

CARE

CALIFICADORA DE RIESGO

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

Montevideo, abril de 2018

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

ACTUALIZACION DE LA CALIFICACIÓN DE RIESGO CITRÍCOLA SALTEÑA S.A. 17- de abril -2018

Emisor:	Citrícola Salteña S.A.
Títulos emitidos:	Obligaciones Negociables no convertibles en acciones
Importe de la Emisión:	U\$S 11.000.000
Moneda:	Dólares americanos
Interés:	6 % anual,
Amortizaciones:	Cinco cuotas anuales iguales y consecutivas, a partir del año 6 desde la emisión.
Pago de interés:	Semestral
Plazo:	10 años
Garantías:	fideicomiso de garantía de inmuebles, cuenta escrow y otras
Fecha de emisión:	30 y 31 de marzo de 2016
Entidad Registrante:	Bolsa de Valores de Montevideo
Representante	de los Titulares de los Valores: Bolsa de Valores de Montevideo
Calificadora:	CARE calificadora de riesgo
Calificación:	BB- (uy)
Vigencia de la calificación:	noviembre de 2018
Underwriter:	Puente
Fiduciario	de Fideicomiso de Garantía: Management Fiduciario y Profesional S.A.
Manual utilizado:	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 medio.

Este ligero incremento en la nota deriva de un proceso de mejora cuyo hecho más saliente es la venta de un predio importante, lo que permite cancelar deuda, recomponer pasivos, mejorar el capital de trabajo y enfrentar el futuro en mejores condiciones. Este hecho puntual se suma al acuerdo de refinanciación acordado con el principal acreedor de la empresa.

A modo de resumen, los aspectos salientes de la calificación así como de sus actualizaciones son:

- 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.
- En el año 2017 el grupo mostró una recuperación importante en su resultado económico en comparación con el año anterior, aunque igualmente el resultado final volvió a ser negativo, pero de mucho menor magnitud
- Con posterioridad al acuerdo de refinanciación firmado en agosto de 2017, se pudo avanzar en forma importante para concretar la operación de enajenación del Padrón N° 9330 (Espinillar), departamento de Salto, zona rural, con la empresa peruana Camposol S.A. Dicha operación generará un ingreso extraordinario para la empresa, cuya aplicación posibilitará realizar un importante abatimiento (adelanto) de la deuda con el BROU, que permitirá bajar significativamente su endeudamiento, bajar el costo financiero y generar una mejora en su capital de trabajo.
- Como resultado de la venta del predio de El Espinillar, el Grupo se compromete a realizar un pago adelantado del orden de US\$ 1.100.000 (10% de la emisión) a los tenedores de obligaciones negociables emitidas.
- Desde el punto de vista productivo, la empresa reduciría en el corto plazo la proporción de producción propia exportada, pero la venta del predio incluye un compromiso de brindarle servicio de packing a los nuevos propietarios por al menos 5 años.
- El mantenimiento de las condiciones favorables esperadas para los mercados estratégicos como USA, Europa y China, 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 ni 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 noviembre de 2018. 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, el Ing. Adrián Tamber 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

- Entre los días 30 y 31 de marzo de 2016, se produce 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 U\$S 11 millones en las condiciones previstas descriptas en el Prospecto y recogidas en la calificación original.
- 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.

- Los estados contables auditados al 31/12/16 situaron 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 al 31 de diciembre de 2017, muestran una recuperación marcada del resultado, aunque volvió a ser negativo.
- 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”.
- 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. Asimismo, en esa misma instancia se puso a consideración de los obligacionistas la moción de “exigibilidad anticipada de la emisión”, facultad a su favor conferida en la cláusula 3) del documento de emisión. Puesta a votación dicha moción, no salió aprobada al no haberse contado con los votos necesarios para su aprobación.
- 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.

