

CARE

CALIFICADORA DE RIESGO

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

Montevideo, noviembre de 2017

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

**Actualización de Calificación "Citricola Salteña S.A."
09 - noviembre -2017**

Emisor:	Citricola Salteña S.A.
Títulos emitidos:	Obligaciones Negociables no convertibles en acciones
Importe de la Emisión:	USD 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 calificadora de riesgo
Calificación:	B+ (uy)
Vigencia de la calificación:	abril de 2018
Underwriter:	Puente
Fiduciario de Fideicomiso de Garantía:	Management Fiduciario y Profesional S.A.
Manual:	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), manteniendo la categoría B+ (uy) de grado especulativo.

La nota no ha sufrido alteraciones porque los cambios experimentados en toda la situación de la empresa, aun siendo en general favorables, no pueden todavía presentarse como un cambio de tendencia consolidado en el tiempo. Por otra parte el acuerdo de reestructuración de deuda alcanzado con el Banco de la República debe evaluarse dentro de una nueva proyección de flujo de fondos que la empresa realizará con los datos finales del ejercicio 2017.

- Al 31 de diciembre de 2016 el Grupo se encontraba en situación de incumplimiento de obligaciones financieras y de covenants previstos en la emisión de Obligaciones Negociables. La grave situación económica y sus consecuencias financieras experimentada por la empresa el año 2016 y reflejada en su balance al 31/12 de ese año, parece estar bajo control. Dos hechos motivan esta aseveración: a) un ejercicio 2017, aunque aún sin finalizar, cuyos resultados parciales exhibidos a setiembre de los corrientes permiten suponer que CSSA habrá de revertir los malos resultados del año anterior alcanzando resultados positivos al finalizar el mismo; b) un acuerdo de refinanciación de deuda vencida con el BROU que, no solo mejora su condición de liquidez, sino que levanta una de las causales de liquidación anticipada de los títulos y que había motivado la puesta en marcha del mecanismo previsto en el contrato de emisión.
- Se reiteran los conceptos vertidos oportunamente sobre la construcción jurídica, destacando la inexistencia de riesgo jurídico de estructura, así como del sistema de garantías que en conjunto afianzan la operación.
- La empresa ha cumplido con las obligaciones de pago de intereses de este semestre.
- 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.

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 interés¹.

La vigencia de esta calificación será hasta abril de 2018 con la disposición de los EE.CC de cierre de ejercicio. Sin perjuicio de lo anterior la nota 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 así como en el del regulador: www.bcu.gub.uy.

El comité de calificación estuvo integrado en esta oportunidad por el Ing. Julio Preve, 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

- Entre los días 30 y 31 de marzo de 2016, se produjo la emisión
- El Documento de Emisión es de fecha 1° de abril de 2016 por obligaciones negociables a vencer el 1° de abril de 2026, por USD 11 millones en las condiciones previstas descriptas en el Prospecto y recogidas en la calificación original.

¹ . Véase Manual de Calificación de Títulos Emitidos por Empresas en www.care.com.uy

- 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 ocurrida un mes después según carta de pago de Puente del 8/4/16.
- El elemento más distorsionador del proyecto, por sus repercusiones económicas, fue el volumen de lluvias caído en otoño de 2016 –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.
- Cabe destacar que el problema se detectó con la fruta ya embarcada y con la aprobación de delegados in situ del comprador
- Los estados contables auditados al 31/12/16 sitúan el monto del déficit del ejercicio en algo más de USD 14 millones, que no tiene antecedentes en la historia de la empresa. Como se verá más adelante, los estados contables intermedios al 30 de setiembre de 2017, muestran una recuperación marcada de los resultados, en este ejercicio.
- En ese momento, CARE hizo gestiones para 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 3 de agosto de 2016 se notificó la constitución de la cuenta escrow a partir de cesiones de créditos que se encuentra en plena concreción.
- El 6 de diciembre de 2016 se recibe la nota del Banco de la República que intima el pago de los compromisos de su deuda.
- El 4 de abril de 2017, la Bolsa de Valores de Montevideo, comunica a la Superintendencia de Servicios Financieros del Banco Central del Uruguay, que “la empresa no cumple con los covenants previstos en la emisión de obligaciones negociables”.

