

# CARE

CALIFICADORA DE RIESGO

---

## ACTUALIZACIÓN DE LA CALIFICACIÓN DE RIESGO DE OBLIGACIONES NEGOCIABLES EMITIDAS POR CITRICOLA SALTEÑA S.A.

*Montevideo setiembre de 2016*

4	RESUMEN GENERAL
5	I ANTECEDENTES Y HECHOS RELEVANTES DEL PERIODO
9	II EL TÍTULO DE DEUDA Y SU GARANTIA
11	III LA EMPRESA
17	IV EL FLUJO DE FONDOS
22	V EL ENTORNO
25	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

## ACTUALIZACIÓN DE LA CALIFICACIÓN DE RIESGO DE OBLIGACIONES NEGOCIABLES EMITIDAS POR CITRICOLA SALTEÑA S.A.

30 de setiembre de 2016

<b>Emisor :</b>	Citricola Salteña S.A.
<b>Títulos Emitidos:</b>	Obligaciones Negociables no convertibles en acciones
<b>Importe de la emisión:</b>	U\$S 11.000.000
<b>Moneda:</b>	Dolares americanos
<b>Interes:</b>	6% anual
<b>Amortización:</b>	Cinco cuotas anuales iguales y consecutivas, a partir del año 6 desde la emisión.
<b>Pago de Interes:</b>	semestral
<b>Plazo:</b>	10 años
<b>Garantías :</b>	fideicomiso de garantía de inmuebles, cuenta escrow y otras
<b>Fecha de Emision:</b>	30 y 31 de marzo de 2016
<b>Entidad Registrante:</b>	Bolsa de Valores de Montevideo
<b>Representante de los Titulares de los Valores</b>	Bolsa de Valores de Montevideo
<b>Calificadora de Riesgo:</b>	CARE Calificadora de Riesgo
<b>Calificacion:</b>	BB (uy)
<b>Undermitter:</b>	Puente
<b>Fiduciario del Fideicomiso de garantía:</b>	Management Fiduciario y Profesional S.A:
<b>Comité de Calificación:</b>	Ing. Julio Preve , Cr. Martín Durán Martínez y Ing. Juan Peyrou
<b>Manual de Calificación:</b>	Manual de 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 BB (uy) de grado especulativo.**

- El descenso experimentado en la nota es consecuencia de las repercusiones económico financieras derivadas de la situación climática extraordinaria de abril y mayo de este año. Esta situación extiende en el tiempo repercusiones negativas que la emisora se encuentra enfrentando, pero que a la fecha no existe certeza total respecto de sus posibilidades de manejo a mediano plazo.
- Se reiteran 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.
- El episodio climático que más adelante se analiza en sus repercusiones, así como en las acciones de la empresa para enfrentar sus consecuencias, ha representado una pérdida extraordinaria – según los estados contables intermedios- que la emisora estima en 9,8 millones de dólares. Esta pérdida ha generado algunas dificultades financieras momentáneas, sugiere la dificultad de alcanzar a fin de año los ratios de cobertura exigibles, y determina necesidades financieras extraordinarias cuya atención supone además ajustes en la empresa.
- La empresa ha cumplido con las obligaciones de este semestre de la emisión y deberá concretar algunas transformaciones antes de comenzar a amortizar la misma a partir del año 2022. En este sentido el cierre del balance al 31 de diciembre de 2016 será una información muy importante para el seguimiento de los cambios necesarios.
- El nuevo flujo de fondos presentado muestra un déficit de caja que, practicados algunos cambios necesarios, deberían modificar su signo en dos años, antes del comienzo de las amortizaciones. El mantenimiento de las condiciones favorables esperadas para los mercados como USA y Europa, a los que se orienta la emisora, así como el mantenimiento de la reputación en los mismos verificada por CARE, permiten pensar que este objetivo podría alcanzarse, en especial si concomitantemente se realizan con éxito los ajustes necesarios.

## I. ANTECEDENTES Y HECHOS SALIENTES DEL PERÍODO

### 1. Introducción, marco conceptual de la actualización

La calificación de riesgo supone la expresión de un punto de vista especializado por parte de una empresa autorizada a ese propósito por el Banco Central del Uruguay (BCU), que realiza la supervisión y control del sistema financiero y del mercado de valores así como de las calificadoras de riesgo. La calificación realizada- en ese caso la actualización- no representa no obstante una recomendación o una garantía de CARE para los adquirentes de las Obligaciones Negociables (en adelante ONs), y por tanto debe considerarse como un punto de vista a considerar entre otros. CARE no audita ni verifica la exactitud de la información presentada, la que sin embargo procede de fuentes confiables a su juicio.

El marco conceptual de esta calificación supone un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica la capacidad de pago de los compromisos contraídos en las condiciones originales pactadas de monto, moneda, plazo y tasa de interés. El riesgo del inversionista es pues, el de la recuperación del monto invertido en el plazo indicado, en la moneda acordada, más un interés.<sup>1</sup>

La vigencia de la calificación, atento a disposiciones del regulador (BCU) es de un año. Ello no obstante y más allá de la actualización anual de norma, CARE revisará semestralmente, a partir de la información del emisor y en especial de sus estados contables intermedios, los aspectos más relevantes en la composición de su juicio. Sin perjuicio de lo anterior la calificación otorgada puede estar sujeta a modificación en cualquier momento según se deriva de la metodología de trabajo de CARE.