3. Hechos salientes del período

- El 30 de agosto de 2017 se realiza el convenio de reestructura de deuda entre CSSA y el BROU el cual aplica lo resuelto por el Directorio del Banco en los primeros días de ese mes. Con el cumplimiento de dicha formalidad, el grupo dejó completamente regularizado en plazo y forma la situación de su pasivo financiero frente al banco
- Dicha resolución estableció un plan de pagos de hasta 10 años del saldo del principal por los siguientes montos adeudados al 31/07/2017:
 - Citrícola Salteña SA = US\$ 27.022.000
 - NOLIR S.A.= US\$ 1.731.000La primer amortización comenzó el 30/09/2017.

- Asimismo se estableció un cronograma de pago para los intereses devengados e impagos al 31/07/2017:
 - Cítricola Salteña SA y sus subsidiarias = US\$ 2.085.834
 - NOLIR S.A.= US\$ 226.740

Estos intereses serán cancelados antes del 31/08/2018 con la cesión del producido de la venta de 11 padrones, inmuebles sitios en la 7ma sección Judicial de Canelones.

- El 25/11/2017, se le informó a CSSA del fallo favorable a sus intereses del Tribunal de lo Contencioso Administrativo (TSA) respecto del decreto 135/015, de 20 de mayo de 2015, que ordenaba a la empresa a computar los activos de “montes cítricos” en la liquidación del Impuesto al Patrimonio para restarlo del pasivo. Como consecuencia de dicho fallo favorable se dejó plenamente sin efecto la nota de “contingencias” que se había presentado en los estados financieros anteriores.
- En el mes de diciembre de 2017, se suscribió con una importante firma extranjera un documento de “Reserva” relacionado a la venta del Padrón N° 9330 (Espinillar) ubicado en la décimo primera sección catastral del departamento de Salto, zona rural. Por dicho documento, CSSA se obligó a reservar para la venta dicho padrón libre de obligaciones, gravámenes, afectaciones de cualquier naturaleza, expropiaciones y de ocupantes a cualquier título.
- Para proceder a la firma del “Compromiso de Compraventa”, CSSA debió obtener las autorizaciones para enajenar previstas en los términos del Documento de Emisión de las Obligaciones Negociables emitidas en abril de 2016 y también la autorización para enajenar por parte del Banco República Oriental del Uruguay con la concomitante cancelación del gravamen hipotecario que pesa sobre el Inmueble. La concreción de dicho negocio permitió a CSSA realizar una transacción en excelentes términos económicos, obteniendo un importante ingreso de fondos que se aplicará a una baja significativa del endeudamiento con el BROU, la disminución del costo financiero asociado y una mejora relevante de su capital de trabajo, que permitirá atender en forma eficaz el desarrollo futuro de los negocios sociales.
- El Directorio del BROU, por Resoluciones de 22/02/2018 y 9/03/2018, estableció que, previo pago de las cuotas de amortizaciones de principal e intereses devengados hasta el 28/02/2018 y la entrega adicional de US\$ 8.500.000, autoriza la cancelación de la hipoteca que recae sobre el padrón N° 9330 (objeto del negocio planteado), lo cual permitirá suscribir la “promesa de compraventa” referida. Con dicha resolución, el propio BROU, principal acreedor financiero, ha demostrado percepción sobre la bondad del negocio y reconocimiento a la empresa.

¹. La tasa de capitalización o más conocida como CAPRATE es el cociente entre el ingreso neto producido por el alquiler y el valor de la propiedad

