

Fitch confirma la BBB(uy) de los TDE y cambia el Rating Watch a en Evolución

30 de noviembre de 2010

Fitch confirma en BBB(uy) la calificación de los Títulos de Deuda Escriturales (TDE) por un monto de VN US\$ 30.000.000 emitidos por el Fideicomiso Financiero NZFSU I, y cambia el Rating Watch (RW) a en Evolución desde Negativo. La confirmación de la calificación se basa en los retrasos en el desarrollo del modelo productivo y las dificultades para lograr el punto de equilibrio operativo en el flujo de fondos. El cambio del RW se debe a que la entrada de Olam International Ltd. (Olam), nuevo accionista mayoritario de New Zealand Farming Systems Uruguay Ltd. (NZFSU) que posee la capacidad financiera y ha manifestado su intención de proveer el financiamiento necesario para continuar con el desarrollo productivo, podría afectar positivamente la calificación. Por su parte, se presentará un nuevo plan de negocios e inversiones al Directorio de NZFSU para su aprobación, que se estima ocurra para principios de febrero de 2011. Sin embargo, la calificación podría verse negativamente afectada si: i) las inversiones no se concretasen y el flujo de fondos operativo continuara sin llegar al punto de equilibrio debilitando el perfil financiero del proyecto; y ii) los fideicomitentes no logran la aprobación de los inversores respecto del cambio de control en NZFSU y de la rescisión del contrato de gerenciamiento con PGG Wrightson Funds Management Ltd. (PGG), hechos contemplados como eventos de incumplimiento dentro del contrato de fideicomiso. El 24.09.2010 finalizó la oferta de compra de acciones de NZFSU que realizó Olam. La oferta contó con la aprobación del directorio de NZFSU dado que Olam se comprometió públicamente a conseguir el fondeo necesario para hacer el proyecto rentable. Fitch estima que el ingreso de Olam como accionista mayoritario le dará al proyecto el sponsor que necesita para terminar de implementar este sistema. Esta transacción le implicó a Olam un desembolso de casi US\$ 78 millones entre agosto y septiembre de 2010 para incrementar su participación en el capital accionario de NZFSU al 77,98% desde el 18,45%. Las inversiones necesarias para terminar de desarrollar los campos se estiman en US\$ 60 millones -US\$ 22 millones hasta el primer trimestre de 2011. Actualmente, NZFSU y Olam se encuentran en tratativas para lograr la aprobación de un préstamo de corto plazo. Con estas inversiones estiman lograr el punto de equilibrio operativo para junio de 2012. Sin embargo, el plan de negocios e inversiones está en proceso de revisión por parte del management de NZFSU y será presentado para la aprobación del Directorio a principios de febrero de 2011. En la parte operativa, NZFSU nombró a Alastair De Raadt como CEO basado en Uruguay para continuar con el desarrollo de los tambos. Respecto de la rescisión del contrato de gerenciamiento y provisión que tenía con PGG, ésta se acordó con el fin de: i) lograr un ahorro en las comisiones de US\$ 1,5 millones por año aunque en lo inmediato deben pagar -antes del 31.12.2010- US\$ 18,7 millones en concepto de comisiones adeudadas, indemnización por la terminación del contrato y costos de administración; y ii) PGG deja de ser el proveedor preferido, pero seguirá proveyendo a los campos si su oferta es competitiva. De todas maneras, la rescisión de este contrato se encuentra sujeta a la aprobación de los tenedores, de los bancos del préstamo sindicado y de los accionistas de NZFSU. Fitch opina que la rescisión del contrato con PGG no implica un incremento del riesgo operativo debido a que: i) el Sr. De Raadt, quien posee amplia experiencia en la administración de compañías de alimentos, fue nombrado con la aprobación de Olam; el contrato de De Raadt vence en enero de 2011 pero es prorrogable de común acuerdo por lo que se espera una definición sobre su continuidad para diciembre de 2010; ii) la rescisión del contrato de gerenciamiento con PGG no implica que las personas de dicha compañía dejan de estar relacionadas con el proyecto, por el contrario, se mantiene el contrato con Carlos Miguel de León (CEO de PGG en Uruguay) y las personas que antes se encontraban relacionadas con PGG ahora estarán vinculadas directamente a