CARE Calificadora de Riesgo es una calificadora con registros y manuales aprobados por el Banco Central del Uruguay con fecha 3 de abril de 1998. Califica conforme a su metodología oportunamente aprobada por dicha autoridad, seleccionando los profesionales necesarios para integrar en cada caso el comité de calificación, el que juzga en función de sus manuales. Estos, su código de ética, registros y antecedentes se encuentran disponibles en el sitio web: [www.care.com.uy](http://www.care.com.uy) así como en el del regulador: [www.bcu.gub.uy](http://www.bcu.gub.uy).

El comité de calificación estuvo integrado en esta oportunidad por el Ing. Julio Preve, por el Cr. Martín Durán y por el Ing. Juan Peyrou.

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.

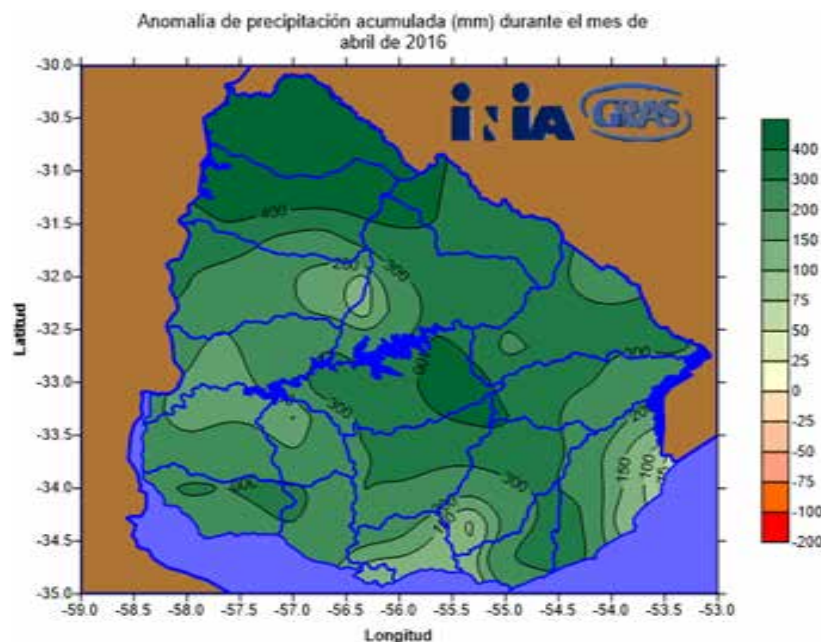
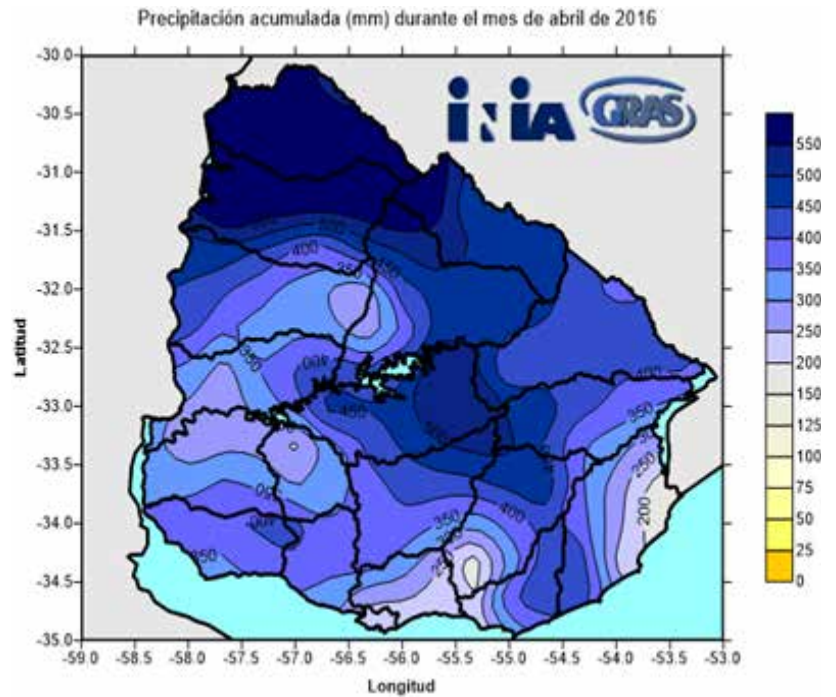
<sup>1</sup> Véase Manual de Calificación de Títulos Emitidos por Empresas en [www.care.com.uy](http://www.care.com.uy)

## 2. 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."
- 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 se aproximó a los 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.
- Ya procesados, desde marzo se comunicaron a CARE algunos cambios gerenciales por razones jubilatorias.
- 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.
- En abril de 2016 se volvió a actualizar la calificación.

### 3. Nueva información analizada y hechos salientes del período

- El hecho más saliente del período por sus repercusiones económicas lo fue el volumen de lluvias caído – 750 mm en un mes- en un registro desconocido en los últimos más de setenta años. Este episodio determinó efectos graves en la exportación a Estados Unidos que representa los mejores precios de la zafra <sup>2</sup>. La información de INIA que se adjunta sobre precipitación promedio y desvío del mismo es elocuente.



<sup>2</sup>. Durante el transporte la fruta adquirió una pequeña mancha en la cáscara.