- El 4 de marzo de 2018 se realizó una Asamblea Extraordinaria de Accionistas de CSSA para tratar la venta del padrón N° 9330 (Espinillar). Se contó con la asistencia de accionistas que representaron el 100% del capital accionario con derecho a voto de la sociedad (Asamblea Unánime). Se aprobó por unanimidad de todos los presentes, contándose además con el consentimiento del Síndico, el otorgamiento de la “promesa de compraventa” del Padrón N° 9330.
- El 16 de marzo de 2018 se celebró en la Bolsa de Valores de Montevideo (BVM) una Asamblea de Obligacionistas de CSSA para considerar la “autorización para enajenar el padrón N° 9330 (Espinillar). Con la asistencia de obligacionistas que representaron el 91,42% del valor nominal de la emisión en circulación, se aprobó por unanimidad lo siguiente:
 - o La venta del padrón N° 9330.
 - o La cancelación anticipada por CSSA del 10% del capital emitido en Obligaciones Negociables el cual se realizará en cuatro cuotas de igual valor con vencimiento en las siguientes fechas: 1° octubre de 2018; 31 de julio de 2019; 1° de octubre de 2019 y 31 de julio de 2020.
 - o La cancelación anticipada afectará los servicios de deuda de las Obligaciones Negociables manteniéndose en todo lo demás los plazos establecidos en las condiciones previstas en el Documento de Emisión.
- La resolución unánime de la asamblea denota el alto grado de reconocimiento de los obligacionistas en apoyo de la Compañía.
- El 12 de abril del presente, la empresa informa como hecho relevante que con fecha 11 de abril el emisor celebró compromiso de compraventa del padrón referido.
- Conjuntamente con dicho contrato las partes celebraron un contrato de prestación de servicios por el cual CSSA brindará el servicio de packing, envasado y logística de la fruta que coseche el comprador del padrón.
- La situación climática en 2017 ha mostrado, en líneas generales, características similares al promedio histórico, permitiendo una gestión productiva y comercial normal.

4. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- Estados contables auditados al 31/12/17
- Acta de Asamblea de obligacionistas
- Entrevistas con responsables de CSSA.
- Proyección de Flujo Financiero presentado por la empresa.
- Nota del emisor al BCU del 12 de abril comunicando como hecho relevante la venta del inmueble referido.

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 SA según documento de emisión del que se incluyen en este apartado sus elementos más destacados:

Monto: el monto de la Emisión de oferta pública fue de U\$S 11:000.000 (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 la metodología de CARE, en el cuadro siguiente se informa resumidamente las principales partidas del estado de situación hasta diciembre de 2017, último ejercicio completo cerrado y auditado.

Cuadro 1: Estados de Situación consolidados (miles u\$s)						
Concepto	31/12/2017	31/12/16	31/12/15	31/12/14	31/12/13	31/12/12
Activo	90.935	96.406	100.006	102.806	103.338	98.618
Activo Corriente	29.726	18.560	18.700	27.482	30.501	24.201
Activo no Corriente	61.209	77.846	81.306	75.324	72.837	74.417
Pasivo	70.878	74.972	64.540	61.789	64.989	56.864
Pasivo Corriente	36.880	68.031	38.816	48.180	48.396	46.779
Pasivo no Corriente	33.998	6.941	25.723	13.609	16.593	10.085
Patrimonio	20.057	21.434	35.466	41.017	38.348	41.754
Pasivo y Patrimonio	90.935	96.406	100.006	102.806	103.338	98.618
Razón Corriente	0,81	0,27	0,69	0,57	0,63	0,52

Fuente: EE.CC consolidados de CSSA y afiliadas

Se puede comprobar que la caída en el patrimonio contable de la empresa es mucho menor en relación a ejercicios anteriores. Esto es consistente con la mejora sustancial de los resultados del ejercicio 2017 tal como se puede comprobar en el Cuadro 2.

La razón corriente (activo corriente/pasivo corriente) si bien, se sitúa por debajo de la unidad, mejora sensiblemente y otro tanto puede decirse del capital de trabajo (activo corriente – pasivo corriente) que si bien continua siendo negativo presenta una notoria mejoría. Ambos indicadores, en principio negativos, son sin embargo consistentes con las características de la actividad citrícola. Esto fue posible, principalmente, por el acuerdo de reestructuración de pasivos alcanzado con el BROU en agosto de 2017 el que permitió cancelar algunos pasivos corrientes y diferir otros que pasaron a ser no corrientes.

En cuanto a los resultados, el ejercicio último muestra una gran recuperación, particularmente a nivel de resultados operativos, como consecuencia fundamentalmente de menores costos y no tanto por un incremento importante en las ventas. No obstante, los resultados financieros tornan negativos el resultado final.

