

CARE

CALIFICADORA DE RIESGO

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

Montevideo, noviembre de 2018

4	RESUMEN GENERAL
6	I ANTECEDENTES Y HECHOS SALIENTES DEL PERIODO
9	II LOS TITULOS Y SU GARANTIA
10	III LA EMPRESA
14	IV EL FLUJO DE FONDOS
18	V EL ENTORNO
22	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

**ACTUALIZACIÓN DE LA CALIFICACIÓN DE RIESGO DE OBLIGACIONES NEGOCIABLES
EMITIDAS POR CITRÍCOLA SALTEÑA S.A.
22- noviembre - 2018**

Emisor:	Citrícola Salteña S.A.
Títulos emitidos:	Obligaciones Negociables no convertibles en acciones
Importe de la Emisión:	USD11.000.000
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
Calificación:	BB- (uy)
Vigencia de la calificación:	abril de 2019
Fiduciario de Fideicomiso de Garantía:	Management Fiduciario y Profesional S.A.
Manual utilizado:	Manual Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros

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 BB- (uy) de grado especulativo medio.

En la anterior actualización se dio cuenta de la venta de un predio importante que permitiría recomponer pasivos, mejorar el capital de trabajo y enfrentar el futuro en mejores condiciones; asimismo se había logrado un acuerdo de refinanciación con el principal acreedor de la empresa. La venta del predio se concretó y se bajaron los pasivos, pero un mal año en lo productivo como consecuencia de la sequía del verano 2018, vuelve a complicar los flujos, erosionando el capital de trabajo y dificultando cumplir los compromisos con los acreedores, requiriéndose de nuevas refinanciaciones que se comentan más adelante.

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.
- Luego de una recuperación importante del grupo en el año 2017 –aunque igualmente con un resultado negativo-, en 2018 la empresa volverá a verificar fuertes pérdidas como consecuencia de una reducción de poco más de un 20% en los ingresos por ventas de fruta fresca. No obstante esto se verifica en paralelo con una reducción de su endeudamiento como consecuencia de la venta del Padrón N° 9330 (Espinillar) a la empresa peruana Camposol S.A.
- El acuerdo de refinanciación firmado con el BROU en agosto de 2017, no se pudo cumplir, y según informa la empresa se adeudan a la fecha (noviembre 2018) tres cuotas del convenio. Restan cobrar 1,5 millones de dólares de venta del Padrón 9330 que se desembolsarán una vez el Estado autorice a la empresa Camposol a explotar campos en Uruguay. Una vez que eso ocurra ese dinero se destinará al pago de la refinanciación con lo que se cancelarán las cuotas atrasadas y las que venzan hasta abril de 2019.
- Como resultado de la venta del predio de El Espinillar, el Grupo se comprometió a realizar un pago adelantado del orden de US\$ 1.100.000 (10% de la emisión) a los tenedores de obligaciones negociables emitidas. Este pago se hará en cuotas, ya se realizó la primera y se está al día con dicho compromiso.
- Desde el punto de vista productivo, la empresa reduce 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.

- Los problemas productivos fueron este año para la toda la citricultura, afectando en mayor medida a los establecimientos que no disponen de riego. En consecuencia, las exportaciones de todas las empresas cítricas cayeron en volumen y en consecuencia los ingresos. Cabe hacer notar que los precios internacionales por su parte se mantuvieron estables en dólares al igual que los principales mercados.
- La empresa provee en esta oportunidad un nuevo flujo de fondos que recoge la nueva situación productiva, el cual muestra capacidad de enfrentar los compromisos financieros, dentro de una proyección de fragilidad en los flujos.
- 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 el 30 abril de 2019. 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. Agr. 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 y hechos salientes del período

- 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 USD 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.