- El 10 de junio se envió nota a la firma para empezar a reanalizar la situación. Se desarrollaron varias reuniones con el equipo gerencial y se visitó la empresa en Salto con el fin de evaluar, entre otros aspectos, la reacción frente al episodio y la recomposición de la reputación en los mercados de destino, afectada por el envío de fruta que, por temas de calidad originados en las condiciones climáticas, luego no se pudo comercializar.
- El 15 de junio se recibió una evaluación preliminar de la misma empresa de la situación creada.
- Se recibió asimismo un informe del MGAP con la evaluación oficial de las pérdidas a nivel del sector.
- El 3 de agosto se notificó la constitución de la cuenta escrow a partir de cesiones de créditos que se encuentra en plena concreción. Al 27 de setiembre el fiduciario informa sobre los fondos acreditados en la cuenta.
- Estados contables intermedios con informe de revisión limitada de parte de KPMG, al 30 de junio de 2016
- Reporte de la Central de Riesgo del BCU sobre el emisor.
- Notificación de la Bolsa de Valores de Montevideo dando cuenta de que la emisora le entregó los fondos necesarios para cumplir con la obligación de pago de intereses a vencer el 30 de setiembre.



## II. LOS TITULO DE DEUDA y SU GARANTIA

Los títulos de deuda a actualizar en su calificación son Obligaciones Negociables no convertibles en acciones, emitidas por Citrícola Salteña según documento de emisión del que se incluyen en este apartado sus elementos más destacados:

**Monto:** El monto de la Emisión de oferta pública será de hasta por U\$S 11:000.000 (dólares americanos once millones).

**Plazo:** El plazo de la Emisión será de 10 años a partir de la fecha de emisión.

**Amortización:** La misma será en cinco cuotas anuales consecutivas, la primera de ellas pagadera en el sexto año a contar desde la emisión.

**Tasa de interés  
forma de pago  
los intereses:** La tasa de interés será de 6% anual, calculado en base a un año de 365 días, con pagos semestrales.

**Garantías:** varias, según detalle.

El análisis del riesgo jurídico de estructura no ha cambiado de la calificación original y por tanto no se reitera. Lo mismo pasa con la liquidez de esos títulos así como la evaluación de su sistema de garantías propuesto.

Respecto de este último se resalta que según informa el fiduciario de garantía, dispone en el patrimonio fiduciario de los inmuebles transferidos, así como de los fondos necesarios para garantizar el pago de intereses de las ONs a partir de la cuenta escrow constituida el 3 de agosto.

Ello no obstante y como se señala más adelante, los ratios de desempeño comprometidos (de deuda sobre patrimonio o de servicios de deuda sobre resultados) parece difícil se alcancen al fin del ejercicio. El incumplimiento de los ratios es uno de los supuestos de caducidad de plazos y cancelación anticipada de ON. En todos los casos se requiere una decisión de la asamblea de obligacionistas. La decisión puede ser parcial o total y siempre que el emisor no subsane el problema.

En definitiva el “sistema de garantías” como conjunto sigue ofreciendo una cobertura adecuada para la consideración de las contingencias múltiples. Ello no obstante algunas modificaciones en su funcionamiento podrían realizarse a la brevedad.

Se reitera:

**Riesgo jurídico de estructura.** Comprende el análisis de la eventualidad de incumplimientos en el pago a los obligacionistas, derivado de defectos en la estructura jurídica, así como eventualmente por la aplicación de sentencias judiciales derivadas de demandas de posibles perjudicados por la creación oportunamente descrita. En función del informe del Anexo I de la calificación original, se concluye que el riesgo jurídico de estructura es mínimo.

**Riesgo por iliquidez.** Los certificados se han diseñado para ser líquidos. Por este motivo, la liquidez puede considerarse adecuada, dadas las características del mercado uruguayo. No obstante este proceso no es instantáneo y puede llevar un tiempo imposible de determinar. El riesgo es medio.

### III. LA EMPRESA

La conformación del grupo empresarial Caputto no ha variado desde que se analizara con ocasión de la calificación original. Tampoco han surgido nuevas variantes en su estructura gerencial ni, en general, en los aspectos que hacen a su gestión integral. En consecuencia, se considera innecesario reiterar acá dicho análisis, pudiéndose consultar en el informe mencionado.

Como se ha mencionado en los hechos salientes del período, un desconocido episodio climático afectó en alto grado la empresa, extendiendo sus repercusiones económicas por un período que puede durar algún tiempo hoy difícil de estimar. Como queda dicho las repercusiones son económicas y no productivas ya que el fenómeno afectó la fruta y no los montes.

#### **La recuperación del mercado y de la reputación comercial del emisor**

Dado que el problema se suscitó con el principal mercado de destino – USA- CARE consideró imprescindible evaluar los sistemas de advertencia para la calidad comercial de la fruta, sus mecanismos de auditoría desde los compradores, y las reacciones recibidas en términos de reputación. Se verificó que la empresa cuenta con inspectores oficiales permanentes, reproduce a escala las condiciones climáticas de la fruta en transporte para detectar problemas, y cuenta con la supervisión de los propios compradores. Más aún; las decisiones de embarque fueron tomadas en su momento a partir de sugerencias de delegados de los propios compradores con presencia en la propia empresa. La reputación no se habría deteriorado y se confirma que los sistemas de advertencia en años normales y aun relativamente diferentes, son correctos. Por otra parte esta dificultad se hizo también notoria en otros países, lo que se espera tenga un efecto sobre los precios, pero los datos a julio de 2016, tanto para Uruguay como por ejemplo para Chile no muestran aun el comportamiento esperado.

