

**ACTUALIZACIÓN DE
CALIFICACIÓN DE RIESGO DE
CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN
EN EL DOMINIO FIDUCIARIO DEL
“FIDEICOMISO FINANCIERO
FORESTAL TERRALIGNA”**

Montevideo, octubre de 2019

4	RESUMEN GENERAL
6	I INTRODUCCIÓN
10	II EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION
12	III LA ADMINISTRACION
18	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
24	V EL ENTORNO
32	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

Calificación Emisión de Oferta Pública 01-octubre -2019

Denominación:	Fideicomiso Financiero Forestal Terraligna
Fiduciario:	TMF Uruguay AFISA
Operador y estructurador:	Cambium Forestal Uruguay S.A.
Agente de Registro y Pago:	TMF Uruguay AFISA
Entidad Representante:	TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos AFISA
Títulos a emitir:	Certificados de participación
Moneda:	Dólares americanos
Importe de la emisión:	USD 60.450.000
Distribuciones:	Según resultados acumulados de acuerdo a procedimiento establecido
Fecha de Suscripción	2 de octubre de 2017
Activos del Fideicomiso:	Proyecto de compra y explotación de un patrimonio forestal.
Vigencia:	hasta el 30 de abril de 2020
Plazo del Fideicomiso	25 años a partir de la fecha de emisión
Comité Calificación:	Martín Durán, Julio Preve y Adrián Tamber.
Calificación de Riesgo:	BBB (uy) ¹
Manual utilizado:	Manual de Calificación de Finanzas estructuradas administradas por terceros

¹. La calificación otorgada puede estar sujeta a modificación en cualquier momento según se deriva de la metodología de trabajo de CARE

Resumen General

CARE ha actualizado la calificación de los certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero Forestal Terraligna manteniendo la calificación BBB (uy) de grado inversor.

A modo de resumen, los aspectos salientes de la calificación son:

- Un negocio compuesto por la adquisición de aproximadamente 12.000 hectáreas de inmuebles rurales en los cuales se forestará en el entorno del 65% de los mismos.
- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico, ofrece las garantías necesarias tal como se apreció en el informe jurídico anexo a la calificación original. (Véase www.care.com.uy).
- Al tratarse de un proyecto a largo plazo para la maduración de las inversiones, y al depender esta maduración crucialmente de operaciones realizadas al comienzo del mismo, se incluyó el compromiso especial de monitoreo de hechos que ponderan fuertemente la gestión de la administración: la compra de tierra, la evolución de las plantaciones, el prendimiento de las mismas y el porcentaje de aprovechamiento del suelo para ser plantado tal como se lo proyecta. Asimismo se consideran porcentajes mínimos de avance del proyecto en los primeros años, los cuales se vienen cumpliendo satisfactoriamente.
- De modo especial se evalúa la capacidad de gestión de la empresa operadora del proyecto, Cambium Forestal Uruguay S.A., que sigue demostrando capacidad de llevar adelante el proyecto, posee una sólida reputación nacional e internacional en este sentido, con clientes de primera línea, y se somete a diversos controles de gestión. La empresa está llevando adelante un proyecto de idénticas características, el Fideicomiso Financiero Forestal Montes del Este, cuyo desempeño a juicio de CARE, que también lo califica, viene siendo satisfactorio.
- Se destaca la alineación de incentivos entre el Fideicomiso y el Operador ya que este último reforzó su compromiso con el proyecto comprometiéndose a adquirir certificados de participación, por hasta USD 1, 81 millones (3%). Por el momento viene cumpliendo con el compromiso de integración en las "capilal calls" realizadas.
- Se trata de un negocio que desde el punto de vista económico financiero para el inversor soporta los stresses ajenos al mismo a los que razonablemente la emisora ha sometido el proyecto. CARE a su vez en la calificación original realizó diversas sensibilizaciones adicionales consistentes con lo anterior que se resumen en la Sección IV. En esta oportunidad se realizó una nueva estimación satisfactoria del Costo de Oportunidad del Capital, recogiendo las variaciones en la tasa de interés internacional y el índice de riesgo país.

- Los supuestos utilizados en el proyecto (precios de la tierra y de la madera, tasas de evolución, etc.) siguen siendo consistentes con otros proyectos forestales de oferta pública calificados por CARE.
- A junio de 2019 ya se han adquirido un total de 15 predios por una superficie de poco más de 10 mil hectáreas, de las cuales 1.798² ya estaban plantadas de eucaliptus. El total de hectáreas plantables es de 6.240 hectáreas lo cual implica un 62% de aprovechamiento.
- El valor en pie de las plantaciones forestales al 31 de diciembre de 2018 (1.711 hectáreas), según informe de la Consultora Forestal Pike era de 4.222.022 dólares según la metodología de valuación de Valor de Mercado o de 4.066.562 dólares bajo la metodología de Valor Presente Neto (VPN), descontado a una tasa de 7,5%.
- Se siguen analizando nuevas compras a pesar de que hay pocas ofertas en la zona del proyecto, al existir poco interés para vender en un mercado a la baja. Ya se han presentado y aprobado permisos para forestar y en la primavera de 2019 está proyectado plantar 1.988 hectáreas de eucaliptus.
- El precio de la celulosa ha descendido durante 2019 luego de un incremento muy fuerte en 2018, manteniéndose estable el volumen de exportaciones. Por su parte el mercado de exportación de madera aserrada y rolliza de pino enfrenta una demanda muy deprimida y reducciones importantes en los precios. Esta coyuntura desfavorable se explica en gran medida por la guerra comercial entre Estados Unidos y China, sumado a un sobre stock en este último país. No obstante, no existen elementos para suponer que en el largo esta situación se mantenga, ya que se espera un continuo crecimiento en la demanda. En la Sección V se actualiza la información y se profundiza sobre estos aspectos, en particular la evolución del precio de la tierra y de la madera.
- No se advierten amenazas en lo que respecta a las políticas públicas.

