

Fitch confirma la calificación del Fideicomiso Financiero NZFSU I

30 de octubre de 2009

Fitch confirma en A-(uy) los Títulos de Deuda Escriturales (TDE) por un monto de VN US\$ 30.000.000 emitidos el 31.07.2009 por el Fideicomiso Financiero NZFSU I. La calificación refleja la flexibilidad para el pago de los compromisos de capital asumidos, las mejoras crediticias con que cuentan los instrumentos, la trayectoria del patrocinador, el importante grado de avance y los bajos riesgos de demanda. Si bien importantes factores negativos afectaron la generación de fondos y retrasaron el punto de equilibrio de su flujo de caja, Fitch considera que New Zealand Farming Systems Uruguay (NZFSU) cuenta con una adecuada flexibilidad para afrontar las necesidades de financiamiento del proyecto. La compañía cuenta con diversas alternativas para mejorar su liquidez, entre ellas la monetización de parte de su portafolio de tierras, acceso al mercado de capitales y la capacidad de adaptar sus inversiones de acuerdo al contexto de negocios. La performance del ejercicio 2008/09, finalizado en junio'09, estuvo impactada fuertemente por las adversas condiciones climáticas, limitada irrigación e importante caída en los precios de la leche. Fitch ya prevía que la generación de fondos fuera negativa aunque la sequía evidenciada amplificó las estimaciones previas. La falta de pasturas redujo la producción y aumentó los costos de alimentación alternativos (balanceado). El EBTIDA del 2008/09 finalizó en US\$ -26 millones, de los cuales una pérdida de US\$ 20 millones corresponde a un ajuste del valor del ganado a precios de mercado. A junio'09, el proyecto contaba con un grado de avance cercano al 70% del total del programa de inversiones. Para el actual ejercicio, la compañía espera sumar cinco tambos adicionales a los 26 existentes. Las inversiones estimadas para 2009/10 comprenden también el desarrollo parcial de energía eléctrica y el sistema de riego entre otras. Posteriores inversiones están sujetas a la obtención de nuevo financiamiento. El riesgo de liquidez es moderado ya que la compañía no generaría flujo de caja operativo positivo hasta el ejercicio 2011/12. NZFSU deberá financiar sus déficits de caja y compromisos financieros mediante venta de tierras y/o toma de deuda adicional. La compañía mantiene una deuda con PGG por uS\$ 18 millones con vencimiento en marzo'10, que fue originada en los ejercicios 2007/08 y 2008/09 de acuerdo a los performance fee y management fees devengados y aún no pagados. Según diversos escenarios analizados por Fitch para el ejercicio 2008/09, asumiendo precios de leche en torno a US\$ 0,20 – 0.22 el litro, NZFSU requiere fondos por un total de US\$ 35 MM: i) US\$ 20 millones para cumplimiento mandatorios (deuda de PGG y servicio total de intereses) y ii) US\$ 15 millones para financiar su flujo operativo. Por otra parte, se estiman inversiones de capital por US\$ 50 millones. La calificación asignada incorpora los requerimientos de financiamiento previstos. Una vez completado el desarrollo del modelo, que requiere fondeo por US\$ 35 millones adicionales a los mencionados, NZFSU detentaría una sólida generación de caja y razonables indicadores crediticios, con cobertura de EBITDA/Servicios de Deuda al menos de 3x. Fitch entiende que el desafío de la compañía se encuentra en solventar el financiamiento actual del proyecto y cree que el porcentaje de tierras a ser vendidos no deterioraría la calidad crediticia futura, ya que contaría con un flujo de caja que excede holgadamente sus compromisos de deuda. El proyecto posee un bajo apalancamiento estimado, dado por la emisión de los fideicomisos financieros y un préstamo sindicado. La estructura de la primera emisión se considera adecuada, con servicios de capital e intereses variables, atados a la capacidad de generación de fondos de la compañía y con un período de gracia de amortizaciones hasta el ejercicio 2016/17. El índice Deuda/Capitalización es inferior al 40% en los primeros cinco años del proyecto y luego disminuye a 30%. Por otra parte, la compañía prevé distribuir fondos con el excedente de caja. Descripción del proyecto El proyecto implica el desarrollo e implementación del sistema de producción Neozelandés de leche, manejo de ganado y pasturas en Uruguay. Lembay S.A y Gimley S.A., actuando como fideicomitentes, cedieron al Fideicomiso Financiero NZFSU I los ingresos brutos por la venta de leche.

El porcentaje cedido es del 7% hasta el 30.06.2015 y luego el 9% de la ventas. La cesión se hace hasta la amortización total de los TDE. En contraprestación, el fiduciario, emitió el 31.07.2009 TDE por VN U\$\$ 30 millones. Adicionalmente, se constituyó un fideicomiso de garantía con la propiedad fiduciaria y los contratos de comodato de los campos en los que se desarrolla el proyecto. El patrocinador del proyecto, PGG Wrightson (PGG), cuenta con una fuerte experiencia en el desarrollo y asesoramiento de modelos productivos para el manejo de pasturas y comercialización de ganado e insumos. PGG es una de las principales compañías agropecuarias de Nueva Zelanda, con 170 años de trayectoria y 10 años en Uruguay, en el cual viene realizando testeos satisfactorios del modelo neozelandés desde el año 2000. Para la financiación de la primera etapa del proyecto, PGG creó una compañía en Nueva Zelanda, New Zealand Farming System Uruguay Ltd. (NZSFU), con la cual obtuvo US\$ 197,1 millones en el mercado de capitales neozelandés. El informe completo puede ser consultado en nuestra página web www.fitchratings.com.ar. Nota: Dado que no se ha producido aún la emisión, la calificación otorgada se basa en la documentación e información presentada por el Fiduciante y sus asesores, quedando sujeta a la recepción de la documentación definitiva al cierre de la operación. Contactos Finanzas Estructuradas Mauro Chiarini, T: +54 11 5235-8140, mail: mauro.chiarini@fitchratings.com Finanzas Corporativas Fabricio Marenberg Friedman, T: +54 11 5235-8127, mail: fabricio.friedman@fitchratings.com