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

Concepto	31/12/2017	31/12/16	31/12/15	31/12/14	31/12/13	31/12/12
Exportaciones	30.470	29.705	33.556	42.053	35.440	31.878
Ventas locales	7.023	6.173	8.757	10.444	9.521	7.765
Ingresos Operativos Netos	37.492	35.877	42.313	52.497	44.961	39.643
Costo bienes vendidos	(28.537)	(32.688)	(34.781)	(37.385)	(38.522)	(37.640)
Resultado Bruto	8.955	3.189	7.531	15.112	6.440	2.003
Gastos administ. y ventas	(7.834)	(10.526)	(7.832)	(9.136)	(9.887)	(9.142)
Otros resultados operativos	(116)	(255)	(88)	2.122	3.582	8.117
Resultado Operativo	1.005	(7.592)	(389)	8.098	135	979
Resultados financieros	(3.559)	(5.089)	(4.504)	(3.441)	(3.123)	(2.025)
IRAE	1.136	(1.162)	(513)	(1.487)	(254)	(840)
Resultado Neto	(1.418)	(13.843)	(5.407)	3.170	(3.241)	(1.886)
otros resultados integrales	41	(189)	(144)			
Resultado integral total	(1.377)	(14.032)	(5.551)			
Resultado Bruto/Ingresos	24%	9%	18%	29%	14%	5%
Resultado Operativo/Ingresos	3%	-21%	-1%	15%	0%	2%
Resultado Neto/Ingresos	-4%	-39%	-13%	6%	-7%	-5%

Fuente: Emisor

Como se informa detalladamente en otra sección, a la fecha de elaboración de este informe era inminente la concreción de la venta del Padrón No. 9330 (El Espinillar) a la empresa peruana Camposol (el 12 de abril se firmó el compromiso de compraventa). Se trata de un predio en producción que le permitirá a CSSA profundizar en la reestructuración del pasivo, mejorar el capital de trabajo y disminuir los costos financieros. Además, una de las condiciones que los obligacionistas de estos títulos exigieron para la autorización de esta operación es la cancelación anticipada del 10 % de la emisión (u\$s 1.100.000) en cuatro cuotas iguales con vencimiento: 1/10/18; 31/07/19; 1/10/19 y 31/07/20.

Cumplimiento de garantías

A continuación se procede a comprobar el estado de los diferentes compromisos asumidos 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. La venta del inmueble que se está procesando, si bien no integra la lista de inmuebles dados en garantía para esta emisión, contó con la aprobación de la Asamblea de Obligacionistas y, además, determinó que se estableciera una cancelación anticipada del 10 % de la emisión.
- **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 31/12/17, el ratio, de acuerdo al cuadro siguiente, es de 2,63, superior al tope establecido.

Cuadro 3: Ratio de endeudamiento (miles de u\$s)					
Concepto	31/12/2017	31/12/16	31/12/15	31/12/14	31/12/13
Pasivo financiero corriente	20.318	51.250	24.730	35.198	33.764
Pasivo financiero no corriente	32.432	3.850	23.853	11.998	16.326
Esta operación	-	-	11.000	11.000	11.000
Total pasivo financiero	52.750	55.100	59.583	58.196	61.090
Patrimonio	20.057	21.434	43.748	41.017	38.348
Ratio endudamiento	2,63	2,57	1,36	1,42	1,59

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

Si bien, de acuerdo a lo comentado líneas arriba respecto a las perspectivas de mejora financiera al realizarse la venta de “El Espinillar” es de esperar una mejora en este ratio, el mismo se calcula en base al ejercicio anual por lo que habrá que esperar el cierre a diciembre de 2018 para comprobarlo.

- **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 u\$s)			
Concepto	2017	2016	Promedio
EBITDA	1.151	(7.444)	(3.146)
Intereses financieros	3.725	4.873	4.299
Ratio cobertura servicio			(0,73)

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 abril de 2018.
- **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 US\$ 2.000.000. 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 Obligacionistas. 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 Obligacionistas, 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 y en particular con la concreción de venta de activos que sin duda mejorarán la posición financiera de la empresa. Esto último, ha sido factible, entre otras cosas, por la buena disposición demostrada por el principal acreedor de CSSA (el BROU) y por los obligacionistas de esta emisión que han entendido que la operación era beneficiosa para los intereses de todos. Este buen clima permite suponer que el riesgo acá mencionado está mitigado.