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

- 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. Los estados contables al 31 de diciembre de 2017, muestran una recuperación marcada del resultado, aunque volvió a ser negativo.
- Esta situación generó la necesidad de realizar una serie de negociaciones y gestiones que fueron seguidas de cerca por CARE, con la finalidad de reanalizar la situación y evitar la exigibilidad de las Obligaciones, por el no cumplimiento de los compromisos. En consecuencia, se vuelcan recursos a la cuenta escrow a partir de cesiones de créditos que se encuentra en plena concreción y se negocia un acuerdo con el BROU para la reestructuración de la deuda a 10 años, y se evita finalmente la exigibilidad anticipada de la emisión. Los principales resultados del acuerdo son las siguientes:
 - En agosto de 2017 se realiza el convenio de reestructura de deuda entre CSSA y el BROU. De esta forma, el grupo dejó regularizado en plazo y forma la situación de su pasivo financiero frente al banco, con un plan de pago a 10 años de las deudas de Ctrícola Salteña SA y NOLIR S.A.
 - Asimismo se estableció un cronograma de pago para los intereses devengados e impagos de esas mismas empresas, los que serían 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.
 - Se procedió a la venta del Padrón N° 9330 (El Espinillar) ubicado en la décimo primera sección catastral del departamento de Salto, zona rural. Para ello fue necesario previamente obtener las autorizaciones para enajenar previstas en los términos del Documento de Emisión de las ON; la autorización por parte del Banco República Oriental del Uruguay con la concomitante cancelación del gravamen hipotecario que pesaba sobre el Inmueble y la autorización de los accionistas de CSSA.
 - Una vez obtenidas todas las autorizaciones, CCSA logró concretar satisfactoriamente la transacción, obteniendo un importante ingreso de fondos que se aplicó a una baja significativa del endeudamiento con el BROU y en consecuencia a la disminución del costo financiero asociado.
 - La aprobación de la venta del Padrón por parte de la Asamblea de Obligacionistas de CSSA estuvo condicionada a cancelación anticipada del 10% del capital emitido en ONs el cual debe realizarse en cuatro cuotas de igual valor con vencimiento en las siguientes fechas: 1º octubre de 2018; 31 de julio de 2019; 1º de octubre de 2019 y 31 de julio de 2020.

- En 2018 vuelve a ocurrir un evento con consecuencias sobre la producción, en este caso una sequía relativamente importante. La falta de agua determina falta de calibre en las frutas y en consecuencia se reducen los porcentajes exportables, aparte de bajar los rendimientos en toneladas por hectárea. Este año en función del flujo de fondos presentados por la empresa habrá nuevamente un resultado negativo, el cual se ubicaría en el entorno de los 6 millones de dólares.
- Los resultados de este nuevo problema productivo, vuelve a generar problema financieros en la empresa, tales como:
 - Si bien se concreta la venta del Padrón 9330 y se logra una importante inyección de capital para abatir deuda con el BROU, los magros resultados productivos determinan que no se pueda cumplir con los compromisos de la reciente refinanciación y a la fecha de este informe había tres cuotas vencidas. No obstante, restan cobrar 1,5 millones de dólares por la venta del predio, los que se harán efectivos una vez que el Estado autorice a la empresa adquirente (que es extranjera) a poseer y explotar campos en el Uruguay. Ese saldo está acordado que se destinará al BROU para el pago de las cuotas vencidas y para adelantar cuotas aún no vencidas hasta abril de 2019, según informara la gerencia financiera de la empresa.
 - A la fecha, aún no se han enajenado los predios de Canelones para hacer frente a los intereses vencidos previo a la refinanciación. El compromiso era hacerse antes del 31 de agosto de 2018. Según se nos informara, los predios están a la venta y el producido se destinará para cumplir con ese compromiso.
 - Se está negociando una nueva refinanciación con el BROU, que consiste básicamente en modificar el cronograma de los primeros años, ya que los magros resultados productivos de este año hacen imposible cumplir con los acordado.
 - La empresa CSSA cumplió con la primer cuota de amortización de las ONs que estaba prevista para el 1 de octubre de 2018.
- Lo ocurrido en 2018 fue un problema productivo derivado de un año con una fuerte sequía estival. Este no genera daños permanentes por lo que, de no existir nuevamente condiciones climáticas desfavorables, la empresa debería retomar las proyecciones productivas y el crecimiento esperado. Se ha seguido plantando y se seguirá con el cronograma de inversiones (riego, nuevas plantaciones), enfocados siempre en el mercado de Estados Unidos para donde se esperan encontrar las mayores oportunidades.

3. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- Estados contables intermedios consolidados al 30/09/18
- Entrevistas con responsables de CSSA.
- Proyección de Flujo Financiero presentado por la empresa.
- Acta de Asambleas de Obligacionistas de 08/05/2018
- Comunicaciones de hechos relevantes.

