

CARE

CALIFICADORA DE RIESGO

Calificación de Riesgo de Obligaciones Negociables emitidas por **Citricola Salteña S.A.**

Montevideo, abril de 2016

4	Resumen General
5	i Antecedentes y hechos salientes del período
6	ii Analisis de la nueva información
9	iii Calificacion de Riesgo

Citrícola Salteña S.A.
Obligaciones Negociables no Convertibles
en Acciones. 29-04-2016

Importe de la Emisión:	U\$S 11.000.000.
Moneda:	Dólares americanos.
Interés:	6% anual.
Amortizaciones:	Cinco cuotas anuales iguales y consecutivas, a partir del año 6 desde la emisión.
Pago de interés:	Semestral.
Plazo:	10 años.
Garantías:	fideicomiso de garantía de inmuebles, cuenta escrow y otras.
Fecha de emisión:	30 y 31 de marzo de 2016
Entidad Registrante:	Bolsa de Valores de Montevideo.
Representante de los Titulares de los Valores:	Bolsa de Valores de Montevideo.
Calificadora de Riesgo:	CARE.
Calificación:	BBB (uy).
Asesor Legal:	Olivera Abogados.
Underwriter:	Puente.
Fiduciario de Fideicomiso de Garantía:	Management Fiduciario y Profesional S.A.
Manual:	Títulos para la Calificación de Títulos Emitidos por Empresas

Resumen General

CARE ha actualizado la calificación de las Obligaciones Negociables emitidas en oferta pública por Citrícola Salteña S.A, (en adelante Citrícola), con la categoría BBB (uy) de grado inversor.

La presente actualización se emite a algo más de un mes de una actualización anterior, y a menos de un mes de la emisión. Por esta razón la misma, aunque recorre todos los capítulos de cualquier actualización, solo se va a detener en algunos aspectos derivados de la aparición de la nueva información divulgada a partir de ese momento. En consecuencia, para tener una visión detallada, esta actualización debe considerarse conjuntamente con los documentos registrados por CARE que acompañaron la emisión.

Se reiteran por tanto los conceptos vertidos oportunamente sobre la construcción jurídica, destacando la inexistencia de riesgo jurídico de estructura así como el sistema de garantías que en conjunto afianzan la operación, cubriendo contingencias de default tanto de la misma empresa (inmuebles) como de las obligaciones anuales (cuenta escrow),

Se reiteran los conceptos vertidos sobre la empresa, ahora complementados con la disposición de la nueva Memoria y Estados Contables auditados de la misma.

Se ratifica en lo pertinente el análisis del flujo futuro de fondos por el escaso tiempo transcurrido, sobre el que se volverá en el ajuste de octubre del presente año.

Respecto del entorno de mercados –en especial el mercado americano– y de políticas públicas, también se ratifica lo expresado oportunamente.

i. Antecedentes y hechos salientes del período

Al presentar algunos de los hechos salientes del período que componen la actualización de la calificación, se mencionan algunos antecedentes que proporcionan el marco conceptual del análisis.

Antecedentes

- En diciembre de 2015 CARE calificó las Obligaciones Negociables emitidas para su oferta pública por Citrícola Salteña S.A, por un monto de hasta U\$S 11.000.000, con la categoría BBB (uy) de grado inversor. Esta calificación fue registrada en el BCU con fecha 23 de diciembre de 2015.
- Posteriormente el BCU solicitó “Una actualización de la calificación de riesgo emitida por CARE Calificadora de Riesgo SRL ya que la misma hace referencia a Puente Corredor de Bolsa como prestador del préstamo “bridge loan” y a otro mecanismo de desembolso e incorporación de inmuebles a efectos de constituir el patrimonio fiduciario.”
- En tal sentido CARE envió al BCU una nota con fecha 2/3/16 actualizando la calificación, la que en sus conclusiones afirma: “Mantener la nota BBB.uy de grado inversor otorgada a la calificación oportunamente registrada el 23 de diciembre de 2015.”