². Incluyendo 132 has de uno de los predios que corresponde a un contrato de arrendamiento con UPM mediante el cual Terraligna será propietaria del 27% de la madera.

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para actualizar la calificación de los certificados de participación en el dominio fiduciario del fideicomiso financiero nominado "Fideicomiso Financiero Forestal Terraligna".

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, así como de las calificadoras de riesgo. La nota obtenida no representa una recomendación o una garantía de CARE para futuros inversores, y por tanto la calificación debe considerarse a los efectos de cualquier decisión como un punto de vista a tener en cuenta 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 el desempeño esperado del fideicomiso, su capacidad de generar en el tiempo utilidades, conforme al proyecto de ejecución del negocio forestal que su administración está mandatada a realizar. Admitido el rango de TIRs derivado de múltiples simulaciones, como razonable para el proyecto en la primera calificación, las futuras no se vincularán estrictamente con la obtención de estas cifras. En efecto, no se trata en este caso de una emisión con compromiso de rentabilidad fijo. Por tanto la nota no dependerá estrictamente del alcance de las Tasas Internas de Retorno calculadas en el proyecto ni de los costos de oportunidad del capital de los inversores. En definitiva, la nota seguirá entre otros criterios el cumplimiento del proyecto y el alcance de una rentabilidad mínima que se juzgue aceptable en ocasión de cada recalificación.

CARE Calificadora de Riesgo es una calificadora con registros y manuales aprobados por el Banco Central del Uruguay a partir 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 este caso por el Cr. Martín Duran, el Ing. Julio Preve y el Ing. Adrián Tamber. Asimismo, en oportunidad de la calificación original, CARE contrató los servicios del Dr. Leandro Rama.

Más allá de las actualizaciones de norma la calificación puede variar ante la aparición de hechos relevantes. Se considerará un hecho relevante la evolución semestral del plan de negocios previsto en el Prospecto. El fiduciario se compromete a proveer esta información.

2. Antecedentes y hechos salientes del período

El Fideicomiso Financiero Forestal Terraligna tiene como objetivo proveer a los inversores retornos a largo plazo logrados esencialmente a través del producto de las ventas de la madera y bosques en pie y la valorización del activo tierra, y a la vez, aunque en menor medida, del pastoreo de las tierras forestadas y no

forestadas, siguiendo protocolos de inversión y administración, con adecuados estándares productivos, ambientales y sociales. Al cierre del proyecto el ingreso total estimado por ventas corresponderá en un 83% a la venta de madera, un 15% a la venta de la tierra al final del proyecto, y 3 % a ingresos por pastoreo

El plazo del Fideicomiso es de 25 años desde la fecha de la emisión pudiéndose extender hasta 30 años según disposiciones contractuales. También puede haber una extinción anticipada una vez que se liquiden en forma total los Certificados de Participación emitidos por el Fiduciario, y se cancelen las demás obligaciones del Contrato.

Se proyecta la adquisición de campos para forestar o ya forestados si surge la posibilidad, siempre dependiendo del estado de la plantación y el resultado de la evaluación de proyecto correspondiente. Se estima que con el monto de la emisión establecida será posible adquirir una superficie aproximada de 12.000 hectáreas, con un aprovechamiento estimado en 65% a forestarse con *Eucalyptus dunnii* o *Eucalyptus grandis*, con destino a pulpa de celulosa de fibra corta, fundamentalmente.

La administración está a cargo de Cambium Forestal Uruguay S.A., una compañía con probada habilidad en la administración de patrimonios forestales, quien reforzó el compromiso con el proyecto con la adquisición de certificados de participación, por el 3% de la emisión (USD 1,81 millones).

Importa destacar también la existencia del Fideicomiso Financiero Forestal Montes del Este, que emitió certificados de participación por un monto de 56,5 millones de dólares, el cual es administrado por este mismo operador, tiene idéntico plan de negocios y viene cumpliendo en forma satisfactoria con el mismo.

La suscripción de los certificados de participación se realizó el 2 de octubre de 2017 por un total de USD 60.450.000, (sesenta millones, cuatrocientos cincuenta mil dólares estadounidenses). Hasta la fecha se han realizado tres integraciones (capital Calls), por un total de USD 39,5 millones de dólares.

Los avances en el plan de negocios logrados hasta el momento son los siguientes:

- Durante el primer semestre de 2019 se adquirieron 5 predios por un total de 2.007 hectáreas.
- Al 30 de junio de 2019 hay 15 predios con contratos de compraventa firmados por un total de 10.025 hectáreas y hay 650 hectáreas con boleto de reserva. El aprovechamiento forestal de las tierras adquiridas es levemente menor al esperado (62%). Del total de la superficie comprada 1.798 hectáreas ya se encontraban forestadas, incluyendo 132 has de uno de los predios que corresponde a un contrato de arrendamiento con UPM mediante el cual Terraligna será propietaria del 27% de la madera. Posteriormente tal como se da cuenta en la sección III se firmaron tres nuevos boletos de reserva (entre los meses de julio y agosto de 2019) para la adquisición de tres predios que suman unas 386 has en total.

