

# CARE

CALIFICADORA DE RIESGO

---

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

*Montevideo, abril de 2017*

---

4	RESUMEN GENERAL
5	I ANTECEDENTES Y HECHOS SALIENTES DEL PERIODO
8	II LOS TITULOS Y SU GARANTIA
9	III LA EMPRESA
13	IV FLUJO DE FONDOS
16	V EL ENTORNO
19	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

---

**ACTUALIZACIÓN DE LA CALIFICACIÓN DE RIESGO DE OBLIGACIONES NEGOCIABLES  
EMITIDAS POR CITRÍCOLA SALTEÑA S.A.  
19-04-2017**

<b>Emisor:</b>	Citrícola Salteña S.A.
<b>Títulos emitidos:</b>	Obligaciones Negociables no convertibles en acciones
<b>Importe de la Emisión:</b>	USD 11.000.000
<b>Moneda:</b>	Dólares americanos
<b>Interés:</b>	6 % anual,
<b>Amortizaciones:</b>	Cinco cuotas anuales iguales y consecutivas, a partir del año 6 desde la emisión.
<b>Pago de interés:</b>	Semestral
<b>Plazo:</b>	10 años
<b>Garantías:</b>	fideicomiso de garantía de inmuebles, cuenta escrow y otras
<b>Fecha de emisión:</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>Calificación:</b>	B+ (uy)
<b>Underwriter:</b>	Puente Fiduciario de Fideicomiso de Garantía: Management Fiduciario y Profesional S.A.
<b>Manual:</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 B+ (uy) de grado especulativo.***

- El nuevo descenso experimentado en la nota es consecuencia de las repercusiones económico financieras derivadas de la situación climática extraordinaria de abril y mayo de 2016, así como de otras situaciones negativas recogidas especialmente en el balance auditado al 31/12/2016 presentado el 31/03/2017. Esta situación acentúa las repercusiones negativas que la emisora se encuentra enfrentando, incrementándose la incertidumbre respecto de sus posibilidades de manejarlas a mediano plazo.
- Al 31 de diciembre de 2016 el Grupo se encuentra en situación de incumplimiento de obligaciones asumidas con dos instituciones financieras dado que existen cuotas vencidas impagas. Esta situación, así como la verificación de que el Grupo no cumple con algunos covenants previstos en la emisión de Obligaciones Negociables, que suponen también la posibilidad de liquidación anticipada de las obligaciones, agregan incertidumbre respecto del futuro de mediano plazo. Además, sucesivas Asambleas de Obligacionistas vienen postergando por ahora, hasta mayo en próxima instancia, sus eventuales decisiones, esperando especialmente un acuerdo con instituciones acreedoras.
- 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.
- Los EECC definitivos muestran una pérdida de casi 14 millones de dólares, un monto que la firma no registra en sus antecedentes. Esta pérdida ha generado no solo dificultades financieras, sino que además concretó la dificultad de alcanzar los ratios de cobertura exigibles como en su momento se advirtió, a la vez que determina necesidades financieras extraordinarias sin cuya obtención se generarán a mediano plazo nuevas dificultades.
- La empresa ha cumplido con las obligaciones de pago de intereses de este semestre de la emisión.
- El flujo de fondos presentado a setiembre ya mostraba un déficit de caja que indicaba la necesidad de capitalización antes del comienzo de las amortizaciones. Esta realidad es ahora más notoria. Por otra parte los informes coinciden en señalar que la empresa mantiene, tanto desde el punto de vista físico, como de los mercados a los que accede, toda su capacidad de producción y comercialización.
- 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 de procesarse los acuerdos necesarios así como las capitalizaciones previsibles, podría revertirse la situación global.

***CARE no se responsabiliza por el uso que de este informe se haga por parte de terceros con otros fines para el que fue elaborado, máxime cuando se tomen del mismo aspectos parciales que distorsionen su real sentido.***

## 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, y por el Cr. Martín Durán.

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.