Hechos salientes del período

- La emisora (CSSA) cerró balance el 31/12/15 el que fue presentado en tiempo y forma con informe de auditoría independiente y memoria anual.
- Con fecha 9/3/16 el BCU comunica a CSSA la aprobación de la emisión.
- La emisión se produce entre los días 30 y 31 de marzo de 2016. El primer día, dirigido a inversores minoristas, se colocan U\$S 2.3 millones mientras que al día siguiente se coloca U\$S 8.7 millones completando el máximo autorizado de U\$S 11 millones. El total de ofertas recibidas fue de casi U\$S 13 millones.
- El Documento de Emisión es de fecha 1/4/16 por obligaciones negociables a vencer el 1/4/26 por U\$S 11 millones en las condiciones previstas descriptas en el Prospecto y recogidas en la calificación original. De esta manera se fijan los plazos en que habrán de liquidarse las ON's. Pago de intereses semestralmente a partir del 30/9/16 y cinco amortizaciones anuales a partir de marzo de 2022.
- En febrero de 2016 y en cumplimiento de uno de los objetivos de la emisión, CSSA cancela tres vales bancarios de corto plazo por un monto total de U\$S 4.774.168. Para ello, tal cual estaba previsto, solicitó un crédito puente, cancelado luego con el producido de la emisión ocurrido un mes después según carta de pago de Puente del 8/4/16.
- Aunque aún no se han procesado, desde marzo ya se comunicó a CARE la inminencia de algunos cambios gerenciales por razones jubilatorias.

ii. Análisis de la nueva información

Como se ha mencionado en el resumen general dado el tiempo transcurrido desde la calificación original (diciembre 2015) y su actualización posterior (marzo de 2016) corresponde ratificar lo pertinente allí referido sobre los distintos capítulos que componen la calificación de riesgo de acuerdo a los manuales de CARE. Esto dicho en la medida que nada relevante ha ocurrido en este corto período que permita suponer que hayan cambiado las condiciones objetivas consideradas oportunamente.

Sí, en cambio, es importante la presentación de un nuevo cierre de ejercicio por parte de CSSA por lo que CARE realizó esta actualización en base, fundamentalmente a la información surgida del último ejercicio cerrado y auditado, esto es al 31/12/15.

También se tuvo en cuenta información derivada de informantes calificados del emisor así como información pública del sector de referencia.

Información de balance

En el cuadro siguiente se informa resumidamente las principales partidas del estado de situación incorporando el ejercicio cerrado en diciembre de 2015.

Cuadro 1: Estados de Situación consolidados (miles u\$s)				
<i>Concepto</i>	<i>31/12/15</i>	<i>31/12/14</i>	<i>31/12/13</i>	<i>31/12/12</i>
Activo	111.048	102.806	103.338	98.618
Activo Corriente	26.699	27.482	30.501	24.201
Activo no Corriente	84.348	75.324	72.837	74.417
Pasivo	67.300	61.789	64.989	56.864
Pasivo Corriente	38.816	48.180	48.396	46.779
Pasivo no Corriente	28.484	13.609	16.593	10.085
Patrimonio	43.748	41.017	38.348	41.754
Pasivo y Patrimonio	111.048	102.806	103.338	98.618
Razón Corriente	0,69	0,57	0,63	0,52

Fuente: EE.CC consolidados y auditados de CSSA y afiliadas.

Se puede comprobar que no hay mayores variantes respecto al ejercicio anterior; mejora el perfil de la deuda que se ve reflejado en la razón corriente y si se tiene en cuenta la cancelación de pasivos corrientes de febrero 2016, con parte de la emisión, la mejora es aún mayor.

En cuanto a los resultados, según se puede apreciar en el cuadro siguiente, vuelven a ser positivos aunque algo menores a los del ejercicio anterior. Hay un descenso importante en los ingresos, explicado básicamente por una caída en las exportaciones.

De la Memoria Anual de CSSA, que acompaña estos estados contables, se desprende que la caída en las exportaciones se debe fundamentalmente al menor volumen de producción exportado y no a los precios que, por el

contrario, en términos generales se mantienen estables y aún en alza. Es el caso de la mandarina por ejemplo que pasó de U\$S 900/tonelada en 2014 a U\$S 1.000/tonelada en 2015.

Sintéticamente se puede resumir la situación productiva/comercial de la siguiente manera:

- Se considera normal una caída de producción luego de la alta productividad alcanzada en 2014.
- Esta se produjo fundamentalmente en naranjas (hasta ahora el mayor volumen producido por la empresa) debido a un verano muy lluvioso. La producción cayó de 95.800 toneladas en 2014 a 76.500 toneladas en 2015. A eso se le agrega que, por la misma causa, hubo problemas sanitarios que afectaron la fruta y aumentó el descarte con vistas a la exportación.
- En cambio, la mandarina Clementina (variedad orientada al mercado de USA) incrementó su producción de 5.500 toneladas a 7.000 en el mismo período.
- La perspectiva en el corto plazo, para el objetivo central que es el mercado de USA, mejora también con el avance de las mandarinas de las variedades Orri y Morri que ya cuentan con 70 hectáreas y se espera en el correr de este año 2016, concretar las primeras exportaciones.
- Se considera se ha avanzado en la consolidación de este mercado estratégico con llegada directa sin pasar por Brasil y utilizando el puerto de Paysandú como puerto de carga. Este mercado representó en el último ejercicio, el 30 % de las exportaciones (U\$S 10 millones).

