FIX (afiliada de Fitch Ratings) confirma en A+(uy) con Perspectiva Estable la calificación de Frigorifico Modelo S.A.

28 de abril de 2023

FIX (afiliada de Fitch Ratings), en adelante “FIX”, confirmó la calificación de Frigorífico Modelo S.A. (Frimosa) en A+(uy) con Perspectiva Estable.

FACTORES RELEVANTES DE LA CALIFICACION

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 frio a terceros en Uruguay y Paraguay y deposito 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.

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 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.

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 frio 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.

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 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 frio y depósito fiscal, FIX espera que para el año fiscal 2024 este segmento represente el 40% de las ventas y el 60% del EBITDA.

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.

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

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 e 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.

SENSIBILIDAD DE LA CALIFICACION

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 frio a terceros y depósito fiscal y que los mismos generen flujo libre positivo de manera estable.

INFORMES RELACIONADOS Y METODOLOGÍA APLICABLE

FIX utilizó el Manual de Calificación de Finanzas Corporativas 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

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

Analista Secundario
Gustavo Ávila
Senior 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

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.