### 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 USD 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.

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

- 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 comunicó la autorización de la emisión.
- La emisión se produjo entre los días 30 y 31 de marzo de 2016. El primer día, dirigido a inversores minoristas, se colocaron USD 2.3 millones mientras que al día siguiente se colocaron USD 8.7 millones completando el máximo autorizado de USD 11 millones. El total de ofertas recibidas se aproximó a los USD 13 millones.
- El Documento de Emisión es de fecha 1/4/16 por obligaciones negociables a vencer el 1/4/26 por USD 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 canceló tres vales bancarios de corto plazo por un monto total de USD 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.
- En abril de 2016 se registró el hecho más saliente del período por sus repercusiones económicas que fue el volumen de lluvias caído – 750 mm en un mes- en un registro desconocido desde que hay información (más de 70 años). Este episodio determinó efectos graves en la exportación a Estados Unidos que representa los mejores precios de la zafra.
- Cabe destacar que el problema se detectó con la fruta ya embarcada y con la aprobación de delegados in situ del comprador.

- 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.
- Con la disposición de los EECC intermedios se actualizó la calificación a setiembre de 2016 advirtiéndose desde ese entonces acerca de las dificultades en proceso. En la oportunidad se bajó la nota a BB.

#### **Nueva información analizada y hechos salientes del período**

- Notas de CARE a la empresa y sus respuestas desde junio de 2016, para el monitoreo de la situación.
- Informes de la empresa a la BVM sobre las dificultades financieras a fin de 2016.
- EECC consolidados auditados de la emisora al 31/12/16
- Notificación de la Bolsa al BCU de hechos relevantes luego de la presentación del balance auditado
- Entrevista a directivos de la empresa y a asesores de la BVM
- Informes de la central de riesgo del BCU

## II LOS TÍTULOS y SU GARANTÍA

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 USD 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 y forma de pago de 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. Algunos ratios de desempeño comprometidos no se han cumplido como se detalla en la Sección III. El incumplimiento de los ratios es uno de los supuestos de caducidad de plazos y cancelación anticipada de ON.

### 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

De acuerdo a los EE.CC al 31/12/16 la empresa tuvo déficits importantes motivados, fundamentalmente, por el evento climático del mes de abril de 2016 y que fuera ampliamente explicitado en la anterior actualización. Si bien era esperado, la cuantía del déficit fue superior a lo proyectado oportunamente.

#### 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.

<b>CUADRO 1: Estados de Situación consolidados</b>					
<b>(miles USD)</b>	<b>31/12/16</b>	<b>31/12/15</b>	<b>31/12/14</b>	<b>31/12/13</b>	<b>31/12/12</b>
<b>Activo</b>	<b>96.406</b>	<b>100.006</b>	<b>102.806</b>	<b>103.338</b>	<b>98.618</b>
Activo Corriente	18.560	18.700	27.482	30.501	24.201
Activo no Corriente	77.846	81.306	75.324	72.837	74.417
<b>Pasivo</b>	<b>74.972</b>	<b>64.540</b>	<b>61.789</b>	<b>64.989</b>	<b>56.864</b>
Pasivo Corriente	68.031	38.816	48.180	48.396	46.779
Pasivo no Corriente	6.941	25.723	13.609	16.593	10.085
<b>Patrimonio</b>	<b>21.434</b>	<b>35.466</b>	<b>41.017</b>	<b>38.348</b>	<b>41.754</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>96.406</b>	<b>100.006</b>	<b>102.806</b>	<b>103.338</b>	<b>98.618</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>0,27</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 la caída en el patrimonio a diciembre 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 USD 14 millones. Vuelve a deteriorarse la razón corriente como consecuencia de un fuerte incremento del pasivo corriente lo que compromete su situación de liquidez.

En cuanto a los resultados, como ya se adelantara, el ejercicio último cerró con una pérdida integral del orden de USD 14 millones. Hay un descenso importante en los ingresos, explicado básicamente por una caída en las exportaciones motivada por el evento climático mencionado.