Cuadro 2: Estado de Resultados consolidados (en miles de u\$s)

Concepto	31/12/15	31/12/14	31/12/13	31/12/12	31/12/11
Exportaciones	33.556	42.053	35.440	31.878	36.557
Ventas locales	8.757	10.444	9.521	7.765	6.982
Ingresos Operativos Netos	42.313	52.497	44.961	39.643	43.539
Costo bienes vendidos	(32.136)	(37.385)	(38.522)	(37.640)	(32.123)
Resultado Bruto	10.177	15.112	6.440	2.003	11.416
Gastos administ. y ventas	(7.832)	(9.136)	(9.887)	(9.142)	(10.288)
Otros resultados operativos	8.308	2.122	3.582	8.117	1.791
Resultado Operativo	10.653	8.098	135	979	2.919
Resultados financieros	(4.504)	(3.441)	(3.123)	(2.025)	(2.086)
IRAE	(3.274)	(1.487)	(254)	(840)	750
Resultado Neto	2.875	3.170	(3.241)	(1.886)	1.582
Resultado Bruto/Ingresos	0,24	0,29	0,14	0,05	0,26
Resultado Operativo/Ingresos	0,25	0,15	0,00	0,02	0,07
Resultado Neto/Ingresos	0,07	0,06	(0,07)	(0,05)	0,04

Fuente: Emisor.

Se destaca la valorización de los activos biológicos, reflejado en otros resultados operativos, y la disminución de los gastos de administración y ventas; todo lo cual explica que los resultados del ejercicio no difieran sustancialmente de los del anterior.

Se propone no distribuir las utilidades producidas en el ejercicio, lo que confirma el compromiso con la empresa.

Cumplimiento de garantías

Otro aspecto a destacar es que CSSA se mantiene dentro del rango exigido para cada uno de los siguientes ratios:

- **Ratio de garantía;** que establece que la relación entre los inmuebles dados en garantía respecto a la deuda por amortización e intereses por la emisión debe ser igual o mayor a 1. Ninguno de los componentes del ratio ha variado por lo que mantiene la situación de cumplimiento anterior.
- **Ratio de endeudamiento;** refiere a mantener, como máximo, la misma relación entre deuda financiera y patrimonio neto que había al 30/6/15. En ese momento, el ratio era de 1,55; al 31/12/15, el ratio es de 1,36. (ver cuadro siguiente).

Cuadro 3: Ratio de endeudamiento (miles de u\$s)

Concepto	31/12/15	31/12/14	31/12/13	31/12/12
Pasivo financiero corriente	24.730	35.198	33.764	34.353
Pasivo financiero no corriente	23.853	11.998	16.326	9.633
Esta operación	11.000	11.000	11.000	11.000
Total pasivo financiero	59.583	58.196	61.090	54.986
Patrimonio	43.748	41.017	38.348	41.754
Ratio endeudamiento	1,36	1,42	1,59	1,32

Fuente: EE.CC consolidados y auditados de CSSA y afiliadas.

- **Ratio de cobertura de servicio de deuda;** en este caso el ratio está definido como el EBITDA sobre las cargas financieras pagadas en el ejercicio (intereses perdidos) que debe ser, en promedio para los dos últimos ejercicios, mayor a 1.

Cuadro 4: ratio de cobertura servicio de deuda (miles u\$s)

Concepto	2015	2014	Promedio
Resultados operativos netos	10.653	8.098	9.376
Amortización	143	127	135
EBITDA	10.796	8.225	9.511
Intereses perdidos	4.260	3.331	3.796
Ratio de cobertura	2,53	2,47	2,51

Fuente: EE.CC CSSA.

iii. Calificación de riesgo

En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos –jurídicos, cualitativos y cuantitativos–, tanto los presentados por la Emisora como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité calificador de CARE ratifica que la Emisión califica en la categoría BBB uy de la escala del Manual de CARE¹.

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez

1. CATEGORÍA BBB uy. Se trata de instrumentos emitidos por empresas o sociedades que presentan un riesgo medio-bajo para la inversión. Su capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados es buena. El propio papel, la condición de la empresa, la calidad del proyecto y las características del entorno, dan en conjunto moderada satisfacción a los análisis practicados, sin perjuicio de alguna debilidad en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo (papel, proyecto, empresa, entorno). Podría incrementarse el riesgo del instrumento ante eventuales cambios previsible en el proyecto tal como fue presentado, en la sociedad emisora, en el sector económico a la que pertenece, o en la economía en su conjunto. La probabilidad de cambios desfavorables previsible en el entorno es de baja a media-baja, y compatible con la capacidad de la empresa de manejarlos aunque incrementando el riesgo algo más que en las categorías anteriores. Grado de Inversión mínimo.