3. Nueva información analizada y hechos salientes del período

- La situación climática en 2017 ha mostrado, en líneas generales, características similares al promedio histórico, permitiendo una gestión productiva y comercial normal.
- El 3 de mayo de 2017 se llevó a cabo la Asamblea de Titulares de Obligaciones Negociables emitidas por Citrícola Salteña S.A. que estableció un plazo de 90 días para presentar la aceptación por parte del BROU, del acuerdo de reestructuración de deuda, presentado por Citrícola Salteña S.A.

- El 3 de agosto CSSA, comunica a la Bolsa de Valores la resolución del Directorio del BROU de fecha 2 de agosto de 2017, la institución bancaria de referencia decidió aprobar la reestructura de deuda con Citrícola Salteña S.A. en un plazo de diez años.
- Estados contables intermedios al 30/9/17
- Entrevistas con responsables de CSSA.
- Informes de la central de riesgo del BCU.

II LOS TÍTULOS y SU GARANTÍA

a) Descripción general

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 es de USD11:000.000 (dólares americanos once millones).
- Plazo:** El plazo de la Emisión es 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 es de 6% anual, calculado en base a un año de 365 días, con pagos semestrales.
- Garantías:** varias, según detalle explicitados en el prospecto.

b) Análisis jurídico

El análisis del riesgo jurídico de estructura no ha cambiado de la calificación original y por tanto se reitera su conclusión final. "En suma, la emisión proyectada cuenta con un razonable grado de cobertura y no se advierten riesgos sustanciales que sugieran el incumplimiento en el pago total y puntual de los Valores".

Riesgos considerados

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 bajo*.

Riesgo por iliquidez. Los certificados se han diseñado para ser intrínsecamente líquidos. Por este motivo, la liquidez puede considerarse adecuada, dadas las características del mercado uruguayo. No obstante este proceso no es instantáneo y puede ser influenciado por las vicisitudes del proyecto. *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 ese año 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

De acuerdo a la metodología de CARE, en el cuadro siguiente se informa resumidamente las principales partidas del estado de situación hasta diciembre de 2016 último ejercicio completo cerrado y auditado, sin perjuicio que, como se verá más adelante, se consideran los resultados parciales que surgen de los estados contables intermedios.

Cuadro 1: Estados de Situación consolidados (miles u\$s)					
Concepto	31/12/16	31/12/15	31/12/14	31/12/13	31/12/12
Activo	96.406	100.006	102.806	103.338	98.618
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
Pasivo	74.972	64.540	61.789	64.989	56.864
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
Patrimonio	21.434	35.466	41.017	38.348	41.754
Pasivo-Patrimonio	96.406	100.006	102.806	103.338	98.618
Razón Corriente	0,27	0,69	0,57	0,63	0,52

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 fundamentalmente por el evento climático mencionado.

Cuadro 2: Resultados consolidados comparativo de ejercicios completos (en miles de u\$s)

Concepto	31/12/16	31/12/15	31/12/14	31/12/13	31/12/12	31/12/11
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
Ingresos Operativos Netos	35.877	42.313	52.497	44.961	39.643	43.539
Costo bienes vendidos	(32.688)	(34.781)	(37.385)	(38.522)	(37.640)	(32.123)
Resultado Bruto	3.189	7.531	15.112	6.440	2.003	11.416
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
Resultado Operativo	(7.592)	(389)	8.098	135	979	2.919
Resultados financieros	(5.089)	(4.504)	(3.441)	(3.123)	(2.025)	(2.086)
IRAE	(1.162)	(513)	(1.487)	(254)	(840)	750
Resultado Neto	(13.843)	(5.407)	3.170	(3.241)	(1.886)	1.582
otros resultados integrales	(189)	(144)				
Resultado integral total	(14.032)	(5.551)				
Resultado Bruto/Ingresos	0,09	0,18	0,29	0,14	0,05	0,26
Resultado Operativo/Ingresos	(0,21)	(0,01)	0,15	0,00	0,02	0,07
Resultado Neto/Ingresos	(0,39)	(0,13)	0,06	(0,07)	(0,05)	0,04

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.

A la fecha de elaboración de este informe, se dispone de los estados financieros intermedios consolidados condensados al 30/9/17 con informe de compilación de KPMG. Estos estados se presentan en moneda nacional pero también, como información complementaria, se presentan expresados en dólares americanos que es su moneda funcional. A efectos de facilitar su comparación con estados anteriores se toma la versión en dólares para analizar la evolución de la empresa en lo que va del corriente ejercicio.