<b>CUADRO 2: Resultados consolidados comparativo de ejercicios completos</b>						
<b>(en miles de USD)</b>	<b>31/12/16</b>	<b>31/12/15</b>	<b>31/12/14</b>	<b>31/12/13</b>	<b>31/12/12</b>	<b>31/12/11</b>
Exportaciones	29.705	33.556	42.053	35.440	31.878	36.557
Ventas locales	6.173	8.757	10.444	9.521	7.765	6.982
<b>Ingresos Operativos Netos</b>	<b>35.877</b>	<b>42.313</b>	<b>52.497</b>	<b>44.961</b>	<b>39.643</b>	<b>43.539</b>
Costo bienes vendidos	(32.688)	(34.781)	(37.385)	(38.522)	(37.640)	(32.123)
<b>Resultado Bruto</b>	<b>3.189</b>	<b>7.531</b>	<b>15.112</b>	<b>6.440</b>	<b>2.003</b>	<b>11.416</b>
Gastos administ. y ventas	(10.526)	(7.832)	(9.136)	(9.887)	(9.142)	(10.288)
Otros resultados operativos	(255)	(88)	2.122	3.582	8.117	1.791
<b>Resultado Operativo</b>	<b>(7.592)</b>	<b>(389)</b>	<b>8.098</b>	<b>135</b>	<b>979</b>	<b>2.919</b>
Resultados financieros	(5.089)	(4.504)	(3.441)	(3.123)	(2.025)	(2.086)
IRAE	(1.162)	(513)	(1.487)	(254)	(840)	750
<b>Resultado Neto</b>	<b>(13.843)</b>	<b>(5.407)</b>	<b>3.170</b>	<b>(3.241)</b>	<b>(1.886)</b>	<b>1.582</b>
otros resultados integrales	(189)	(144)				
<b>Resultado integral total</b>	<b>(14.032)</b>	<b>(5.551)</b>				
<b>Resultado Bruto/Ingresos</b>	<b>0,09</b>	<b>0,18</b>	<b>0,29</b>	<b>0,14</b>	<b>0,05</b>	<b>0,26</b>
<b>Resultado Operativo/Ingresos</b>	<b>(0,21)</b>	<b>(0,01)</b>	<b>0,15</b>	<b>0,00</b>	<b>0,02</b>	<b>0,07</b>
<b>Resultado Neto/Ingresos</b>	<b>(0,39)</b>	<b>(0,13)</b>	<b>0,06</b>	<b>(0,07)</b>	<b>(0,05)</b>	<b>0,04</b>

Fuente: Emisor

En el cuadro precedente se informa sobre los resultados consolidados obtenidos en los últimos 6 ejercicios, cuatro de ellos con pérdidas. Puede observarse 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. Sin embargo, la magnitud de la pérdida del último ejercicio no tiene precedentes cercanos. Vale aclarar que hubo un cambio de norma en la valorización de los activos biológicos (plantaciones cítricas); esto determinó que el ejercicio cerrado en 2015 que, con la norma anterior, había arrojado un superávit del orden de los USD 2.5 millones, al aplicarle la nueva norma para hacerlo comparable con el cierre de 2016 determinó un ajuste en menos del orden de los USD 8 millones lo que representó que el superávit se transformara en déficit.

### Cumplimiento de garantías

Ante el panorama descrito, se hace necesario comprobar el cumplimiento de los diferentes compromisos como garantía de cumplimiento de las obligaciones de la firma con la emisión.

Un repaso de los mismos arroja el siguiente resultado.

- **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. La Entidad Representante (BVM) no ha informado acerca de variaciones en este ratio por lo que se mantiene la situación de cumplimiento.
- **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 31/12/16, el ratio, de acuerdo al cuadro siguiente, es de 2,57, superior al tope establecido.

CUADRO 3: Ratio de endeudamiento					
(miles de USD)	31/12/16	31/12/15	31/12/14	31/12/13	31/12/12
Pasivo financiero corriente	51.250	24.730	35.198	33.764	34.353
Pasivo financiero no corriente	3.850	23.853	11.998	16.326	9.633
Esta operación	-	11.000	11.000	11.000	11.000
<b>Total pasivo financiero</b>	<b>55.100</b>	<b>59.583</b>	<b>58.196</b>	<b>61.090</b>	<b>54.986</b>
<b>Patrimonio</b>	<b>21.434</b>	<b>43.748</b>	<b>41.017</b>	<b>38.348</b>	<b>41.754</b>
<b>Ratio endeudamiento</b>	<b>2,57</b>	<b>1,36</b>	<b>1,42</b>	<b>1,59</b>	<b>1,32</b>

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. Como se desprende del cuadro siguiente, el ratio está por debajo del mínimo exigido.