NZFSU. Se debe mencionar que el cambio accionario en NZFSU y la rescisión del contrato con PGG son eventos de incumplimiento bajo los términos y condiciones del fideicomiso. Los fideicomitentes tienen un plazo de 30 días hábiles para remediar estos eventos antes que se declare incumplimiento. Además, la declaración de incumplimiento no es automática y es el fiduciario quien debe notificar a los inversores de la existencia de un evento de este tipo y ellos deberán decidir si lo declaran o no. A la fecha se han realizado dos Asambleas (29.10.2010 y 12.11.2010) y se espera que para principios de diciembre se tenga una resolución al respecto. Fitch analizará las decisiones que se tomen en las asambleas de inversores y evaluará el impacto que ellas puedan tener sobre la calificación de los títulos. El próximo pago de intereses (30.03.2011) -y sin considerar las modificaciones propuestas por la Asamblea- es por un monto de US\$ 741 mil. Para esa fecha se estima que va a haber en las cuentas fiduciarias un monto de US\$ 1,2 millones. Por lo tanto, sumando los fondos en las cuentas fiduciarias a la fecha, más las ventas de leche de octubre y noviembre de 2010, se estima que para enero de 2011 ya existiría en las cuentas fiduciarias el monto del próximo servicio de los TDE. Se debe mencionar que para el pago del 30.09.2010, los fideicomitentes debieron aportar un total de US\$ 300 mil para poder realizar el pago del servicio de intereses de los títulos ante la insuficiencia de fondos en las cuentas fiduciarias. En caso de incumplimiento, existen en el fideicomiso de garantía tierras por un valor de US\$ 71,3 millones al 30.06.2010 lo que arroja una relación entre las obligaciones garantizadas y el valor de los inmuebles (loan-to-value o LTV) sea del 42,1%, muy inferior al máximo del 70% contemplado en el contrato de fideicomiso. Ante un escenario en donde las ventas de leche cedidas y los fondos depositados en las cuentas fiduciarias no alcance para el pago de los servicios de los TDE; o que finalmente los tenedores declaren la existencia de un evento de incumplimiento, se estima que Olam podría aportar los fondos necesarios para evitar el incumplimiento de los títulos dado que esta compañía ha manifestado su interés en el proyecto vía la compra del 78% del paquete accionario de NZFSU, la decisión de otorgar financiamiento al mismo, el bajo el LTV de las tierras con relación a los títulos y el riesgo de pérdida de valor en caso de la necesidad de remate de las mismas por el incumplimiento en los TDE. Sin embargo, este soporte no es obligatorio y no es posible asegurar que las motivaciones mencionadas cambien en el futuro. Por su parte, los fundamentos de la industria lechera en Uruguay continúan siendo sólidos, con precios de remisión superior al promedio histórico y una ecuación económico-financiera favorable para el productor. Uruguay es uno de los países más eficientes en la producción de leche, que le permite obtener rentabilidad en condiciones desafiantes de mercado, cuando existe retracción de la oferta de los países marginales. El informe completo puede ser consultado en nuestra página web www.fitchratings.com.ar. Contactos: Analista Principal Mauro Chiarini Senior Director +54 11 5235 8140 Fitch Uruguay Calificadora de Riesgo S.A. Convención 1490 - Ap. 201 Montevideo Analista Secundario Gabriela Catri Director +54 11 5235 8129 Relación con los medios: Laura Villegas – Buenos Aires – +54 11 5235 8139 – laura.villegas@fitchratings.com Información adicional disponible en www.fitchratings.com y www.fitchratings.com.ar