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. Las dudas que en la anterior actualización de calificación se mencionaban 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 se han levantado con la venta de un importante inmueble. *Riesgo medio bajo*

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 algo 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 y la venta de un inmueble representa una mejora en este aspecto. *Riesgo medio bajo*

Endeudamiento: Vinculado a lo anterior, alguno de los ratios analizados no se están cumpliendo aunque se destaca la mejora del clima para con la firma evidenciado en las autorizaciones concedidas para la venta de un inmueble. *Riesgo medio bajo*

IV. EL FLUJO DE FONDOS

Dado que los cambios propuestos van a generar modificaciones importantes en el flujo de producción, en los costos y en los ingresos, para esta actualización la empresa presenta un nuevo flujo financiero que tiene en cuenta estos cambios.

La venta proyectada del padrón de El Espinillar, posibilitará en forma relevante a CSSA materializar una baja muy importante de su endeudamiento financiero con el BROU, mejorar notoriamente sus resultados operativos al obtener una ampliación significativa de su capital de trabajo, disminuyendo costos operativos, disminuir a su vez el costo financiero, obteniendo además, un resultado satisfactorio adicional por la propia compraventa a valores acordes del mercado.

La claves de la operación de compraventa son:

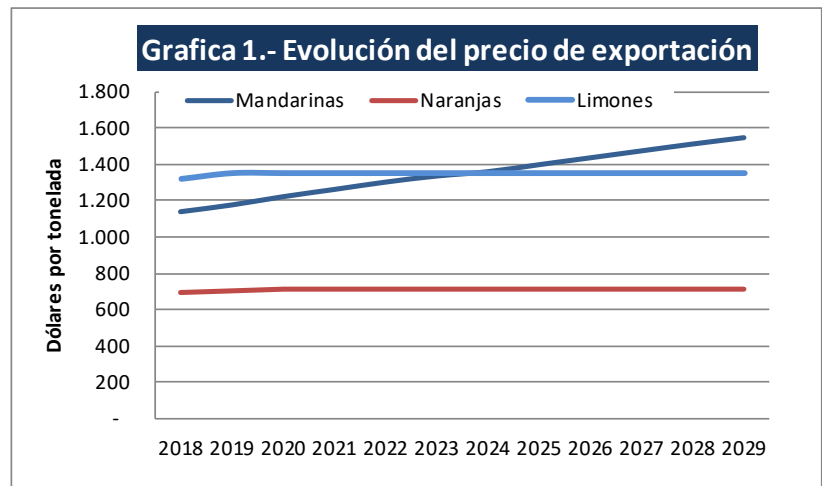
- Venta del padrón 9330 paraje El Espinillar, por un monto del entorno de los 15 a 16 millones de dólares.
- Firma de un contrato de servicios con los compradores para el procesamiento futuro de la fruta producida
- Venta de 200.000 plantas en 2018/2019/2020, ya que el comprador seguirá plantando en el padrón que compra y en otros campos que está adquiriendo.

Esto implica que CSSA producirá menos fruta propia, pero está previsto que compre más fruta para exportar, venda servicios de packing y venda también material genético (plantas).

En primer lugar es importante destacar que los eventos adversos de 2016 parecen no haber tenido consecuencias negativas ni en lo comercial ni en lo productivo, ratificado por la performance de 2017 en relación al mercado de EEUU, al que se enviaron partidas de mandarinas de alto valor con resultados muy buenos. Por otra parte, las proyecciones de precios por organismos especializados, no muestran cambios relevantes en el comportamiento esperado en los mercados internacionales (ver Sección V)