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 USD 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 informan resumidamente las principales partidas del estado de situación hasta diciembre de 2017, último ejercicio completo cerrado y auditado. En consecuencia, los cuadros que se muestran a continuación, sin perjuicio de comentarios actualizados, son los mismos del informe anterior.

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

CARE dispuso de los EE CC intermedios al 30/9/18 que confirma lo adelantado en otra sección de este informe en el sentido de anticipar un ejercicio deficitario producto de problemas climáticos que afectó la disponibilidad de fruta de exportación.

De alguna manera dicho evento neutraliza, en parte, los efectos positivos alcanzados en materia financiera con la venta de un importante inmueble productivo.

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, se concretó la venta del Padrón No. 9330 (El Espinillar) a la empresa peruana Camposol con las consecuencias acordadas, esto es, cancelación de parte de la deuda con BROU y cancelación anticipada del 10 % de los títulos emitidos (USD1.100.000) en cuatro cuotas iguales con vencimiento: 1/10/18; 31/07/19; 1/10/19 y 31/07/20. La primera de las cuales, al momento de redactar este informe ya se cumplió según notificara a CARE el emisor. También se canceló la cuota de intereses de los títulos cuyo vencimiento fue el mes de octubre pasado.

Cumplimiento de garantías

Estos ratios tienen vigencia anual ya que su validez refiere al cierre de cada ejercicio. En la anterior actualización se hizo el análisis en base al ejercicio cerrado el 31/12/17, en consecuencia, al no haber culminado el ejercicio actual, se reiteran los comentarios del anterior informe.

- Ratio de garantía;** 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 Padrón 9330, si bien no integra la lista de inmuebles dados en garantía a 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, lo que mejora el ratio.
- 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, siendo 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 endeudamiento	2,63	2,57	1,36	1,42	1,59

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 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 octubre 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 USD 2.000.000. El acuerdo alcanzado con el BROU da por superada esta situación de incumplimiento.

Es de esperar que, una vez concretada la venta del establecimiento "Espinillar", estos ratios mejoren lo que se analizará en ocasión del próximo cierre de ejercicio.

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.

En tal sentido, el 8/5/18 se celebró en la Bolsa de Valores de Montevideo (BEVSA) una Asamblea de Obligacionistas de CSSA para considerar, entre otras cosas, si ejercerían la facultad establecida a favor de los obligacionistas en la cláusula 3) del Documento de Emisión (exigibilidad anticipada). Se contó con la asistencia de obligacionistas que representaban el 86,18 % del valor nominal circulante de la emisión. Una mayoría que representaba el 68 % del capital circulante aprobó no ejercer dicha facultad, mientras que un 18,18 % se abstuvo. Además, se ratificó lo aprobado en la Asamblea del 16/3/18 ya comentada. En consecuencia, hasta la fecha se mantienen las condiciones generales de la emisión con una cancelación anticipada del 10 % del valor nominal del capital emitido en ON.

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. *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 ejercicio cerrado en 2106 no tiene precedentes y ha debilitado a la empresa provocándole dificultades financieras que estaría comenzando a superar aunque un nuevo evento climático adverso en 2018 seguramente provocará nuevas pérdidas. Según proyecciones de la empresa esto se revertiría a partir del año 2019. *Riesgo medio.*

Solvencia: El patrimonio, aunque algo menor al registrado al 31 de diciembre de 2016, al 31 de diciembre de 2017, 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, aunque el nuevo evento climático adverso, en parte neutraliza este evento. *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

En la anterior actualización la empresa presentó un nuevo modelo financiero que proyectaba los cambios derivados de la venta del padrón de El Espinillar y en consecuencia los efectos que ésta produciría sobre los ingresos y los resultados financieros, considerando el servicio de la deuda acordado con los bancos acreedores (BROU) y con los tenedores de las obligaciones negociables. Ese modelo financiero ya no podrá cumplirse, porque la producción, los ingresos y los resultados del año 2018 no fueron los esperados.

La venta del padrón de El Espinillar, permitió que CSSA realizara una reducción importante de su endeudamiento financiero con el BROU. Se esperaba que esta inyección de capital permitiera también mejorar los resultados operativos al obtener una ampliación de su capital de trabajo, disminuyendo costos operativos y financieros, obteniendo además, un resultado satisfactorio adicional por la propia compraventa a valores acordes del mercado.

La claves de la operación de compraventa eran:

- 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 adquirido y en otros campos que está adquiriendo.