CUADRO 1. Hectáreas compradas por departamento

Departamento	Hectáreas	%
Lavalleja	4.334	43%
Treinta y Tres	3.516	35%
Durazno	1.892	19%
Cerro Largo	207,4	2%
Tacuarembó	75,45	1%
Total	10.025	100%

Fuente: Fiduciario

- El precio promedio de la hectárea bruta adquirida fue de 3.254 dólares, en línea con lo presupuestado. No obstante si se resta el valor de los montes, el precio medio de la hectárea desciende a 2.732 dólares por hectárea.
- Al 30 de junio de 2019 el Fideicomiso mantiene vigente nueve contratos de aprovechamiento ganadero (pastoreo) sobre un total de 5.694 hectáreas, previéndose un ingreso total anual de USD161.205. Sobre dicha totalidad de hectáreas mencionadas anteriormente, 1.116 hás se celebraron a título gratuito.
- No se dispone de una nueva tasación de los montes del fideicomiso. La última realizada fue al 31 de diciembre de 2018 y en aquel momento el área efectiva de plantaciones forestales propiedad de Terraligna era de 1.582 hectáreas, distribuidas en 6 predios. La Consultora Forestal Pike realizó una estimación del valor comercial de la madera en pie existente en cada predio, sobre la base de dos metodologías diferentes:
 - o Valor de mercado de la madera.
 - o Flujo de caja descontado para la tasación del bosque (VPN).

Los resultados se presentan en el cuadro siguiente

CUADRO 2. Estimación del valor de las plantaciones Forestales de Terraligna al 31 de diciembre de 2018

Predio	Especie	Año Plantación	Año Cosecha	VPN de la madera (USD)	Valor Mercado Madera (USD)
La Paulina	E. globulus	2008	2019	2.593.446	2.593.446
La Paulina	E. dunnii	2008	2019	49.545	49.545
La Paulina	E. smithii	2008	2019	43.336	43.336
Acebedo	E. globulus	2008	2019	288.131	288.131
Los Teros	E. dunnii	2012	2023	184.279	236.281
Don Horacio	E. maidennii	2011	2022	511.036	573.325
Don Horacio	E. globulus	2011	2022	69.126	76.773
Don Samuel	E. maidennii	2013	2024	47.291	43.324
Don Samuel	E. dunnii	2016	2027	20.013	42.007
Don Samuel	E. smithii	2016	2027	48.961	49.448
Don Marcos	E. maidennii	2011	2022	185.540	202.121
Don Marcos	E. dunnii	2012	2023	25.863	24.287
Total				4.066.565	4.222.022

Fuente: Consultora Forestal Pike

- El proceso de compra no ha culminado, está pendiente la compra de un establecimiento de 650 hectáreas por el cual ya se ha firmado un boleto de reserva y se siguen analizando compras adicionales. La oferta de predios es escasa, manteniéndose un ritmo muy lento, consecuencia de que las expectativas de parte de los vendedores se mantienen un poco altas, para los precios que están dispuestos a pagar los compradores
- Se ha avanzado en la presentación y aprobación de los proyectos forestales de los predios adquiridos ante la Dirección General Forestal del MGAP y también se presentaron y las Solicitudes Ambientales ante DINAMA, para los predios que así lo requieren. Están en proceso de elaboración los proyectos de los últimos dos predios comprados, por lo que se presentarán ante DINAMA y DGF en breve. El resto de los predios ya han recibido las autorizaciones necesarias con la excepción del proyecto La Isabelita que implica la forestación de aproximadamente 50 has.
- Las autorizaciones de la DGF ya obtenidas permiten comenzar a forestar en la primavera del 2019. Está prevista la plantación de 1.988 hectáreas en este año, para lo cual ya se realizaron las labores de suelo y el control de hormigas.
- Se presentó ante la DGF un cambio en el Plan de Manejo de los predios comprados a Intercontinental Timber, de manera de pasarlos a categoría Bosque de Rendimiento (BR) ya que los antiguos propietarios en su mayoría los venían manejando con el estatus de Bosque de Rendimiento para Madera de Calidad (BRMC) el cual no corresponde a la estrategia de madera pulpable de la empresa. Se espera obtener la aprobación en breve.
- Se realizó un llamado a licitación para la venta de 788 hectáreas de bosque en pie (predios La Paulina y Acebedo). La mejor oferta habría sido la de Montes del Plata con quien se viene negociando la firma del contrato.
- En julio de 2019 la empresa finlandesa UPM confirmó la construcción de su segunda planta de celulosa (la tercera en el país) a realizarse sobre el Río Negro en una localidad cercana a Paso de los Toros. La inversión contribuye a dinamizar el sector forestal y también a mejorar la demanda por madera para pulpa. Asimismo es un indicador indirecto de las buenas perspectivas que caben esperar para la celulosa.

3. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- Estados Contables de Cambium al 30/6/2019, con informe de revisión limitada
- Estados Contables Intermedios del Fiduciario al 30/06/2019.
- Estados Contables Intermedios del Fideicomiso al 30/06/2019.
- Informes trimestrales del operador a marzo y a junio de 2019.
- Informes trimestrales del Fiduciario y del Comité de Vigilancia.
- Información del Sector Forestal relevante.
- Informes de calificación de otros fideicomisos análogos.

II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

Se ofrecieron en oferta pública certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero Forestal Terraligna, creado por contrato correspondiente de fideicomiso financiero. Este contrato, los certificados y los demás contratos citados se analizan en la presente sección.

1. Descripción general

Denominación: Fideicomiso Financiero Forestal Terraligna

Fiduciario: TMF Uruguay AFISA.

**Operador y
estructurador:** Cambium Forestal Uruguay S.A.

**Agente de
Registro y Pago:** TMF Uruguay AFISA.

**Entidad
Representante:** Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.

**Plazo del
Fideicomiso:** 25 años desde la emisión, pudiéndose extender según disposiciones contractuales hasta 30 años.

**Títulos a
emitirse:** Certificados de participación

**Activos del
Fideicomiso:** El Fideicomiso invertirá en la creación de un patrimonio forestal. Esto incluye la compra de inmuebles rurales y la plantación de los montes.

Moneda: Dólares

**Importe de
la Emisión:** USD 60.450.000

Distribuciones: Según resultados acumulados de acuerdo a procedimiento establecido, contingente durante el proyecto.