En el cuadro siguiente se muestra el estado de situación al 30/9/17 y su comparativo con los dos anteriores.

Cuadro 3: Estados de Situación consolidados (miles u\$s)

Concepto	30/9/17	31/12/16	31/12/15
Activo	100.228	96.406	100.006
Activo Corriente	24.746	18.560	18.700
Activo no Corriente	75.482	77.846	81.306
Pasivo	77.436	74.972	64.540
Pasivo Corriente	43.308	68.031	38.816
Pasivo no Corriente	34.128	6.941	25.723
Patrimonio	22.792	21.434	35.466
Pasivo y Patrimonio	100.228	96.406	100.006
Razón Corriente	0,57	0,27	0,69

Fuente: EE.CC consolidados de CSSA y afiliadas

Lo que más resalta en el cuadro precedente es el cambio registrado en el perfil del pasivo, explicado básicamente por el acuerdo alcanzado con el BROU comentado en otra sección de este informe. Se puede comprobar una importante disminución del pasivo corriente así como un incremento del pasivo no corriente de similar magnitud. Esto mejora la liquidez de la empresa tal cual se desprende de la razón corriente. También se observa una mejora en el patrimonio contable.

En el cuadro siguiente se informa sobre el resultado parcial alcanzado en los primeros nueve meses del ejercicio y su comparativo con el mismo periodo del año anterior.

Cuadro 4: Resultados consolidados (en miles de u\$s)

Concepto	30/9/17	30/9/16
Exportaciones	27.878	23.665
Ventas locales	3.676	3.773
Ingresos Operativos Netos	31.554	27.438
Costo bienes vendidos	(21.733)	(24.209)
Resultado Bruto	9.821	3.228
Gastos administ. y ventas	(5.915)	(6.839)
Otros resultados operativos	(198)	(140)
Resultado Operativo	3.708	(3.750)
Resultados financieros	(2.422)	(3.463)
IRAE	-	(3)
Resultado Neto	1.286	(7.215)
Ajustes	72	(94)
Resultado integral total	1.358	(7.310)
Resultado Bruto/Ingresos	0,31	0,12
Resultado Operativo/Ingresos	0,12	(0,14)
Resultado Neto/Ingresos	0,04	(0,26)

Fuente: Emisor

Se puede observar una mejora sustancial en todos los aspectos. Efectivamente, los ingresos operativos en dólares se incrementan 15 %, explicado por las exportaciones (las ventas locales en realidad fueron levemente inferiores) y, quizás lo más importante, se registran descensos tanto en los costos de los bienes vendidos como en los costos de administración y ventas. En definitiva, el resultado parcial registra un resultado neto por el periodo de casi USD 1.3 millones de superávit contra un déficit superior a USD 7.2 millones en el mismo periodo del año anterior.

Esto estaría avalando afirmaciones de la empresa en el sentido que los malos resultados registrados en el ejercicio pasado se debieron fundamentalmente a eventos climáticos extraordinarios no controlables pero que, tanto el aparato productivo como los mercados, no habían sido afectados. De todas formas, se reitera que, de acuerdo a la metodología de CARE, debe esperarse a contar con el ejercicio completo y auditado para extraer conclusiones válidas.

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 (BEVSA) 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 5: Ratio de endeudamiento (miles de u\$s)

Concepto	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
Total pasivo					
financiero	55.100	59.583	58.196	61.090	54.986
Patrimonio	21.434	43.748	41.017	38.348	41.754
Ratio					
enedudamiento	2,57	1,36	1,42	1,59	1,32

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

Si bien, de acuerdo a lo comentado líneas arriba respecto a las perspectivas del ejercicio 2017, es de esperar una mejora en este ratio, el mismo se calcula en base al ejercicio anual por lo que no es válido hacerlo basados en un periodo menor.

- **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 6: ratio de cobertura servicio de deuda (miles u\$s)

Concepto	2016	2015	Promedio
EBITDA	(7.444)	10.795	1.676
Intereses financieros	4.873	4.260	4.567
Ratio cobertura servicio			0,37

Fuente: EE.CC consolidados emisor

Corresponde el mismo comentario realizado para el ratio anterior en el sentido que su cálculo debe hacerse en base al ejercicio anual.

