarrollo de Negocios

diego.elespe@fixscr.com +5411 5235-8100/10

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: HTTP://WWW.FIXSCR.COM. ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB WWW.FIXSCR.COM. LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A, Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS A LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES, PARA LOS CUALES EL ANALISTA LIDER SE BASA EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FIX SCR S.A (www.fixscr.com)

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

La reproducción o distribución total o parcial de este informe por terceros está prohibida, salvo con permiso. Todos sus derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A se basa en información fáctica que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A considera creíbles. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A lleva a cabo una investigación razonable de la información fáctica sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga, variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A deben entender que ni una investigación mayor de hechos, ni la verificación por terceros, puede asegurar que toda la información en la que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A en el momento de realizar una calificación crediticia será exacta y completa. El emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes, con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos que pueden suceder y que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o confirmó una calificación.

La información contenida en este informe recibida del emisor se proporciona sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una

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

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