**Calificación
de Riesgo:** BBB (uy)

2. El análisis jurídico

El análisis jurídico del Dr. Leandro Rama se agregó en el Anexo I del informe original de calificación. El mismo descartó cualquier eventualidad de conflictos derivados por ejemplo de la construcción jurídica, los contratos respectivos, el cumplimiento con normas vigentes, la legitimación de las partes, etc.

La conclusión del informe fue:

“...En conclusión y contemplando todos los aspectos involucrados, el negocio fiduciario cuenta con un razonable grado de cobertura, no advirtiéndose riesgos jurídicos asociadas al proceso de emisión.”

3. Riesgos considerados

Riesgo jurídico de estructura. Comprende el análisis de la eventualidad de incumplimientos en el pago a los beneficiarios, derivado de defectos en la estructura jurídica por no cumplir con alguna norma vigente, así como eventualmente por la aplicación de sentencias judiciales derivadas de demandas de eventuales perjudicados por la creación oportunamente descrita. Visto el informe antes mencionado, que reitera en lo esencial el de los Fideicomisos anteriores se concluye que el riesgo jurídico de estructura se considera prácticamente inexistente. *Riesgo casi nulo.*

Riesgo por iliquidez. Los certificados se han diseñado para ser líquidos. Por este motivo, la liquidez puede considerarse adecuada dadas las características del mercado uruguayo. No obstante este proceso no es instantáneo, puede llevar un tiempo difícil de determinar. El riesgo es moderado. *Riesgo medio bajo.*

III. LA ADMINISTRACIÓN

Las características de la emisión hacen necesario analizar dos empresas administradoras: TMF Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A. en su condición de emisora y fiduciaria del fideicomiso financiero, y Cambium Forestal Uruguay S.A. en su condición de operador del proyecto. Se trata de evaluar la capacidad de gestionar un patrimonio, para lograr el cumplimiento de las obligaciones de administración que se establecen en el contrato que constituye el fideicomiso.

1. TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A.

TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A. tiene por objeto la administración de fondos de inversión de acuerdo con lo establecido en la Ley No. 16.774, a su vez puede actuar como fiduciario en todo tipo de fideicomisos, de acuerdo con la Ley No. 17.703.

Con fecha 28 de junio de 2011 se produjo la fusión de la estructura de las principales participaciones de Equity Trust Group y el grupo de compañías encabezadas por la sociedad limitada de origen holandés TMF Group Hold Co B.V. ("Grupo TMF"). La Sociedad forma parte del Grupo TMF siendo su único accionista y controladora directa Equity Trust (Netherlands) B.V. hasta el 25 de abril de 2014 fecha en la que el Directorio de la Sociedad, producto de la fusión por absorción mencionada anteriormente, resolvió emitir título accionario a favor de TMF Group B.V. pasando a ser este último, el único accionista y controlador directo de la Sociedad.

TMF Uruguay

TMF Uruguay AFISA está autorizada por el Banco Central del Uruguay para desarrollar actividades como fiduciario financiero en Uruguay desde el 3 de mayo de 2007. Es una sociedad anónima uruguaya independiente de capitales privados, cuyo único accionista es TMF Group B.V. según consta en los registros del BCU.

De acuerdo al Acta de Asamblea Extraordinaria de Accionistas del 3 de julio de 2012 se resolvió el cambio de estatutos de la Sociedad sustituyendo el nombre de Equity Trust Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A. por su denominación actual. La reforma de estatutos fue aprobada por la Auditoría Interna de la Nación en enero de 2013 e inscrita en el Registro Público de Comercio el 25 de febrero de 2013 siendo publicado en el Diario Oficial el 3 de abril del mismo año.

Un resumen de los principales rubros del estado de situación y resultados intermedios al 30/6/19 y su comparativo con ejercicios anteriores se presenta en los cuadros siguientes.

Cuadro 3: Estado de Situación (en miles de \$)

Concepto	30/6/2019	31/12/2018	31/12/2017
Activo	82.614	74.608	43.151
Activo Corriente	7.065	4.257	1.752
Activo no Corriente	75.549	70.351	41.399
Pasivo	66.814	61.016	33.069
Pasivo Corriente	66.814	61.016	33.069
Pasivo no Corriente	-	-	-
Patrimonio	15.800	13.592	10.082
Pasivo y Patrimonio	82.614	74.608	43.151
Razón Corriente	0,11	0,07	0,05

Fuente: EE.CC TMF

Cuadro 4: Estado de Resultados (en miles de \$)

Concepto	30/6/2019	30/6/2018	31/12/2018
Comisiones ganadas	8.022	5.026	11.532
Costo Servicios Prestados	(1.178)	(542)	(1.687)
Resultado Bruto	6.844	4.484	9.845
Gastos Administración y Vtas.	(2.752)	(2.047)	(4.502)
Resultado Operativo	4.092	2.437	5.343
Resultado Financiero	(814)	(28)	(132)
IRAE	(1.069)	(341)	(1.701)
Resultado del Periodo	2.208	2.068	3.510

Fuente: EE.CC TMF

Como se desprende de los cuadros precedentes, la firma mantiene patrimonio positivo. Si bien no tiene un buen indicador de liquidez (aspecto que no es novedoso) se destaca que TMF forma parte de un grupo empresarial mucho más amplio y mantiene transacciones significativas con empresas de dicho grupo; por lo tanto los resultados que acá se exponen no son necesariamente indicativos de los resultados que hubiera obtenido de no ser así.

Al 30/6/19, TMF Uruguay AFISA administraba varios fideicomisos financieros que operan en diversas áreas y varios fideicomisos de administración y garantía. Su actividad en Uruguay es creciente lo que se refleja en la facturación.