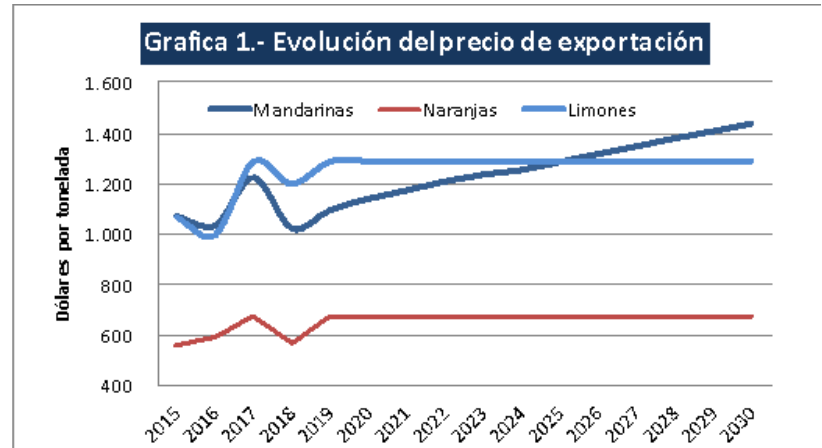
Esto implica que CSSA producirá menos fruta propia, pero está previsto que compre más fruta para exportar, venda servicios de packing y venda también material genético (plantas).

La operación fue exitosa, pero los resultados esperados se vieron opacados por un año 2018 malo en lo productivo para la producción cítrica, como se describe en detalle en la sección V.

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. No obstante, en 2018 el clima, en esta oportunidad por falta de agua, vuelve a generar dificultades para el empresa. Los problemas vuelven a derivarse de situaciones climáticas adversas y no de mercado, ya que las proyecciones de precios por organismos especializados, no muestran cambios relevantes en el comportamiento esperado en los mercados internacionales (ver Sección V).

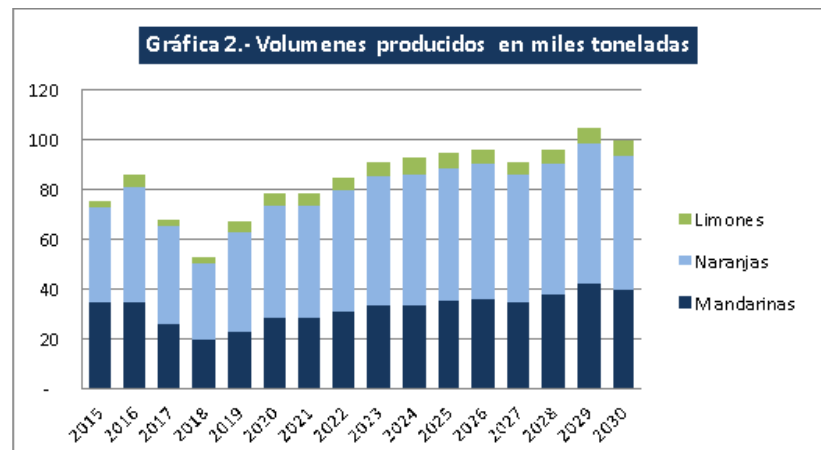
Como ya fuera referido, en esta oportunidad la empresa vuelve a presentar un nuevo flujo, atendiendo a los resultados obtenidos en 2018. Del análisis de la información presentada en esta oportunidad, se realizan los siguientes comentarios:

- 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.



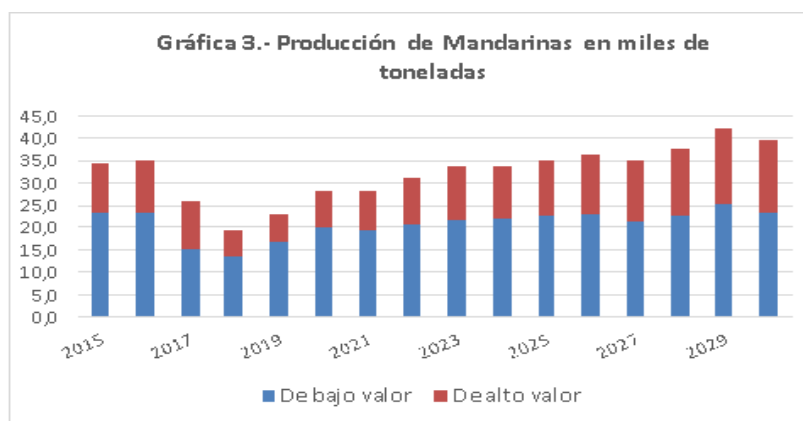
Fuente: Proyecciones esperadas por la empresa.