CUADRO 4: ratio de cobertura servicio de deuda (miles USD)			
(miles USD)	2016	2015	Promedio
EBITDA	(7.444)	10.795	1.676
Intereses financieros	4.873	4.260	4.567
<b>Ratio cobertura servicio</b>			<b>0,37</b>

Fuente: EE.CC consolidados emisor

- **Cuenta Escrow,** integrada en el Fideicomiso de Garantía. Según informa la fiduciaria, ha funcionado correctamente habiendo cumplido el Emisor con el compromiso del pago de intereses correspondientes al mes de marzo pasado.
- **Cross Default.** Se da cuando el Emisor incumpliera cualquiera de sus obligaciones de pago frente a terceros por un importe individual o conjunto superior a USD 2.000.000. Se ha configurado esta situación que, al momento del cierre de este informe, el Emisor se encuentra negociando.

### Consecuencias de incumplimiento de los ratios de garantía

El incumplimiento de uno 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 ON. La decisión puede ser parcial o total y siempre que el Emisor no subsane el problema.

Al momento de redactar este informe se ha configurado el incumplimiento de tres de las situaciones previstas lo que fue notificado formalmente al BCU por parte de BVM en su calidad de Entidad Representante. Más allá que la solicitud de cancelación anticipada no es automática sino que requiere de un pronunciamiento expreso de la Asamblea de Titulares, es un riesgo que no puede descartarse. De hecho, BVM informó al BCU en nota del 6/4/17 que el pasado 5/4/17 se celebró una Asamblea de Obligacionistas para tratar el tema y se tomó la resolución de pasar a un cuarto intermedio para el próximo 3 de mayo del corriente.

## Riesgos Considerados

El riesgo acá considerado es el riesgo que la empresa se mantenga en actividad con la solvencia 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. Persisten las 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 razonable con aportes externos de capital *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. Sin embargo, la magnitud del déficit del último ejercicio no tiene precedentes cercanos y ha debilitado a la empresa provocándole dificultades financieras que aún no ha podido resolver. *Riesgo medio alto.*

**Solvencia:** El patrimonio, aunque menor al registrado un año atrás, sigue siendo positivo. *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. Las fuertes pérdidas registradas ha deteriorado este aspecto que la firma deberá resolver en el corto plazo. *Riesgo medio alto*

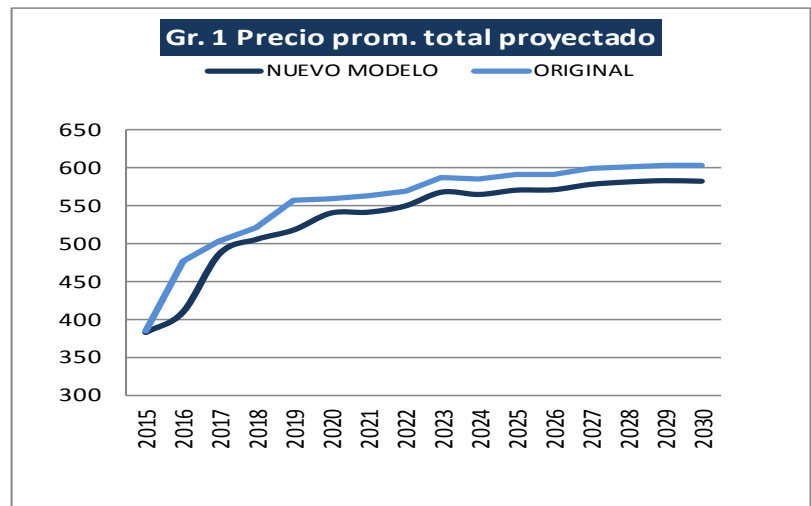
**Endeudamiento:** Vinculado a lo anterior, los ratios analizados no se están cumpliendo. *Riesgo medio alto.*

## IV. EL FLUJO DE FONDOS

El flujo de fondos solicitado en su momento en setiembre, ya evidenciaba dificultades que requerían, para los supuestos de proyecciones realizados por la empresa, cubrir los déficit financieros generados que se presentaron en el mismo. Al disponer de los EECC definitivos las dificultades recogidas en el flujo de fondos se acentúan.