Se concluye entonces que la firma posee la organización y el respaldo necesarios para llevar adelante la tarea de administradora fiduciaria de este emprendimiento.

2. Cambium Forestal Uruguay S.A.

Se trata en este caso de la evaluación acerca de su capacidad de ejecutar el proyecto productivo. CARE ha formado su juicio a través de distintas fuentes tal como se comentara detalladamente en el informe de calificación. En la medida que no surjan novedades que ameriten cambiar dicho juicio, no se considera necesario reiterar acá los detalles de aquella evaluación por lo que se hará un seguimiento de su situación económica financiera destacando los aspectos más salientes de su trayectoria como administradora de patrimonios forestales.

Antecedentes

Cámbium Forestal Uruguay S.A. es un Operador Forestal Independiente, propiedad de la empresa chilena Cambium S.A., con base en la ciudad de Concepción, Chile formada en el año 2005.

En Uruguay, Cámbium Forestal Uruguay S.A. está presente desde el año 2007, tiene su oficina matriz en Montevideo y administra la propiedad de cuatro empresas, dedicadas al manejo de plantaciones forestales, tanto con objetivos de madera sólida (pino tadea y eucaliptus grandis), como de madera pulpable (eucaliptus globulus, maidennii y dunnii). En total administra unas 140 mil hectáreas distribuidas en casi 200 propiedades en 10 departamentos en el norte, centro y sur este del país.

En particular la sociedad administra el patrimonio de dos fideicomisos, éste y otro de análoga naturaleza, ambos calificados por CARE y que hasta el momento se vienen desempeñando sin contratiempos. En conjunto se trata de emisiones de oferta pública por casi USD 117 millones. En ambos, además, participa del riesgo del negocio a través de la adquisición de CP's por un valor de USD 1.235.000 que integran su patrimonio.

Cambium contrata en Uruguay a CPA Ferrere la función de contabilidad y finanzas y a Ferrere Abogados la función de asesoría legal. Esto significa que su plantilla está integrada esencialmente por técnicos especializados en el sector forestal, tercerizando las funciones de apoyo administrativo y jurídico. Esa especialización abarca tanto a aspectos productivos de la madera, su procesamiento y su comercialización haciendo de Cámbium una empresa altamente especializada y focalizada en su misión específica.

En Uruguay, la Gerencia General la sigue ocupando Simón Berti, Ingeniero Forestal, chileno con más de 40 años de experiencia en el sector forestal e industrial maderero

Como se comprende, el Administrador está sometido a rigurosos controles, particularmente en lo que refiere a su desempeño productivo, comercial y financiero por parte de sus mandantes que además de ser responsables de una inversión millonaria se encuentran a mucha distancia por lo que confianza y controles son la fórmula utilizada para que el programa funcione. Por otra parte, los montes manejados así como los que se planten en el futuro se encuentran sometidos a las exigencias de la certificación del Forest Stewardship Council, las que suponen obligaciones en materia social, ambiental y productiva.

En tal sentido, Cámbium está obligada a emitir para cada una de las empresas para las que trabaja un reporte con periodicidad mensual que se entrega entre dos y tres semanas después de finalizado cada mes.

El reporte contiene información financiera, que es preparada por CPA Ferrere en base a datos suministrados por Cámbium e información productiva preparada por el propio Administrador.

Situación económica y financiera

En cuanto a la evaluación de la capacidad económica y financiera de Cambium se tienen en cuenta sus estados contables. La firma cierra balance los 30 de junio; en esta ocasión se dispuso del cierre al 30/6/19 con informe de revisión limitada realizado por CPA Ferrere.

Tal como se comentara en anteriores informes, a juicio de CARE la firma mantiene una situación de solvencia por lo que no se advierten dificultades que pongan en riesgo la administración de esta operación.

Por otra parte, el grado de cumplimiento del plan de inversiones es un buen indicador del correcto desempeño del operador; en ese sentido, como se informa en otra sección, Cambium viene cumpliendo satisfactoriamente con el mismo.

3. El Fideicomiso

El Fideicomiso comienza formalmente con su constitución mediante contrato celebrado el 20 de febrero de 2017 y sus modificaciones acordadas en julio de 2017 y agosto de 2018.

El 2 de octubre de 2017 se llevó a cabo en la Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A., la colocación de 60.450 Certificados de Participación a ser emitidos por el Fideicomiso por un valor nominal de USD 1.000 cada uno.

De la totalidad de dichos certificados, 58.640 fueron adjudicados a beneficiarios institucionales y 1.810 fueron adjudicados a Cambium Forestal Uruguay S.A., con quienes se celebraron los correspondientes Compromisos de Integración, en los cuales se establecen los montos, plazos y condiciones para la integración de los mismos.

Al cierre intermedio de junio 2019 se han integrado USD 39.5 millones, de los cuales Cambium aportó USD 1.185.000, el resto correspondió a inversores institucionales. Es decir, a esa fecha hay USD 20.950.000 suscriptos pero no integrados.

En los cuadros siguientes se presentan en forma resumida los estados de situación y resultados intermedios del Fideicomiso al 30/6/19.

Cuadro 5: Estado de Situación Fideicomiso			
Concepto (miles u\$s)	30/6/2019	31/12/2018	31/12/2017
Activo	37.783	31.629	13.791
Activo Corriente	4.327	4.446	13.791
Activo no Corriente	33.455	27.183	-
Pasivo	457	332	72
Pasivo Corriente	457	332	72
Pasivo no Corriente	-	-	-
Patrimonio	37.326	31.297	13.719
Pasivo y Patrimonio	37.783	31.629	13.791
Razón Corriente	9,47	13,39	191,54

Fuente: EE.CC Fideicomiso

A la fecha de cierre del primer semestre de 2019 se contaba con 10.025 hás adquiridas de las cuales 1.798 hás estaban forestadas. Los valores contables registrados eran de USD 28.140.723 para la tierra y USD 4.991.767 por los activos biológicos, ambos conceptos integran el Activo no Corriente del cuadro precedente.