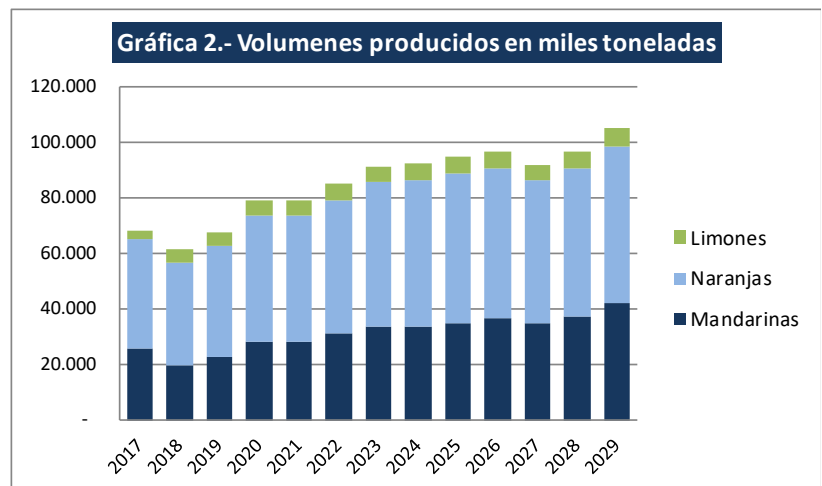
Del análisis de la información presentada en esta oportunidad, se realizan los siguientes comentarios:

- La proyección de los precios parece razonable, se mantienen constantes los valores de la naranja y el limón, mientras que van aumentando los precios de exportación de las mandarinas, en la medida que se consolida el mercado de EEUU y van entrando en producción las variedades de mayor valor económico en desmedro de las de menor valor.



Fuente: Proyecciones esperadas por la empresa

- La proyección de la producción, como era de esperar muestra una reducción en el año 2018 y 2019 como resultado de la venta del Padrón de El Espinillar, que ya tienen los montes en producción, pero la misma se recupera con la entrada de nuevos montes en los próximos años.



Fuente: Proyecciones esperadas por la empresa

El estado de resultados y el flujo de fondos proyectados por CSSA, considerando las variables comentadas, que a juicio de CARE resultan razonables, mejorará en forma sensible los márgenes esperados, con lo que razonablemente la empresa podría hacer frente a su endeudamiento bancario y a los compromisos asumidos para con las obligaciones negociables. La venta del Padrón 9330 implica una inyección muy importante de capital en la empresa que permite una reducción sustancial del endeudamiento y por lo tanto del servicio de deuda así como también genera capital de trabajo para el futuro.

Cuadro 5.- Flujo de Fondos proyectado

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
EBITDA (excluye vta padron 9330)	7.314.775	9.253.553	15.245.470	15.041.483	18.350.225	22.964.918
Ingreso Vta padron 9330	15.800.000					
IRAE	(1.048.537)	(328.278)	(1.100.072)	(1.581.946)	(3.200.079)	(4.420.400)
Inversiones	(4.358.164)	(2.075.111)	(4.219.373)	(2.113.177)	(3.456.434)	(3.118.914)
Devolución capital e intereses	(15.758.663)	(7.498.540)	(5.346.180)	(4.781.135)	(7.131.429)	(6.806.760)
FF Generado en el año	1.949.411	(648.376)	4.579.846	6.565.225	4.562.283	8.618.845
	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Ingreso Vta padron 9330	23.943.043	25.813.126	27.746.298	26.154.758	29.580.185	35.091.602
IRAE						
Inversiones	(4.735.449)	(5.273.945)	(5.825.957)	(5.477.348)	(6.343.152)	(7.709.974)
Devolución capital e intereses	(1.898.414)	(2.103.804)	(2.120.127)	(1.262.456)	(2.461.711)	(2.956.168)
FF Generado en el año	(6.467.260)	(6.140.027)	(5.535.310)	(2.434.652)	(347.074)	(347.074)
	10.841.920	12.295.350	14.264.904	16.980.302	20.428.249	24.078.387

Riesgos considerados:

- **Riesgo de generación de flujos.** La empresa ha realizado ajustes importantes buscando transferir riesgos a terceros a través de la reducción de la producción propia. Asimismo eso le permitió obtener recursos para bajar endeudamiento y mejorar su capital de trabajo. De no ocurrir nuevos episodios adversos como los verificados en el año 2016 u otros de similar resultado, la empresa no debería tener mayores dificultades en generar con sus flujos, los recursos necesarios para cumplir con sus obligaciones derivadas de esta emisión. *Riesgo medio bajo.*
- **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.*