- 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 (en el año 2018 también consecuencia de la sequía), pero la misma se va recuperando con la entrada de nuevos montes en los próximos años.



Fuente: Proyecciones esperadas por la empresa

- La estrategia empresarial es la de incrementar la producción de las mandarinas de alto valor, que son las que se destinan al mercado de Estados Unidos y la especie que muestra mayores perspectivas de precios y de mercados.



- El estado de resultados y el flujo de fondos proyectados por CSSA, considerando las variables comentadas, que a juicio de CARE parecen razonables, tiende a mejorar progresivamente los márgenes y permitiría cumplir con los compromisos de las deudas bancarias y con los obligacionistas, aunque en los primeros años esto se lograría en forma muy ajustada. La venta del Padrón 9330 implicó una inyección muy importante de capital en la empresa que permitió sortear, este año 2018 y reducir a futuro el servicio de la deuda.
- Es importante aclarar que este nuevo flujo de fondos no resiste ninguna sensibilización, por lo que otras reducciones de producción o caídas en los precios de exportación, no previstas en el flujo, podría generar dificultades para cumplir con los compromisos.

Cuadro 5.- Flujo de Fondos proyectado en dólares

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Fondos provenientes de operaciones							
Utilidad neta antes de impuestos	(6.299.693)	1.991.388	8.584.621	8.964.876	12.822.885	17.886.365	19.384.542
Amortizaciones	4.342.025	4.205.978	4.113.921	3.999.218	3.877.879	3.932.597	3.986.207
Costo de Venta Bienes de Uso	12.497.430	-	-	-	-	-	-
Resultados financieros	4.050.029	3.191.751	3.061.676	2.858.851	2.649.215	2.317.483	1.941.785
Total	14.589.791	9.389.117	15.760.218	15.822.945	19.349.979	24.136.445	25.312.534
Impuesto a la renta	-	(280.198)	(1.083.746)	(1.429.311)	(3.280.249)	(4.545.323)	(4.919.057)
Inversiones	(87.400)	(3.112.222)	(11.392.626)	(7.191.918)	(3.411.017)	(3.065.607)	(1.668.849)
Devolución capital	(10.242.803)	(2.569.135)	(870.194)	(1.889.079)	(4.444.139)	(5.272.109)	(5.542.329)
Intereses	(4.050.029)	(3.191.751)	(3.061.676)	(2.858.851)	(2.649.215)	(2.317.483)	(1.941.785)
Flujo de Fondos	209.559	235.811	(648.022)	2.453.786	5.565.359	8.935.924	11.240.515

Fuente: CSSA

- La proyección de los flujos supuso la ocurrencia de eventos externos e imprevistos como heladas, sequías, inundaciones o problemas sanitarios, con ocurrencias cada cierta cantidad de años y con resultados variables sobre la producción. En principio parece razonable la periodicidad de dichos eventos² aunque si se los compara con lo ocurrido en años más recientes puede parecer optimista. Debe recordarse que en 2012 hubo una helada muy importante, en 2016 exceso de agua en otoño y en 2018 una sequía, todos fenómenos con perjuicios de gran magnitud sobre la producción. De repetirse esa frecuencia, volvería a deteriorarse el flujo de fondos proyectado, lo que tendría un efecto económico muy importante dada la fragilidad del flujo, al menos en los próximos 4 a 5 años.

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 2016 y 2018, la empresa estaría en condiciones de 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, sino que todo indica que seguramente el peso se seguirá devaluando frente al dólar. *Riesgo bajo.*

². Sequía severa 1 vez cada 20 años, sequía moderada 1 vez cada 20 años, helada severa 1 vez cada 10 años, helada moderada 1 vez cada 10 años, granizada 1 vez cada 5 años, exceso de agua una vez cada 10 años.