El patrimonio contable es algo menor a la integración recibida lo que es normal para la etapa en que se encuentra el proyecto. Esto es, USD 37.8 millones de patrimonio neto contable contra USD 39.5 millones recibidos por la emisión de CP's.

Cuadro 6: Estado de Resultados Fideicomiso

Concepto (miles u\$s)	30/6/2019	30/6/2018	31/12/2018
Ingresos Operativos	377		(694)
Gastos Operativos	(20)		(7)
Gastos de Administración	(585)	(390)	(1.131)
Resultado Operativo	(228)	(390)	(1.832)
Resultado Financiero	35	83	168
Resultado antes de IRAE	(193)	(307)	(1.664)
IRAE	(114)	-	242
Resultado del Periodo	(308)	(307)	(1.422)

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Los ingresos operativos por venta de productos o servicios siguen siendo marginales ya que responden a pastoreos, leña y otros, en cambio comienza a notarse el cambio de valor en los activos biológicos que refleja el crecimiento de los árboles plantados. No obstante, no es suficiente aún para cubrir los gastos operativos y de administración. En la medida que se vayan desarrollando las plantaciones y, fundamentalmente, cuando comience su cosecha, esta situación habrá de revertirse.

Como hechos posteriores al cierre del primer semestre comentado se da cuenta de la firma de tres boletos de reserva (entre los meses de julio y agosto de 2019) para la adquisición de tres predios que suman unas 386 hás en total. El valor pactado alcanza a USD 937 mil entre los tres. Esto se suma al boleto de reserva firmado en el periodo informado por 650 hás a un costo de USD 1.756.147.

4. Riesgos considerados:

Riesgo jurídico, por incumplimiento de alguna disposición por parte del fiduciario o del administrador. El mismo se encuentra pormenorizadamente analizado y acotado en los contratos analizados. *Riesgo bajo.*

Riesgo administración, considerando la idoneidad para cumplir con la función de TMF Uruguay AFISA y Cambium. En virtud de todos los análisis practicados incluso in situ; teniendo presente su reputación en el medio en el que actúa; considerando su experiencia previa; considerando su compromiso con el proyecto; teniendo presente el seguimiento que hará el fiduciario de aspectos centrales para su desempeño así como el comité de vigilancia con amplias atribuciones; se considera que la posibilidad de incumplimiento de la administradora con las responsabilidades del proyecto es prácticamente inexistente, especialmente al ser ésta una segunda operación desarrollada por los mismos administradores. *Riesgo bajo.*

Riesgo de conflictos, derivado de la posibilidad de juicios capaces de interferir con el mandato recibido y en tanto la existencia de previsiones para enfrentarlos. Por iguales razones que el anterior, y teniendo presente el informe del Anexo 1, resulta poco probable que aun dándose conflictos, el fiduciario y la administradora no pudieran resolverlos a satisfacción del proyecto. *Riesgo bajo*

Riesgo por cambio de fiduciario está adecuadamente previsto en los casos correspondientes, que dejan esta posibilidad a los inversores adecuadamente representados. *Riesgo bajo*

Riesgo por cambio de operador, se encuentra también previsto en función de diversas contingencias. Si bien la eventualidad de un cambio de operador sería una contingencia relevante para la marcha del proyecto la probabilidad de ocurrencia se considera muy baja. *Riesgo bajo.*

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

El objeto principal del Fideicomiso Financiero Forestal Terraligna es la generación de utilidades para los tenedores de CP a partir de la compra de tierra, su forestación y la posterior comercialización de todos los activos, madera, bosques y tierra.

Las proyecciones financieras descritas en el modelo de negocios del prospecto de emisión se mantienen incambiables debido a que la emisión se realizó en octubre de 2017, aún no se han terminado de adquirir los campos y recién en esta primavera se comienzan a plantar los montes de eucaliptus. Por el momento no se identifican desvíos con la propuesta original que justifiquen el ajuste de las proyecciones consideradas en el prospecto.

1. Evaluación de rentabilidad de la inversión, Tasa Interna de Retorno, riesgos asociados y sensibilizaciones.

Los supuestos que fueron utilizados para realizar las proyecciones, son análogos a los considerados en otros proyectos similares analizados por CARE y los mismos se consideran razonables. Estos son:

- Las proyecciones se presentaron por un período igual a la duración del negocio, o sea 24 años
- Monto asignado a la inversión inicial es adecuado para la compra de 12 mil hectáreas.
- Se comparten las proyecciones de precios de la madera, la productividad, los costos operativos, etc.
- Para el caso del precio de la tierra se supuso en el escenario base un incremento anual real de un 3%, que implicaría un aumento nominal anual del 5,3%. Esta cifra es menor a la tasa histórica (7,3%) para períodos de 20 años, pero podría resultar elevada si la tierra se compra a valores altos. De cualquier manera, la venta de tierra representa un porcentaje relativamente bajo de los ingresos totales y como se verá en las sensibilizaciones, tiene una menor incidencia en la TIR que los valores de la madera
- La proyección no tuvo cuenta posibles efectos positivos derivados de la segunda planta de celulosa de UPM ni la construcción obras de infraestructura de transporte en los próximos 24 años, que pudieran abaratar los costos de transporte.

De esta forma, el proyecto planteado en el prospecto original, presentó una TIR estimada del 9,62%.

El cálculo económico del proyecto fue realizado entonces en base a criterios cautelosos y realistas en cuanto al comportamiento esperado de las variables. Además CARE realizó en la calificación original un análisis de sensibilización sobre las principales variables del proyecto.