Ambas circunstancias, un evento climático impredecible y un evento comercial de la misma índole, permiten suponer que no hay responsabilidad en la actuación de la empresa. No obstante, los hechos indican que la pérdida se produjo y, de acuerdo a estimaciones de la emisora, fue del orden de los U\$S 9.800.000 en la facturación.

#### **Información de los EECC**

En el cuadro siguiente se informa resumidamente las principales partidas del estado de situación incorporando el ejercicio intermedio cerrado en junio de 2016.

**Cuadro 1: Estados de Situación consolidados (miles U\$S)**

Concepto	30/6/16	31/12/15	31/12/14	31/12/13	31/12/12
<b>Activo</b>	<b>100.673</b>	<b>111.048</b>	<b>102.806</b>	<b>103.338</b>	<b>98.618</b>
Activo Corriente	20.943	26.699	27.482	30.501	24.201
Activo no Corriente	79.730	84.348	75.324	72.837	74.417
<b>Pasivo</b>	<b>73.544</b>	<b>67.300</b>	<b>61.789</b>	<b>64.989</b>	<b>56.864</b>
Pasivo Corriente	40.799	38.816	48.180	48.396	46.779
Pasivo no Corriente	32.745	28.484	13.609	16.593	10.085
<b>Patrimonio</b>	<b>27.129</b>	<b>43.748</b>	<b>41.017</b>	<b>38.348</b>	<b>41.754</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>100.673</b>	<b>111.048</b>	<b>102.806</b>	<b>103.338</b>	<b>98.618</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>0,51</b>	<b>0,69</b>	<b>0,57</b>	<b>0,63</b>	<b>0,52</b>

Fuente: EE.CC consolidados de CSSA y afiliadas

Se puede comprobar que hay importantes variantes en el patrimonio a junio de 2016 respecto al patrimonio del fin del ejercicio anterior. Si bien la firma informa de cambios en los criterios contables de valuación de activos que impactan en el mismo a través de ajustes, en buena medida el saldo del patrimonio recoge la pérdida mencionada de casi U\$S 10 millones. Vuelve a deteriorarse la razón corriente como consecuencia de una caída importante en el activo corriente y un incremento del pasivo corriente lo que compromete su situación de liquidez.

En cuanto a los resultados, no es pertinente comparar los resultados de un semestre con los de un ejercicio entero por lo que en el cuadro siguiente se muestra la información del último semestre cerrado a junio de 2016 y el comparativo con el mismo período de 2015. Como forma de segmentar aún más dicha información se establece en las dos últimas columnas lo ocurrido en el trimestre con cierre a junio 2016 y 2015 respectivamente. Puede verse que lo ocurrido en el período abril a junio de cada año explica casi todo lo ocurrido en el semestre. De ahí el fuerte impacto de las contingencias climáticas ocurridas precisamente en el mes de abril último y con proyección en la actividad comercial de la empresa en ese trimestre. Hay un descenso importante en los ingresos, explicado básicamente por una caída en las exportaciones.

**Cuadro 2: RRCP EN MILES DE (U\$S)**

Concepto	Sem. 16	Sem. 15	Trim. 16	Trim. 15
Exportaciones	11.316	16.639	11.039	14.843
Ventas locales	2.465	3.240	1.498	1.615
Ingresos Operativos Netos	13.781	19.879	12.536	16.459
Costo bienes vendidos	(14.183)	(16.316)	(8.727)	(9.196)
Resultado Bruto	(402)	3.563	3.809	7.263
Gastos administ. y ventas	(5.387)	(3.695)	(4.367)	(2.182)
Otros resultados operativos	(98)	(75)	(42)	(22)
Resultado Operativo	(5.887)	(207)	(600)	5.060
Resultados financieros	(2.132)	(2.445)	(2.093)	(1.122)
IRAE	(3)	-	(3)	-
Resultado del Período	(8.022)	(2.652)	(2.695)	3.937
Resultado Bruto/Ingresos	(0,03)	0,18	0,30	0,44
Resultado Operativo/Ingresos	(0,43)	(0,01)	(0,05)	0,31
Resultado Neto/Ingresos	(0,71)	(0,16)	(0,24)	0,27

Fuente: Emisor

Nota: vencimientos al 30/6 de cada año: semestral y trimestral

En el cuadro siguiente se informa sobre los resultados consolidados obtenidos en los últimos 5 ejercicios. Dos de ellos fueron deficitarios (2012 y 2013); del análisis conjunto de ambos cuadros se puede observar que al cierre del primer semestre de 2015 el resultado era negativo y que en el segundo semestre el mismo se revirtió. De acuerdo a reuniones mantenidas con altos mandos de la firma, no parece que sea lo que vaya a ocurrir en el ejercicio corriente; es decir, al término del mismo, se habrá de confirmar una pérdida importante.

**Cuadro 3: Resultados consolidados comparativo de ejercicios completos (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

El cuadro precedente muestra que un ejercicio deficitario no es algo desconocido para la empresa y que a lo largo de su larga historia ha sabido administrar porque, de alguna manera acompaña los ciclos del negocio. Esta situación, por extraordinaria, parece diferente y el impacto parece más duradero.