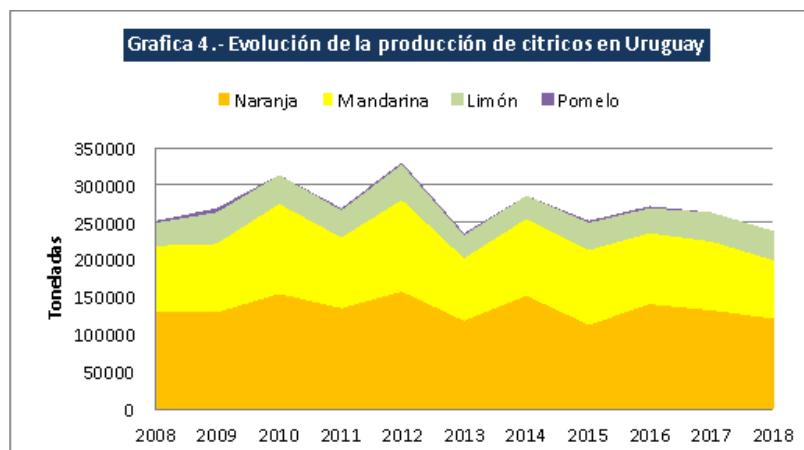
V. EL ENTORNO

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 nacional en los últimos años muestra una leve tendencia a la baja, acentuada en este año 2018, como consecuencia de la sequía. El pronóstico de producción estimado por DIEA para la zafra 2018, acumulando las cuatro especies, es del orden de las 240 mil toneladas, que sería un volumen de producción 9% inferior al registrado en la zafra anterior. Las principales especies presentarían una disminución que sería del orden del 9% para naranjas y del 15% en el caso de las mandarinas. Por otro lado habría incrementos en limón y pomelo del 2 y 16 % respectivamente



Fuente: Encuestas cítricas DIEA-MGAP

Las exportaciones uruguayas de cítricos, entre enero y setiembre de 2018 se reducen fuertemente en relación al mismo período del año anterior, en un porcentaje similar a la caída en la producción. A nivel general las exportaciones caen un 9% en volumen y un 15% en valor, lo que se explica por una mayor reducción en las exportaciones de mandarinas (-18%) que tienen un precio mayor al del resto de las especies.

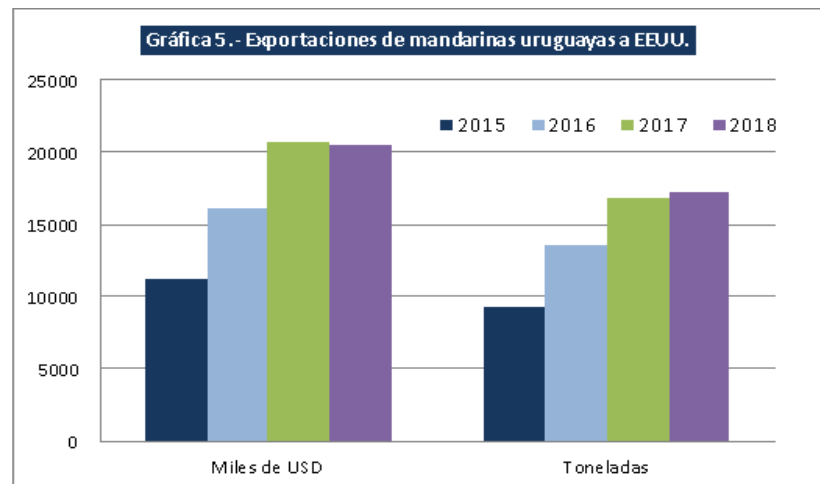
Por su parte, los precios de las mandarinas se mantienen en iguales niveles que el año anterior, mientras que las naranjas y los limones muestran una reducción en los precios de un 10%; probablemente por una menor calidad (calibre) consecuencia de la sequía.

Cuadro 6. Exportaciones uruguayas de cítricos (enero setiembre)

Especie	Miles de USD	Tons	Precio
enero-setiembre 2017			
Naranjas	24.970	39.631	630
Mandarinas	35.240	33.474	1.053
Limonos	12.801	13.705	934
Pomelos	114	144	796
Total	73.126	86.954	841
enero-setiembre 2018			
Naranjas	21.051	37.055	568
Mandarinas	29.049	27.596	1.053
Limonos	12.228	14.481	844
Pomelos	1	0	2.697
Total	62.330	79.133	788
Variación 2018/17			
Naranjas	-16%	-6%	-10%
Mandarinas	-18%	-18%	0%
Limonos	-4%	6%	-10%
Pomelos	-99%	-100%	239%
Total	-15%	-9%	-6%