- **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 octubre 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. Esta es la gran novedad respecto al anterior informe de actualización. El acuerdo alcanzado con el BROU da por superada esta situación de incumplimiento.

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 Titulares. La decisión puede ser parcial o total y siempre que el Emisor no subsane el problema.

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, este mecanismo se activó en el pasado reciente motivado fundamentalmente por la situación de endeudamiento de CSSA con el BROU. Como ya se ha informado, este tema se ha solucionado; pero subsisten otros que, para superarlos, se requiere que la empresa entre en un ciclo positivo (como ha tenido en el pasado) como el que se insinúa a partir del corriente año.

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. 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 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 está comenzando a superar. *Riesgo medio.*

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. El acuerdo alcanzado con el BROU supone una mejora en este aspecto. *Riesgo medio.*

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

IV. EL FLUJO DE FONDOS

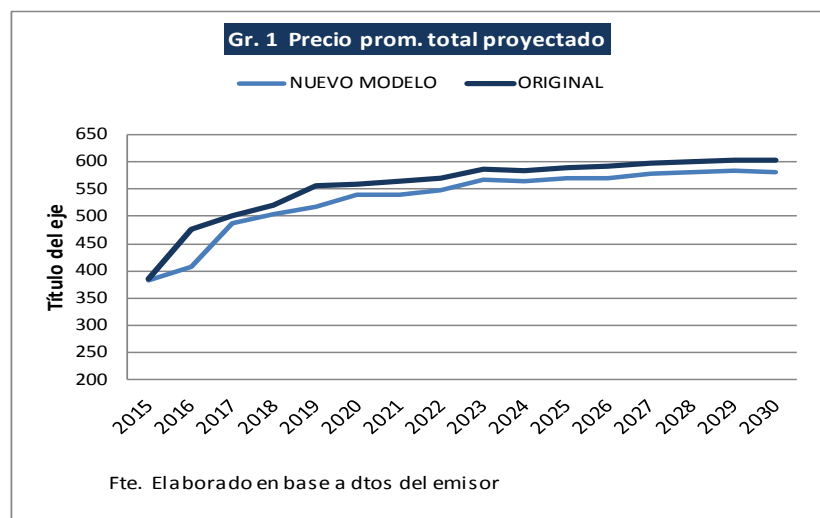
No se dispone al momento, de un nuevo flujo de fondos. La empresa se comprometió que una vez cerrado el ejercicio, presentará uno nuevo, que recoja los cambios financieros y de otra índole que se presentarán en los estados contables al 31/12/17

NO obstante es oportuno destacar que a la fecha, resultan razonables las proyecciones de precios y producción utilizados en la elaboración del último flujo de fondos.

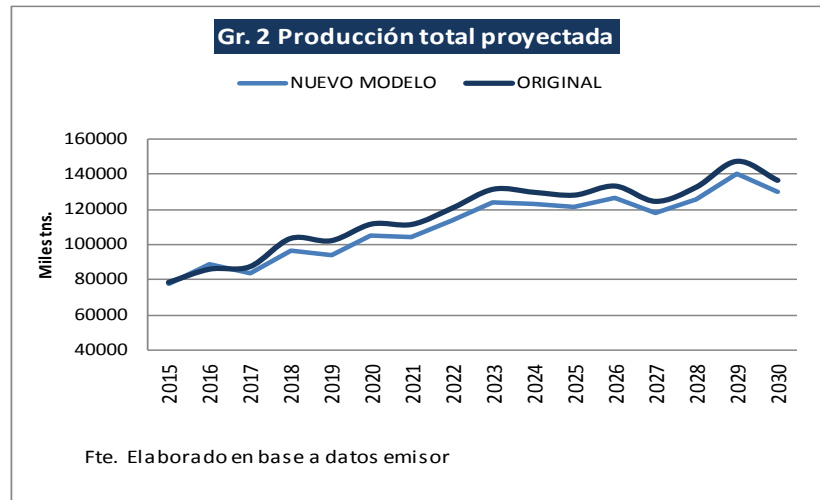
La proyección de los precios parece razonable, por un lado, en la medida que en el mercado relevante (el de las mandarinas de Estados Unidos), los eventos adversos de 2016 parecen no haber tenido consecuencias negativas, ratificado por la performance de 2017 que evidencia un leve crecimiento en los volúmenes y precios levemente inferiores (ver Sección V). Y por otro, las proyecciones de precios por organismos especializados, no muestran cambios relevantes en el comportamiento esperado en los mercados internacionales (ver Sección V)

La proyección de la producción, se ve respaldada por el hecho que la realidad parece darle la razón a la empresa, cuando afirmaba que los eventos adversos de 2016, no habían afectado la capacidad productiva de los montes. Por ello parece oportuno presentar los valores registrados en ambas variables, en una y otra presentación.