De hecho, a pedido de CARE, el emisor recalculó el flujo de fondos ante la nueva realidad y el mismo dio que para los dos próximos ejercicios, lo que resta de 2016 y 2017, ocurrirá un déficit financiero que la empresa deberá encontrar la forma de resolver. Ante esta situación, la fuente bancaria se presenta como una solución probablemente de costo elevado en términos relativos, en virtud de lo que informa la central de riesgo del BCU.

### Cumplimiento de garantías

Si bien, los distintos ratios establecidos como garantía de cumplimiento de sus obligaciones son de cumplimiento anual, es decir, al término del ejercicio en diciembre, la situación informada a junio pasado parece indicar que los mismos serán difíciles de alcanzar.

- **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 30/6/16, el ratio sería de 1.98 aunque se reitera que, no es el que debe tomarse en cuenta sino que hay que esperar al ratio de diciembre de 2016. (ver cuadro siguiente).

**Cuadro 4: Ratio de endeudamiento (miles de u\$s)**

Concepto	30/6/16	31/12/15	31/12/14	31/12/13	31/12/12
Pasivo financiero corriente	22.779	24.730	35.198	33.764	34.353
Pasivo financiero no corriente	30.916	23.853	11.998	16.326	9.633
Esta operación	-	11.000	11.000	11.000	11.000
Total pasivo financiero	53.695	59.583	58.196	61.090	54.986
Patrimonio	27.129	43.748	41.017	38.348	41.754
Ratio endeudamiento	1,98	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;** 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. En este caso el cálculo se hizo en base a los resultados proyectados por la propia empresa a diciembre de 2016. Como se puede observar en el cuadro siguiente, el mismo es ligeramente inferior al mínimo establecido.

## Cuadro 5: ratio de cobertura servicio de deuda (miles u\$s)

Concepto	2016	2015	Promedio
EBITDA	(2.683)	10.795	4.056
Intereses financieros	4.147	4.260	4.204
<b>Ratio cobertura servicio</b>			<b>0,96</b>

Fuente: Modelo Financiero presentado por el emisor en setiembre 2016

- **Cross default.** Cabe recordar asimismo como causal de cancelación anticipada la cláusula denominada cross default prevista en el artículo 3.2.8 del documento de emisión. Esta eventualidad no puede descartarse.

### Fideicomiso de Garantía

Aparte de los “covenants” mencionados, integra el sistema de garantías el Fideicomiso de Garantía a cargo de la fiduciaria Management Fiduciario y Profesional SA (MFP). Con fecha 27/9/16 MFP informa a CARE que los activos del Fideicomiso están compuestos por:

- a) Inmuebles: adjunta una lista de 28 padrones, la mayoría de los cuales rurales pero también los hay urbanos y suburbanos.
- b) Cuenta Escrow: en cuanto a esta cuenta se informa que a la fecha citada contaba con U\$S 66.864.18 y esperaban cobrar antes del 30/9 unos U\$S 273.558 lo que arrojaría un total de U\$S 340.422.

En relación a esto, se reitera que la BVM en nota del 26/9/16 informa que ya había recibido de parte de Citrícola Salteña la cantidad de U\$S 330.000 para cubrir el monto de los intereses de los títulos con vencimiento el 30/9/16.

### Riesgos Considerados

El riesgo acá considerado es el riesgo que la empresa se mantenga en actividad con la capacidad necesaria para pagar sus obligaciones.

**Gestión:** Como se ha señalado, se considera que CSSA está calificada para gestionar todos los aspectos que hacen al funcionamiento de la empresa, tanto en la producción agrícola como industrial y comercial. Tampoco ofrece dificultades la capacidad de la Fiduciaria para cumplir con el cometido asignado de administración del Fideicomiso de Garantía. Aparecen algunas dudas sobre la capacidad de la empresa de enfrentar, en el corto plazo, desafíos que implican cambios en la gestión para sostener un flujo de fondos positivo. Riesgo medio.

**Rentabilidad:** Como se ha dicho, situaciones de ejercicios con rentabilidad negativa no son desconocidas para la firma ni para el sector en general. Con los vaivenes que los factores climáticos pueden ocasionar, en el largo plazo y en el acumulado, se considera que la capacidad de la empresa de obtener rentabilidad positiva es alta. Riesgo bajo.

**Solvencia:** La misma es adecuada; el patrimonio es positivo en cifras importantes. Riesgo bajo

**Liquidez:** Es quizás el aspecto más débil aunque propio de la actividad (con fuerte estacionalidad y altos activos no corrientes) y de su estructura productiva. La empresa tiene mucho capital inmovilizado y a veces eso resiente la liquidez. Hasta ahora lo ha manejado razonablemente bien, pero esta nueva contingencia, inesperada, supone un desafío mayor. Riesgo medio.

**Endeudamiento:** Vinculado a lo anterior, los ratios analizados corren riesgo de cumplirse. Riesgo medio.



## **IV. EL FLUJO DE FONDOS**

El nuevo flujo de fondos fue solicitado a la emisora a fin de evaluar nuevamente las proyecciones a corto y mediano plazo, a partir de la estimación de pérdidas y resultados globales derivados de los EECC intermedios.