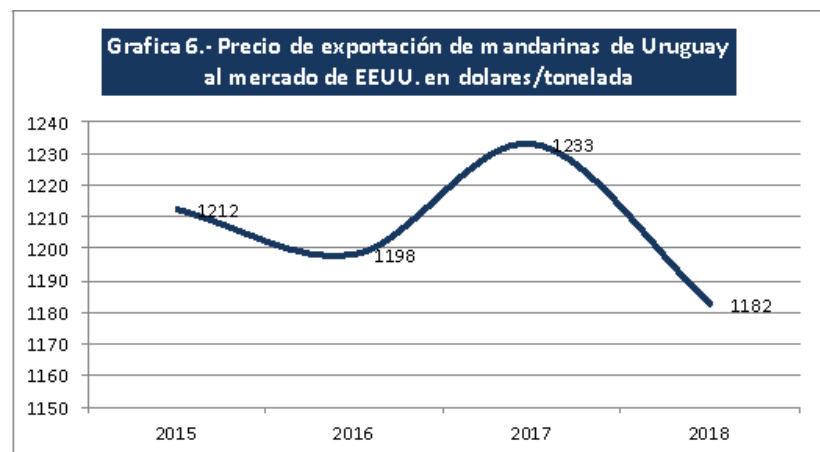
Fuente: elaborado en base a OPYPA-MGAP.

- A la citricultura uruguaya se le ha abierto una gran oportunidad con la eliminación de las barreras sanitarias que impedían el 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 últimos años ha obtenido resultados alentadores, confirmando la hipótesis de la oportunidad planteada. En los últimos años, las exportaciones a Estados Unidos han crecido para estabilizarse en el año 2018, pero seguramente como consecuencia de que la menor producción no permitió seguir creciendo en ese mercado. 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%.



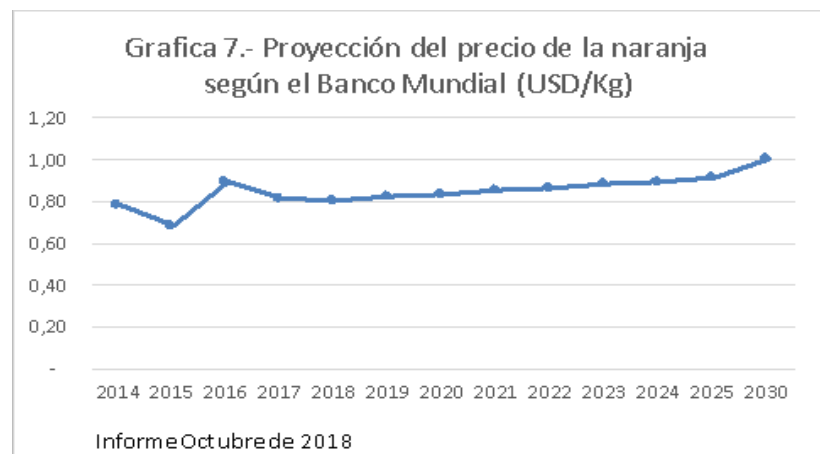
Fuente: OPYPA en Base a URUNET.

- Por su parte, los precios de exportación de las mandarinas hacia el mercado de los EEUU se mantienen elevados, siempre oscilando en el entorno de los 1200 dólares por tonelada (precio implícito). Por su parte, Estados Unidos es el principal mercado de destino y el de mayor precio.



Fuente: OPYPA en base a Urunet.

- El futuro de la citricultura parece centrarse en la producción de mandarinas, hacia donde se está enfocando la reconversión del sector. Los precios de exportación de mandarinas son en general un 85% más elevados que los de las naranjas. 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. En el último reporte, de octubre de 2018 prevé una tendencia levemente creciente para los próximos años, similar a otras estimaciones.



Las políticas públicas, el riesgo político

- No se perciben amenazas desde el lado de las políticas públicas. Como todo sector exportador, es afectado por aquellos factores que inciden sobre la competitividad, y en ese sentido, se entiende que se ha atravesado un período complejo desde ese punto de vista, que se habría comenzado a revertir levemente con el incremento del dólar ocurrido a partir de abril de 2018.
- 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 CARE.³

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrián Tambler

³ 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**.