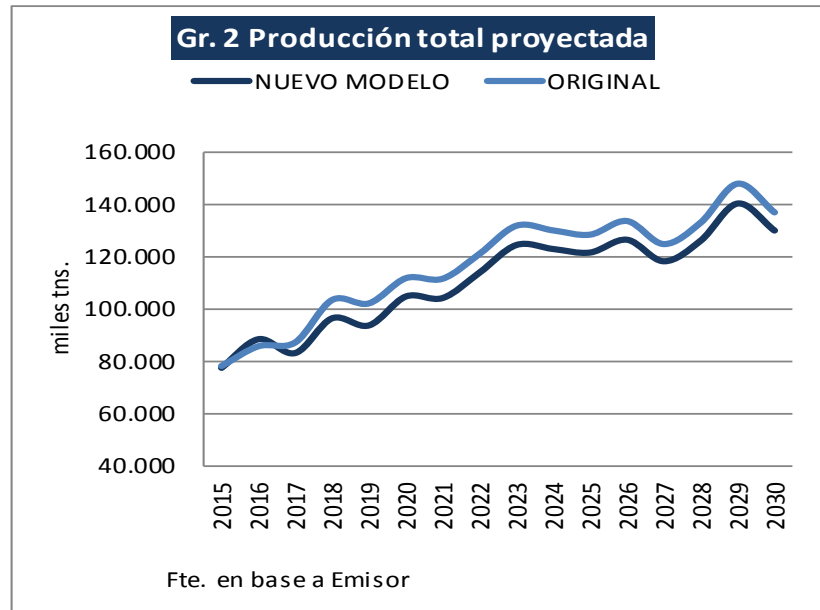
No obstante, al no modificarse la capacidad productiva de los montes, las estimaciones de producción en volumen físico se mantienen.

Por su parte la proyección de los precios es prácticamente igual 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.



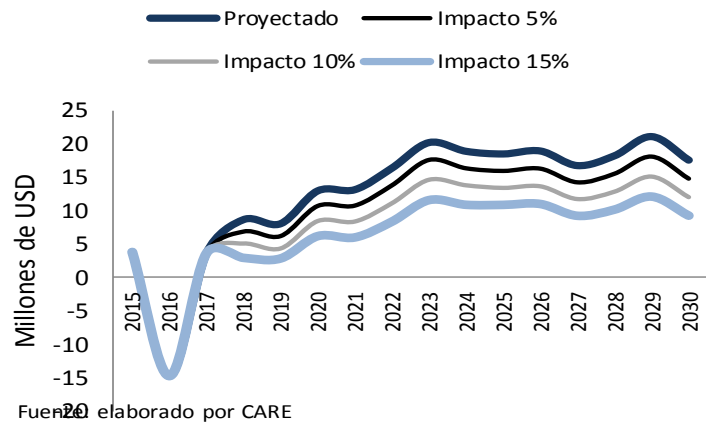
Fuente: elaborado en base a datos del emisor.

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.



A modo de análisis de sensibilidad y para evaluar contingencias adversas por ejemplo en los mercados, 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 concluyó que al nivel de impacto adverso manejado por temas de mercado, el resultado se mantiene en niveles positivos.

### Gr. 3 Resultados de los Ejercicios en distintas hipótesis



#### 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 dificultades 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. No obstante la información se presenta actualizada.

### 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. De acuerdo a información reportada por Uruguay XXI, los volúmenes y los ingresos obtenidos de las ventas a ese mercado han mostrado un importante crecimiento en 2016, a pesar de las dificultades climáticas oportunamente referidas. Los precios se han mantenido prácticamente incambiados en USD 1.215/ton.