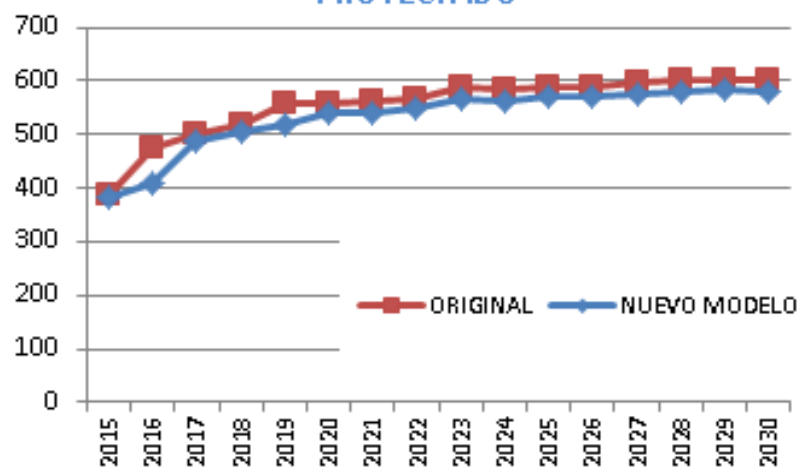
El mismo evidencia dificultades que requieren, aun para los supuestos de proyecciones realizados por la empresa, cubrir los déficit financieros generados que se presentan en el mismo.

## Cuadro 6 Modelo de Proyección CAPUTTO - Consolidado miles U\$S

Flujos de fondos para evaluación	Proyectados				
	2015	2016	2017	2018	2019
Fondos provenientes de operaciones					
Utilidad neta antes de impuestos	2.874	(11.657)	5.446	12.495	13.735
Amortizaciones	1.341	4.826	4.424	4.449	4.301
Costo de Venta Bienes de Uso	715	-	470	-	-
Cambio valor plantaciones NIC 41	(6.965)	-	-	-	-
Resultados financieros	3.544	4.147	4.865	4.726	4.179
Impuesto a la renta	1.509	(2.683)	15.205	21.670	22.215
Inversiones	-	-	-	(1.441.566)	(3.424.903)
Activo Fijo	(1.767)	(209)	(852)	(918)	(835)
Inversiones en Plantas Jóvenes	(1.439)	(1.875)	(2.462)	(2.204)	(2.108)
Capital de trabajo	9.887	6.799	(6.950)	(2.442)	(151)
Valor residual	6.681	4.715	(10.264)	(5.564)	(3.094)
Financiamiento Preceptivo					
Aumento de deuda	11.154	23	-	-	-
Devolución capital	(4.060)	(657)	(2.907)	(2.431)	(3.534)
Financiamiento Adicional	-	-	-	-	-
Aumento de deuda	-	2.749	2.557	-	-
Devolución capital	(11.761)	-	-	(7.765)	(8.316)
Intereses	(3.524)	(4.147)	(4.592)	(4.469)	(3.846)
	(8.191)	(2.032)	(4.941)	(14.665)	(15.696)
Financiamiento proyecto					
Aumento de deuda	11.154	23	-	-	-
Devolución capital	(15.820)	(657)	(2.907)	(4.890)	(11.850)
Intereses	(3.524)	(4.147)	(4.488)	(4.270)	(3.846)
	(8.191)	(4.781)	(7.395)	(9.160)	(15.696)
Servicio de Deuda	-	-	-	-	-
Devolución capital	-	-	(2.749)	(5.306)	-
Intereses	-	-	(103)	(199)	-
	-	-	(2.853)	(5.505)	-
FF antes de financiamiento adicional	-	(2.749)	(5.306)	-	-
Financiamiento adicional	-	2.749	5.306	-	-
Flujo de fondos para evaluación	-	-	-	-	-
Enfoque inversionista					
VAN al 14,9%	63.731.446				
Fuente. Emisor					

La proyección de los precios y producción en el nuevo modelo, ha tenido algunos cambios respecto al original, pero los precios resultantes son prácticamente iguales a los proyectados anteriormente (véase gráfica 1). Los supuestos de largo plazo son esencialmente los mismos, pero se recogen al comienzo del período, los datos de la realidad comercial. Se comparte, en primera instancia, el criterio adoptado.

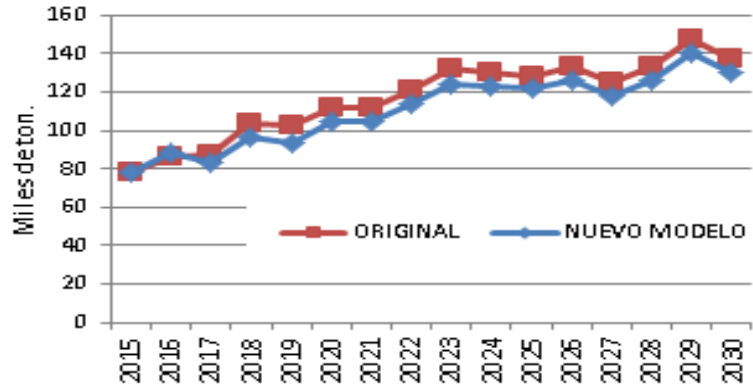
**Gráfica 1. PRECIO PROMEDIO TOTAL PROYECTADO**



Fuente: elaborado en base a datos del emisor.