La proyección de los precios en el último modelo presentado, mostraron pocos cambios respecto al original, (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.



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.



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 oportunos, 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 más desfavorable a la exportación y por otra parte la empresa ya ha transitado en el pasado una relación de sentido contrario. *Riesgo bajo.*

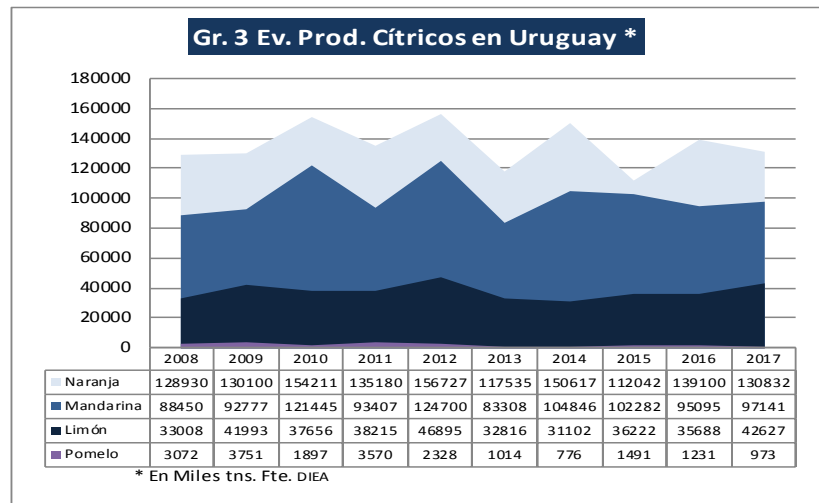
V. EL ENTORNO

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.
- La producción en los últimos tres años ha mantenido niveles estables con pequeños cambios en la composición, donde se puede destacar una leve reducción de las naranjas en el último año, que es ocupada por limones y mandarinas.



Las exportaciones uruguayas de citrus, en 2017 se han reducido en un 8% en volumen y 9% en valor. Ello es consecuencia de un aumento en las exportaciones de mandarinas en volumen (5%) y una caída del 17% en las naranjas, que es el rubro cuantitativamente más importante. Los precios varían en dirección contraria. Es necesario recordar que si bien el año no ha finalizado, la sazonalidad del rubro determina que en el último trimestre del año (que es el que no considera la información referente a 2017), las exportaciones sean poco relevantes cuantitativamente.

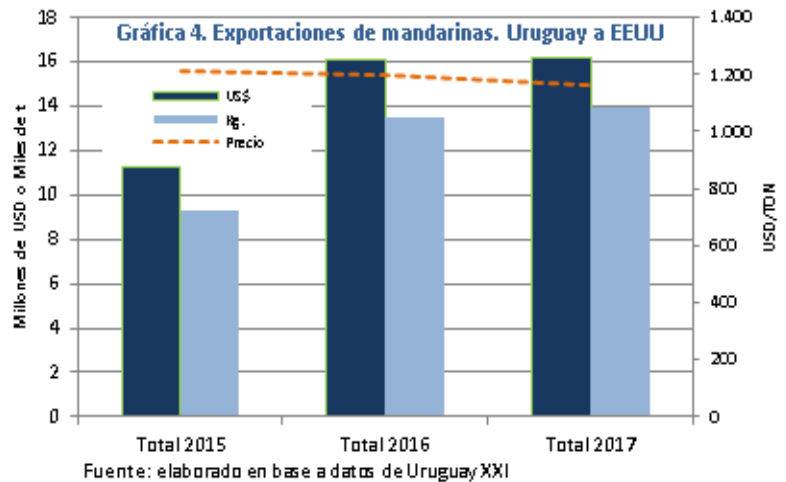
Cuadro 7. Exportaciones uruguayas de citrus