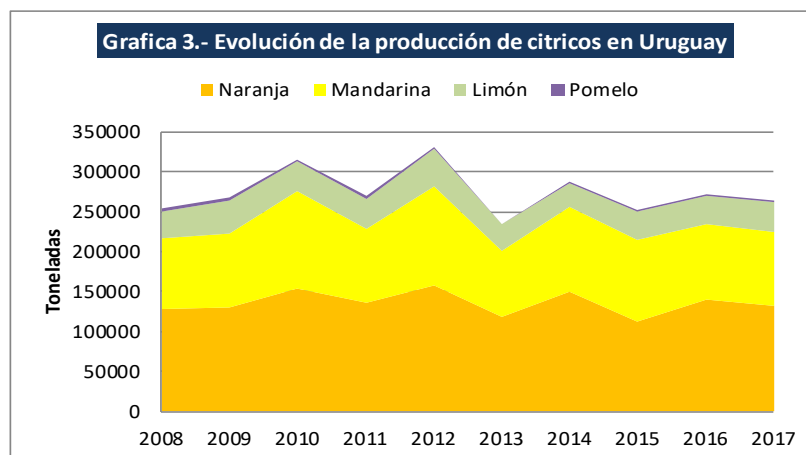
V. EL ENTORNO

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. En los últimos años y luego de la apertura comercial la producción uruguaya ha comenzado a incursionar con éxito en el mercado de Estados Unidos con algunos tipos de mandarinas y más recientemente en el mercado de China.
- 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 de producción, 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.



Fuente: Encuestas cítricas DIEA-MGAP

El principal destino de la producción de cítricos fue la exportación como fruta fresca, la que alcanzó al 40% de la producción, llegando en el caso de la mandarina al 44%

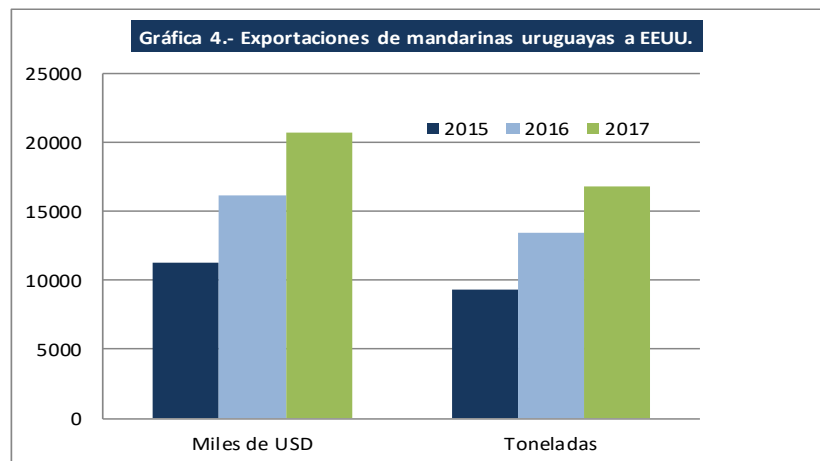
Las exportaciones uruguayas de cítricos, en 2017 se han reducido en un 7% en volumen y 5% en valor. Ello es consecuencia de un aumento en las exportaciones de mandarinas en volumen (5%) y una caída del 17% en las naranjas, que es el rubro cuantitativamente más importante. Los precios varían en dirección contraria, las naranjas aumentaron de precio en un 12% mientras que las mandarinas cayeron en un 3%.

Cuadro 6. Exportaciones uruguayas de cítricos

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		Tons 2017	
Naranjas	29.271	46.268	633
Mandarinas	36.246	36.148	1.003
Limonos	14.464	14.549	994
Pomelos	118	145	814
Total	80.100	97.110	825
Especie	Variación 2017/16		
Naranjas	-7%	-17%	12%
Mandarinas	2%	5%	-3%
Limonos	-15%	-2%	-13%
Pomelos	594%	866%	-28%
Total	-5%	-7%	3%