La producción también es algo inferior, por la decisión de sustituir algunas variedades de mayor producción pero de margen inferior, por otras que presentan mejores perspectivas comerciales, aunque la producción sea algo inferior. En la proyección, se ha omitido el efecto de esta sustitución en el mediano y largo plazo.

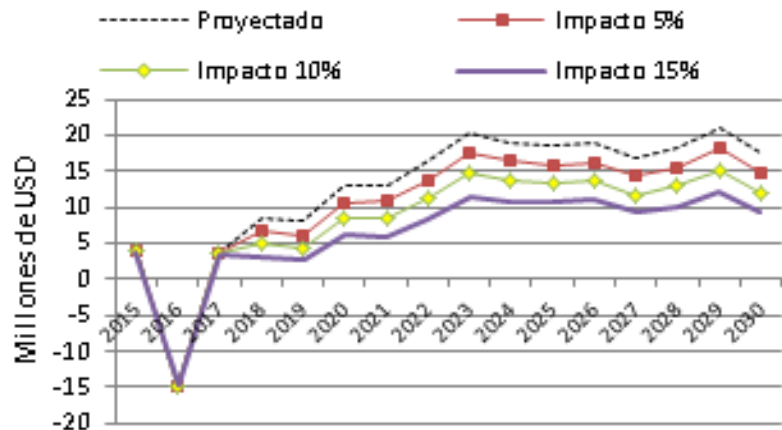
**Gráfica 2.**  
**PRODUCCION TOTAL PROYECTADA**



Fuente: elaborado en base a datos del emisor

A modo de análisis de sensibilidad y para evaluar la incidencia de contingencias adversas en el desarrollo del proyecto, tales como alguna dificultad en el acceso al mercado norteamericano, por ejemplo, se abatieron los ingresos por ventas de fruta en 5, 10 y 15%, a partir del año 2018, para compararlo con lo proyectado, en su efecto sobre el resultado en cada ejercicio. De ese ejemplo se concluye que al nivel de impacto adverso manejado, el resultado se mantiene en niveles positivos

**Gráfica 3**  
**RESULTADO DE LOS EJERCICIOS SEGÚN DISTINTAS HIPÓTESIS**



Fuente: elaborado por CARE

**Riesgos considerados:**

- **Riesgo de generación de flujos.** Practicados los análisis descritos – proyecciones, sensibilizaciones- se puede concluir que la empresa, si no realiza los ajustes previstos para cubrir los déficits financieros exhibidos, podría tener alguna dificultad en generar con sus flujos, los recursos necesarios para cumplir con sus obligaciones derivadas de esta emisión. Riesgo medio.
- **Riesgo por descalce de monedas.** Si bien el riesgo luce muy reducido, en tanto los principales ingresos de la empresa son en la misma moneda de la emisión (dólares), no puede desconocerse que uno de los costos más relevantes lo es la mano de obra. Esto se vincularía con una relación desfavorable entre precios de no transables y transables; no se espera que el mediano plazo la relación sea desfavorable a la exportación y por otra parte la empresa ya ha transitado en el pasado una relación de sentido contrario. Riesgo bajo.

## V. EL ENTORNO

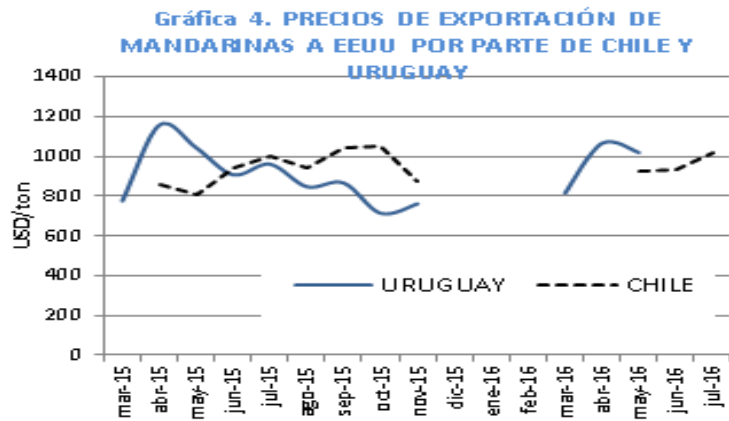
El análisis de entorno refiere a la evaluación de factores futuros que pueden afectar la generación de los flujos propuestos, pero que derivan de circunstancias ajenas a la empresa y refieren al marco general. Tienen que ver con la evolución esperada de los mercados interno o internacional de insumos y productos, así como con el análisis de políticas públicas capaces de incidir directamente en el cumplimiento de los objetivos planteados. Por políticas públicas se entiende no solo las domésticas sino las de los países con los que existe comercio. En el caso de los productos agrícolas, al menos hasta el momento de la calificación, el cúmulo de barreras está relativamente sujeto a disciplinas predecibles.

Dado el plazo de las proyecciones que se corresponde a la naturaleza del propio proyecto, el análisis de entorno se expresa en términos de comportamiento del mercado relevante, para los distintos productos y en los distintos destinos. Dada la cercanía temporal entre la calificación original y esta actualización, no se verificaron eventos que modifiquen en lo sustancial la descripción y las conclusiones a las que se arribaron oportunamente.