Especie	Miles de USD	Tons 2016	Precio
Naranjas	31.496	55.610	566
Mandarinas	35.650	34.359	1.038
Limonos	16.960	14.917	1.137
Pomelos	17	15	1.129
Total	84.123	104.900	802
Especie	2017		
Naranjas	28.026	45.980	610
Mandarinas	34.704	35.923	966
Limonos	13.849	14.458	958
Pomelos	113	144	789
Total	76.692	96.505	795
Especie	Variación 2017/16		
Naranjas	-11%	-17%	8%
Mandarinas	-3%	5%	-7%
Limonos	-18%	-3%	-16%
Pomelos	571%	859%	-30%
Total	-9%	-8%	-1%

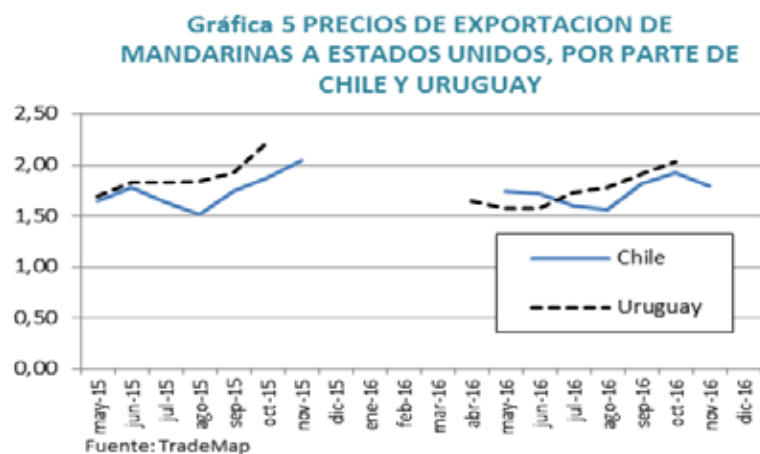
Fuente: elaborado en base a Uruguay XXI

- 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. En 2017 ha continuado el crecimiento en el ingreso, aunque a tasas menores. Los precios se han mostrado una leve caída (3%) en 2017 respecto al año anterior. Es oportuno recordar que el precio promedio de exportación a todos los mercados, se redujo en un 7%.

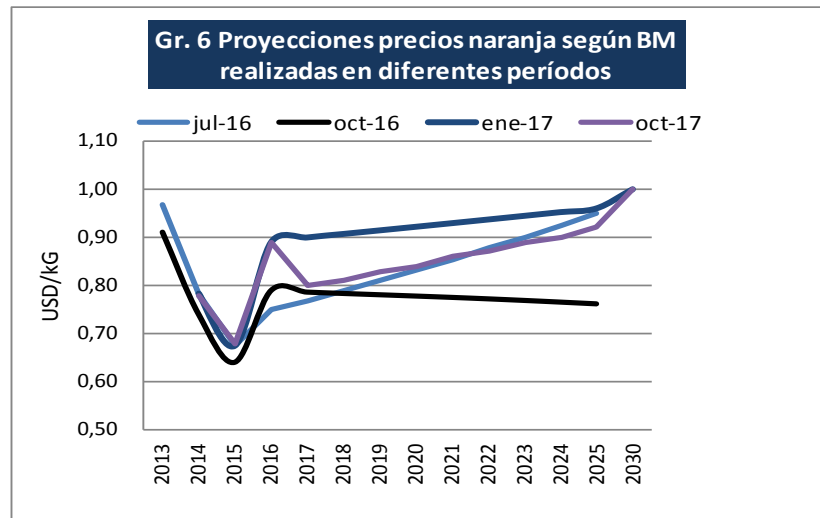


- La performance en ese mercado es similar a la de los exportadores chilenos, que tienen una mayor experiencia de acceso a ese mercado, pero también ha registrado situaciones adversas derivadas del comportamiento del clima. La evolución posterior al otoño, vuelve a mostrar precios de exportación de Uruguay, superiores a los de Chile. A la fecha no existe información publicada sobre las exportaciones chilenas en 2017, en las fuentes habituales.



- 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. Recientemente el 26 de octubre de 2017 esta institución publicó su última estimación que verifica que en el año en curso se verificaron precios inferiores a los pronosticados, pero con una proyección a 2030, que implica la misma tasa de 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 ratifica que la Emisión califica en la categoría B+ uy de la escala del Manual de CARE.²

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez

². 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.