Con el objetivo de sensibilizar aun más la tasa interna de retorno (TIR) del proyecto y la TIR del inversor, se realizó un análisis de sensibilidad apoyado en el método de simulación Monte Carlo. Éste consiste en asignar distribuciones de frecuencia a algunas variables exógenas del modelo, de forma de generar aleatoriedad al análisis.

Tratándose de un proyecto forestal los principales ingresos provienen de esa explotación, pero para tener una cuantificación de su importancia en los ingresos totales, se calculó el valor presente neto de los ingresos descontados al 8%, resultando que 83% de los ingresos estará ligado a la evolución de los precios de venta de la madera. A su vez, el 15% provendrá de la venta de la tierra. Por lo tanto, solamente estos dos factores explican el 98% del valor actual los ingresos.

Es por ello que se procedió a sensibilizar el precio de la madera, así como la tasa de variación del precio de la tierra.

Para la sensibilización se generaron 3 escenarios que van incrementando el nivel de estrés al modelo. Cabe destacar que en algunos escenarios los valores no se alejan demasiado de los utilizados en el prospecto. Esto se debe a que ya se parte de valores conservadores³.

Para la elaboración de cada escenario se utilizó el programa informático @risk, adoptando 100.000 iteraciones para cada uno. De estas iteraciones se obtuvo una distribución probabilística de la TIR del proyecto, así como de la TIR del inversor. Para todos los casos se asumió una distribución triangular, o sea un valor más probable, un mínimo y un máximo.

Escenario 1

Como primera aproximación, para el caso de la variación anual del precio de la tierra, se adoptó una distribución triangular con un valor más probable del 3%, lo que puede considerarse razonable tomando en cuenta que el crecimiento del precio de la tierra en los últimos cuarenta años fue del 6%, el doble. Se definió además como mínimo un crecimiento nulo y como máximo 4%.

Para el caso de la variación real anual del precio de la pulpa se asumió una distribución triangular, con 0,5% como valor más probable, con un mínimo de -0,5% y un máximo de 1,5%. Por lo que para estas 2 variables se tomaron los mismos escenarios que en el prospecto.

Para el precio de la madera de la especie Grandis con destino a pulpa de celulosa se optó por dar una mayor variabilidad a la variable como forma de estresar más al modelo. Por lo tanto, se adoptó una distribución triangular, tomando como valor más probable 60 USD/m³ y como valores mínimo y máximo un 25% por debajo y 25% por encima del valor más probable.

³. Un mayor detalle de la sensibilización realizada se encuentra en la calificación original.

CUADRO 7. Escenario 1: Variables sensibilizadas y distribuciones adoptadas

Variable	Mínimo	Más prob.	Máximo
Precio pulpa (USD/m3)	45.0	60.0	75.0
Precio pulpa (var.anual))	-0.50%	0.50%	1.50%
Precio de la tierra (var.anual)	0.00%	3.00%	4.00%

Fuente: CARE

Escenario 2

Este escenario mantiene los mismos supuestos que en el anterior escenario, para el comportamiento probable de los precios de la pulpa, pero supone un menor crecimiento en los precios de la tierra.

CUADRO 8. Escenario 2: Variables sensibilizadas y distribuciones adoptadas

Variable	Mínimo	Más prob.	Máximo
Precio pulpa (USD/m3)	45.0	60.0	75.0
Precio pulpa (var.anual))	-0.50%	0.50%	1.50%
Precio de la tierra (var.anual)	0.00%	2.00%	4.00%

Fuente: CARE

Escenario 3

Como último escenario, se asumió la misma distribución del precio de la madera de celulosa de los escenarios 1 y 2. A su vez, para la variación anual del precio real de la tierra se asume una situación aún más conservadora que en el escenario 2, donde el valor más probable es 2%, y los valores máximo y mínimo son 0% y 4% respectivamente. Finalmente para el caso del crecimiento real del precio de la madera para celulosa, ya no se tomó en cuenta una distribución probabilística, sino que se optó por suponer un crecimiento cero durante todo el período.

CUADRO 9. Escenario 3: Variables sensibilizadas y distribuciones adoptadas

Variable	Mínimo	Más prob.	Máximo
Precio pulpa (USD/m3)	45.0	60.0	75.0
Precio de la tierra (var.anual)	0.00%	2.00%	4.00%

Fuente: CARE

Conclusiones

En los cuadros siguientes se presenta un resumen de los resultados obtenidos en los tres escenarios para la TIR del proyecto y para la TIR del inversor:

CUADRO 10. Estadísticos resultantes de la TIR del proyecto.

Escenario	Mínimo	Acum 5%	Moda	Acum 95%	Máximo
Escenario 1	6.3%	8.1%	9.3%	10.7%	12.1%
Escenario 2	6.4%	8.0%	9.4%	10.6%	12.0%
Escenario 3	6.8%	7.7%	8.7%	9.7%	10.5%

Fuente CARE

CUADRO 11. Estadísticos resultantes de la TIR del inversor.

Escenario	Mínimo	Acum 5%	Moda	Acum 95%	Máximo
Escenario 1	6.2%	7.9%	9.3%	10.5%	11.8%
Escenario 2	6.3%	7.8%	9.2%	10.4%	11.8%
Escenario 3	6.7%	7.5%	8.5%	9.5%	10.3%

Fuente CARE

Tomando en cuenta que la moda de la TIR en todos los casos se encuentra por encima de la tasa de descuento (8%) y que aun en el caso más exigente la TIR se encuentra en el 90% de los casos para el proyecto y para el 80% de los casos para el inversor, por encima de la tasa de descuento, se concluye que el modelo muestra resultados robustos ante escenarios exigentes planteados en la sensibilización.

