FIX (afiliada de Fitch Ratings) confirmó la calificacion de Cledinor en A(uy) y asignó Rating Watch En Evolucion

6 de noviembre de 2023

FIX (afiliada a Fitch Ratings) – en adelante FIX - confirmó la calificación de Emisor de Largo plazo y de la ON garantizada emitida por Cledinor S.A. (Cledinor) en A(uy) y asignó Rating Watch En Evolución.

FACTORES RELEVANTES EN LA CALIFICACIÓN

El Rating Watch En Evolución responde al anuncio de venta de ciertos activos operativos ubicados en Brasil, Argentina, Chile y Uruguay por parte de Marfrig Global Foods S.A. (Marfrig) calificada por Fitch Ratings en BB+ (escala internacional) a Minerva S.A. (Minerva) calificada por Fitch Ratings en BB (escala internacional), el cual incluye Cledinor y otros dos frigoríficos que opera Marfrig en Uruguay. Aunque la transacción está sujeta a las aprobaciones regulatorias correspondientes, según las condiciones de las ON una vez perfeccionada la operación, FIX entiende que se podría acelerar el vencimiento de dichas obligaciones por la ejecución de la cláusula de cambio de control, que actualmente ascienden a USD 30 millones. La calificación de las ON se basa también en las operaciones conjuntas de los cuatro frigoríficos que conforman Marfrig Uruguay que actualmente son garantes de las ON pero que de concretarse la transacción se infiere que la unidad no vendida ya no garantizaría dichas ON con el posible cambio en las coberturas en el fideicomiso de garantía.

El anuncio de la venta fue a nivel América Latina (Brasil, Argentina, Chile y Uruguay) por USD 1.500 millones de los cuales Marfrig ya recibió USD 300 millones por varias unidades operacionales de Marfrig a Minerva. Entre las tres unidades de negocios que se venden en Uruguay se incluye Cledinor. El resultado de esta operación requiere de la aprobación de las autoridades económicas anti-monopolio de los países involucrados, cuyo dictamen se estima ocurra durante los próximos 12 meses. Cledinor mantiene vínculos operacionales muy fuertes con Marfrig. De aprobarse esta operación quedaría bajo el amparo de Minerva, como un perfil crediticio levemente más débil en relación con Marfrig. No obstante, esta operación mejora el perfil operativo de Minerva que incrementará su capacidad de producción y reducirá el riesgo del negocio mediante una mayor escala, incremento en la participación de mercado y diversificación geográfica. En tanto, la aprobación de esta operación dispararía la cláusula de “Cambio de Control Accionario” de las ON que ante el cambio de accionista requiere de la convocatoria a asamblea de los tenedores de las ON, que con al menos dos inversores y una tenencia superior al 75% de los saldos vigentes que declaren la caducidad de los instrumentos los mismos se tornan exigibles. Hacia adelante, FIX estima que, de aprobarse la transacción, el emisor cancelará en forma anticipada los instrumentos vigentes.

El Grupo Marfrig Uruguay actualmente es el principal frigorífico de Uruguay con una participación de mercado medido en cantidad de faena de ganado bovino mayor al 25%. El grupo posee diversificación regional y de productos vendidos. La diversificación geográfica le permite mitigar el riesgo de abastecimiento de hacienda, las enfermedades de los animales y las restricciones comerciales. El acceso a mercados internacionales a través de productos diferenciales de primera categoría (ganado orgánico con trazabilidad, cortes kosher y hamburguesas) le permiten lograr precios de exportaciones promedio superiores a los de la industria.

La actividad ganadera demanda importantes niveles de capital de trabajo, con un ciclo del negocio de alrededor de dos años. El clima, la accesibilidad al ganado, los precios internacionales de la carne (principalmente China), y en los últimos dos años la apreciación del peso uruguayo en relación al dólar, tienen impacto sobre el flujo operativo del sector y del grupo Marfrig. A marzo 2023 (año móvil), el flujo generado por operaciones (FGO) totalizó USD 9,5 millones, la variación positiva del capital de trabajo rondó los USD 18 millones. Las inversiones de capital rondaron los USD 27 millones (ampliación de Frigorífico Tacuarembó, fase 2 ya finalizada y las obras de ampliación de capacidad de faena en curso en Cledinor) y la distribución de dividendos por USD 15 millones (marzo 2023), determinó un déficit del Flujo de Fondos Libres (FFL) negativos por USD 29.9 millones. Hacia adelante, FIX estima que el grupo seguirá generando FGO positivos en el orden de los USD 30 millones, aunque debido a las necesidades de capital del trabajo los Flujos de Fondos Libres se mostraran algo más volátiles.

Durante el año en curso (2023) se continuaron con las obras de ampliación de faena de Frigorífico Tacuarembó que incrementó la capacidad de procesamiento hasta 1400 reses/día (fase 2 del programa de expansión) y se continúa en la etapa tres para continuar la ampliación de faena y capacidad de frio. El monto de la inversión total ronda los USD 50 millones, con préstamos bancarios con vencimiento final en 2028. El plan de expansión de capacidad de faena también alcanzó a Cledinor comprendiendo incremento de la capacidad de faena, de frío y el engorde a corral. La ampliación sigue en curso y representó erogaciones del orden de USD 16 millones financiadas con préstamos bancarios de mediano plazo.

A marzo 2023 (año móvil), la deuda financiera del grupo ascendía a USD 119,9 millones con un ratio deuda/EBITDA de 4.5x. La deuda se concentra mayoritariamente en el largo plazo 58% (vencimientos hasta 2028) Un 42% era deuda de corto plazo, mientras que el 26% de la deuda financiera correspondía a ON garantizada y el 74% restante a préstamos bancarios. En tanto, la Deuda Neta/EBITDA ascendió a 3,6x, con una variación respecto del cierre anual 30.09.22 cuando la deuda neta/EBITDA ascendía a 1.4x en parte por un incremento de la deuda financiera de USD 35 millones (financiamiento de capex) y una reducción del nivel de EBITDA que paso de USD 47 millones (cierre 2022) a USD 26,7 millones al año móvil (marzo 2023). Respecto de las Obligaciones Negociables, representan el 26% 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 junio 2023, la cuenta reserva era de USD 2,3 millones aproximadamente y el servicio de deuda asciende a USD 2,1 millones. Hacia adelante, FIX no anticipa cambios significativos en el endeudamiento excepto cambios coyunturales y espera que el ratio de deuda sobre EBITDA no supere los 3,5x**.**

SENSIBILIDAD DE LA CALIFICACION

Las calificaciones de Cledinor podrían verse afectadas de concretarse el cambio del control accionario, el cual dependerá de la situación una vez perfeccionada la operación. FIX entiende que podría acelerar el vencimiento de las ON por la ejecución de la cláusula de cambio de control. FIX monitoreara la evolución de la operación hasta tanto se lleve a cabo la aprobación de las autoridades de los países involucrados. La calificación será revisada ante información actualizada provista por la compañía en cuanto a: i) garantías de las ON y fideicomiso de garantía, ii) declaración de la caducidad de los instrumentos por parte de los tenedores y iii) cambios en el perfil operativo y financiero de Minerva con las nuevas adquisiciones en Uruguay.

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

Gustavo Avila
Senior Director
gustavo.avila@fixscr.com
+54 11 5235-8119

Maria Cecilia Minguillon
Senior Director
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.