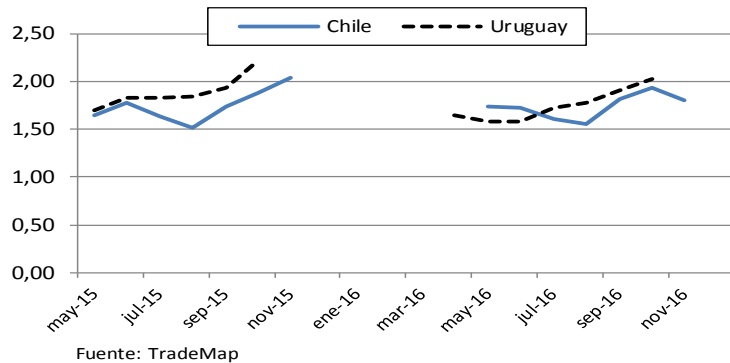


Gr. 4 Exportaciones Uy mandarinas a EEUU

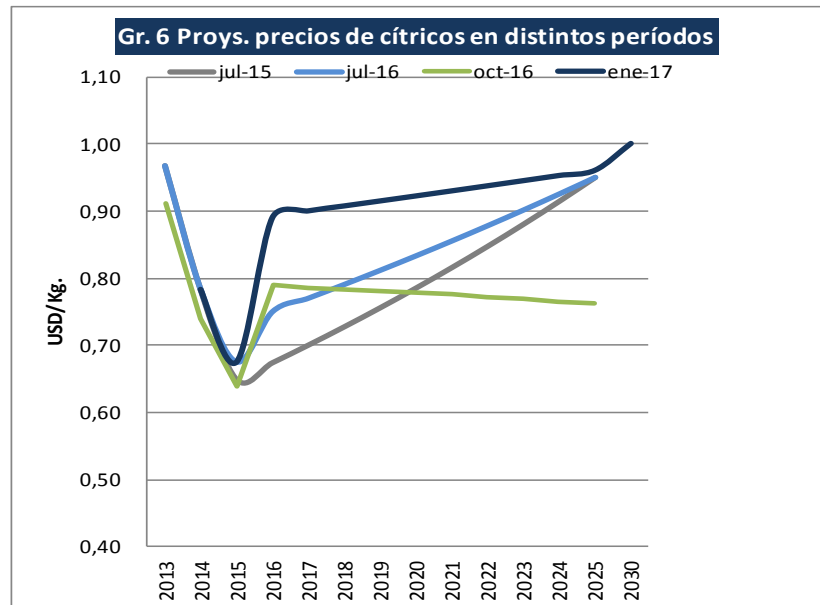


- La performance en ese mercado es similar a la de los exportadores chilenos, que tienen una mayor experiencia de acceso a ese mercado, pero también ha registrado situaciones adversas derivadas del comportamiento del clima. La evolución posterior al otoño, vuelve a mostrar precios de exportación de Uruguay, superiores a los de Chile.

Gr. 5 Precios de exportación a EEUU desde Chile y Uruguay



- 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.
- El Banco Mundial por su parte, actualiza periódicamente sus proyecciones de precios de mediano plazo, para muchas commodities. Si se comparan los últimos reportes, se comprueba que la estimación realizada en octubre de 2016 para los precios de los cítricos, resultó la más pesimista, en tanto que la última reportada, de enero de 2017, resulta en una perspectiva más positiva para el precio de los cítricos, previendo un mantenimiento de los precios de 2016, con leve tendencia al alza (tasa del 0.8% anual).



### 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 –y se continúa atravesando– 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 entiende que la Emisión califica en la categoría B+(uy) de la escala del Manual de CARE.<sup>2</sup>

Comité de Calificación



Julio Preve



Martín Durán Martínez

<sup>2</sup> CATEGORÍA B+ uy. (70 a 74.9 puntos)  
Se trata de instrumentos emitidos por empresas o sociedades que presentan actualmente un riesgo medio-alto para la inversión. Su capacidad de pago de capital e intereses, en los términos y plazos pactados aparece hoy como medianamente satisfactoria. El propio papel, la condición de la empresa, la calidad del proyecto y las características del entorno, satisfacen en conjunto mínimamente los análisis practicados, aunque existen debilidades no excluyentes en alguna de las áreas de riesgo que confieren algún tipo de riesgo mayor al de la categoría anterior. Se incrementa hasta un nivel de medio alto el riesgo del instrumento ante cambios previsibles en el proyecto tal como fue presentado, en la sociedad emisora, en el sector económico al que pertenece, o en la economía en su conjunto. La probabilidad de cambios desfavorables previsibles en el entorno es de media a media alta, y apenas compatible con la capacidad de la empresa de manejarlos aunque convirtiendo el riesgo entre medio y alto. El signo + que acompaña a la nota indica que la calificación se acerca más a la categoría superior de acuerdo al puntaje. **Grado especulativo medio-alto.**