### Riesgo de mercado

- La producción uruguaya, y en especial la del proyecto en cuestión, tiene el mercado internacional como aspecto clave para su desarrollo. El sector en general, y especialmente la empresa, tiene una larga experiencia en ese ámbito, con una exitosa inserción en el mercado europeo.
- Esta producción se caracteriza por ser –para el caso de la fruta fresca– perecible, y ser un cultivo permanente con una fase de maduración de entre 5-7 años. Ello determina que, por un lado no existan stocks de producto que incidan en la formación de los precios, y por otro que la oferta, sea más predecible que lo que sucede en otros rubros.
- Esa inserción se afianza en las características del mercado internacional, caracterizado porque los grandes importadores, están ubicados todos en el hemisferio norte, y en que se trata de un producto (la fruta fresca) de producción estacional y perecible, lo que determina que en entre-zafra no haya una oferta local. Ello habilita al ingreso de productos en contra estación. Este escenario tiene la fortaleza que el ingreso de esta importación, no afecta los intereses de los productores nacionales, y hace que no se generen condiciones adversas para su estabilidad.
- A la citricultura uruguaya se le ha abierto una gran oportunidad con la eliminación de las barreras sanitarias que impedían su acceso al mercado norteamericano. La empresa ha venido llevando a cabo inversiones y una estrategia productiva apuntando a las características de ese mercado, y en los primeros dos años ha obtenido resultados alentadores.

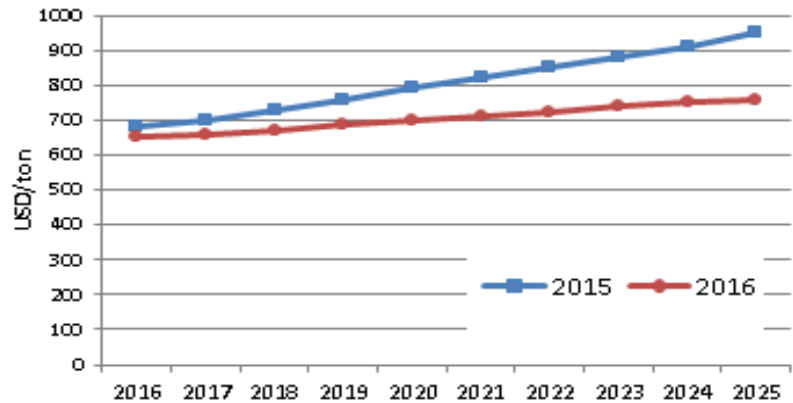
- La performance en ese mercado es similar a la de los exportadores chilenos, que tienen una mayor experiencia de acceso a ese mercado, pero también ha registrado situaciones adversas derivadas del comportamiento del clima.



Fuente: elaborado en base a TradeMap

- Ante la eventualidad de dificultades de acceso al mercado norteamericano, a lo que no se le asignan posibilidades de ocurrencia, la alternativa de colocación en el mercado europeo sería la forma de viabilizar la exportación del producto.
- Desde la calificación original no ha habido nuevas publicaciones de análisis de mercado, de las fuentes tradicionales especializadas. El Banco Mundial por su parte, actualiza periódicamente sus proyecciones de precios de mediano plazo, para muchas commodities. Si se compara la última disponible con la utilizada en la calificación original, se verifica que ambas coinciden en proyectar un sostenido crecimiento de los precios hasta el final del período, aunque la última proyección se hace a tasas menores (3.8% vs 1.8%)

**Gráfica 5. PROYECCION DE PRECIOS DE CITRICOS DEL BANCO MUNDIAL**



Fuente: elaborado en base a datos del Banco Mundial

### Las políticas públicas, el riesgo político

- No se perciben amenazas desde el lado de las políticas públicas. Como todo sector exportador, es afectado por aquellos factores que inciden sobre la competitividad, y en ese sentido, se entiende que se ha atravesado un período complejo desde ese punto de vista, y las expectativas de mejora en los precios relativos.
- La citricultura es un rubro de una marcada especificidad, e históricamente no ha sido objeto de medidas que la discriminen respecto a otros sectores exportadores. No se perciben riesgos en cuanto a que se verifiquen cambios en esta actitud tradicional de los gobiernos.

Se concluye entonces que no existe riesgo mayor, que el comportamiento del mercado genere situaciones que comprometan el cumplimiento de las obligaciones de la emisión. Riesgo bajo

Se concluye entonces que el riesgo de políticas públicas es mínimo. Riesgo mínimo



## VI. CALIFICACION 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 BB uy de la escala del Manual de CARE.<sup>3</sup>

p. Comité de Calificación



Ing. Juan Peyrou



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez

<sup>3</sup>. CATEGORÍA BB uy. (75 a 79.9 puntos) Se trata de instrumentos que presentan actualmente un riesgo algo mayor para la inversión que la categoría anterior, por dificultades probables en el desempeño capaces de afectar en grado mínimo la capacidad de pago, que sigue siendo adecuada. Alternativamente pueden surgir ligeras dudas en la capacidad de la administradora. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, y las características del entorno, satisfacen en conjunto aceptablemente los análisis practicados, sin perjuicio de debilidades en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo. Se incrementa hasta un nivel medio el riesgo del instrumento ante eventuales cambios desfavorables previsibles en los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, o en la economía en su conjunto. La probabilidad de cambios desfavorables previsibles en el entorno es de media baja a media, y compatible con la capacidad de la administradora de manejarlos aunque incrementando el riesgo. Grado especulativo medio.