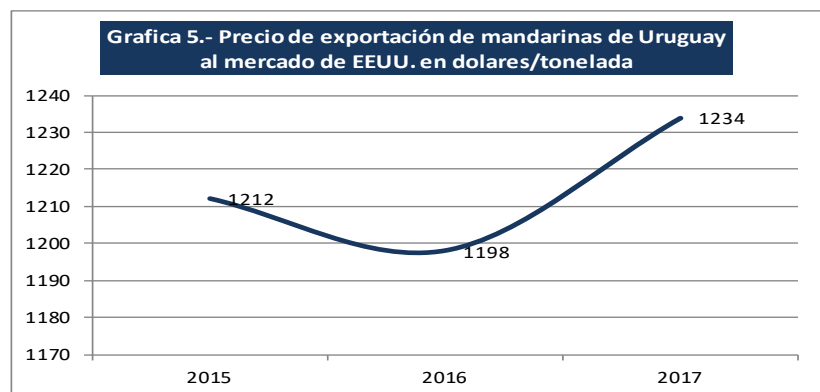
Fuente: elaborado en base a Uruguay XXI y OPYPA-MGAP

- 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 publicada en el anuario de OPYPA, los volúmenes y los ingresos obtenidos de las ventas a ese mercado han mostrado un importante crecimiento en los últimos años. En 2016 los volúmenes exportados de mandarinas a los EEUU aumentaron un 45% con relación al año anterior y en el 2017 volvieron a aumentar en forma significativa, es este caso un 25%.



OPYPA en Base a URUNET

- Por su parte, los precios de exportación de las mandarinas hacia el mercado de los EEUU han mostrado recuperación en 2017 recuperando la caída ocurrida en 2016 como consecuencia de la pérdida de calidad consecuencia de las fuertes lluvias del otoño.

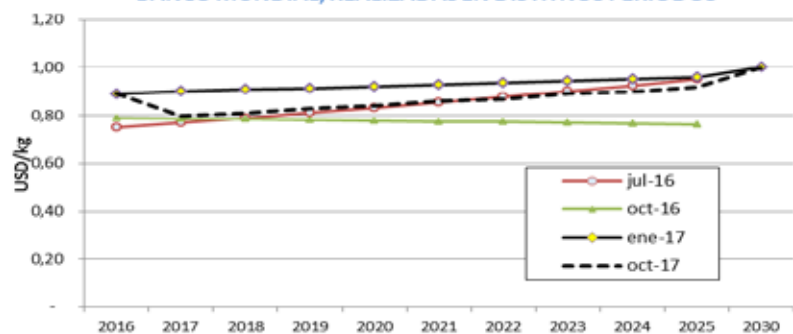


Fuente: OPYPA en base a Urunet. (Caro, ídem)

El precio promedio de exportación la totalidad de las especie y a todos los mercados, aumentó un 3%.

- 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 las naranjas, resultó la más pesimista, en tanto que la última reportada, el 26 de octubre de 2017 prevé una tendencia levemente creciente para los próximos años, similar a otras estimaciones.

Gráfica 6. PROYECCIONES DE PRECIOS DE LA NARANJA SEGÚN BANCO MUNDIAL, REALIZADAS EN DISTINTOS PERÍODOS



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 casi nulo.

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 CARE².

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrián Tamber

². CATEGORÍA BB- uy. (75 a 79,9 puntos).- Se trata de instrumentos emitidos por empresas o sociedades que presentan actualmente un riesgo algo mayor para la inversión que la categoría anterior. Su capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados resulta actualmente adecuada. El propio papel, la condición de la empresa, la calidad del proyecto y las características del entorno, satisfacen en conjunto aceptablemente los análisis practicados, sin perjuicio de debilidades en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo (papel, proyecto, empresa, entorno). Se incrementa hasta un nivel medio el riesgo del instrumento ante eventuales cambios desfavorables previsibles en el proyecto tal como fue presentado, en la sociedad emisora, en el sector económico a la que pertenece, o en la economía en su conjunto. La probabilidad de cambios desfavorables previsibles en el entorno es de media baja a media, y compatible con la capacidad de la empresa de manejarlos aunque incrementando el riesgo. El signo - que acompaña a la nota indica que la calificación se acerca más a la categoría inferior de acuerdo al puntaje **Grado especulativo medio**.