2. Nueva estimación del Costo del Capital y Valor Presente Neto del Proyecto

Con el objetivo de testear algunos cambios en las tasas de interés internacionales y en el riesgo país ocurridas en el último año, CARE actualizó el análisis del costo de oportunidad del capital para descontar los flujos de fondos. Para ello se calculó el costo promedio ponderado del capital (WACC⁴) del presente proyecto.

El punto fundamental para el cálculo del WACC, cuando no existe endeudamiento, es la estimación de la retribución de los fondos propios. Para esto se utilizó el modelo de valoración CAPM (Capital Asset Pricing Model) y, siguiendo a Damodaran⁵ se adicionó a éste una prima que contempla el riesgo específico del mercado en el que se ejecuta el proyecto. En consecuencia para el cálculo del costo de los fondos propios se aplica la siguiente fórmula:

$$E(r_i) = r_f + \beta_{im}(E(r_m) - r_f) + Er_p$$

Donde:

- E(ri): Tasa de retorno esperada del capital
- β_{im} : Riesgo sistemático propio respecto del riesgo de mercado⁶.
- rf: tasa libre de riesgo
- E (Rm) – Rf: Prima de Riesgo país. Es el premio por riesgo específico al mercado que opera el proyecto.
- Erp: Prima por riesgo específico a la compañía o proyecto evaluado

Para efectuar este cálculo se opta normalmente por utilizar los promedios de 20 años de los rendimientos de los Treasury Bonds 10 Years de la Reserva Federal de los Estados Unidos. Ese promedio resulta exigente respecto al costo de oportunidad del capital, dado que incluye valores de fines de la década de los noventa y comienzos de la década del 2000, en que el rendimiento se ubicaba entre 5 y 7%, cuando en los últimos diez años, ese rendimiento se ubicó en 2,43%, y a agosto de 2019 se encuentra en 2,03%, y con perspectiva a la baja.

⁴ Weighted Average Cost of Capital

⁵ A. Damodaran, "Estimating Equity Risk Premiums" Stern School of Business.

⁶ Se consideraron los betas promedio de empresas de producción papel y productos forestales en mercados emergentes según A. Damodaram

Luego del repunte de la tasa de interés de estos bonos a partir de julio de 2016 y hasta noviembre de 2018, como consecuencia del aumento de la tasa de interés de la FED, el rendimiento comienza a caer y todo parece indicar que continuaría con esa tendencia, ya que la Reserva Federal seguiría recortando las tasas.

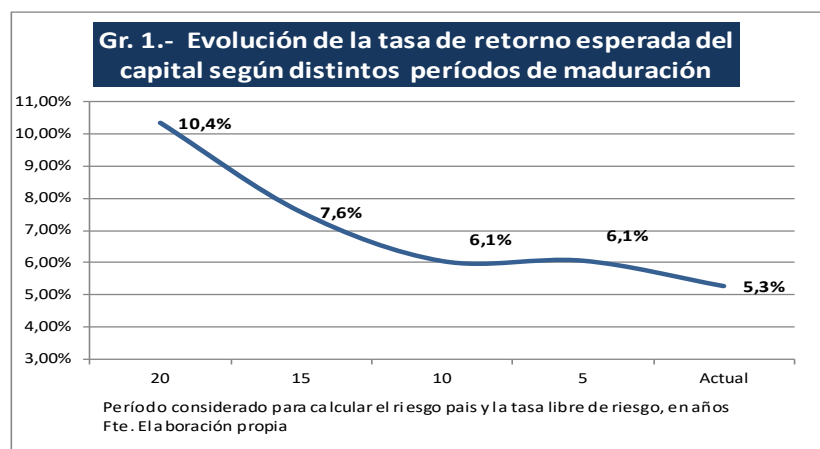
Por su parte el riesgo país, medido a través del índice UBI de República AFAP, también incorpora datos "anómalos" cuando se incluye el período de la crisis de 2002. Si bien es una realidad que la economía uruguaya atraviesa en determinados períodos crisis de esa magnitud, no se considera muy probable que ello pueda ocurrir en el futuro mediano plazo.

En esta ocasión y a la luz de estas discusiones, se calculó el E(rf) en distintos escenarios (el parámetro "beta unlevered" de Damodaram, para enero de 2019 se ubica en 1,02).

Por estos motivos, a los efectos de calcular estos indicadores se tuvieron en cuenta en primer lugar los niveles de riesgo actuales, que son aquellos sobre los cuales los inversores deben tomar las decisiones. En este sentido, para el caso del rendimiento de los bonos americanos se consideró 2,03% y para el riesgo país (índice UBI), se consideraron 161 puntos básicos. Ambos valores son particularmente bajos en relación con los históricos, aunque no son los más bajos de la serie.

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 5,28%. Este valor es inferior a la TIR esperada del inversor (7,67%), lo que nos indicaría que la tasa prevista es superior a la teórica. Si bien estas comparaciones no pueden tomarse en sentido estricto, constituyen una referencia que – entre otras- ayuda a conformar un juicio acerca de la inversión.

El costo de oportunidad del capital propio con los parámetros actuales es bajo si se compara con el pasado, esto es consecuencia de la caída en los retornos de los bonos del tesoro de EEUU (tasa libre de riesgo). En la siguiente gráfica se comparan los niveles actuales con los que cabía esperar con los valores promedio de los últimos 20, 15, 10 o 5 años.



Esto indica que según estas metodologías, la tasa de descuento del proyecto es adecuada y reforzaría los cálculos del retorno del negocio para el inversor.

3. Riesgo de manejo productivo forestal.

Riesgo de manejo forestal, refiere a las decisiones sobre el manejo de los montes: plantación de especies en sitios adecuados; manejo de la producción de plantas y establecimiento; perfeccionamiento del árbol aplicando programas de mejoramiento genético; desarrollo y llevado a cabo de espaciamientos y regímenes silviculturales; protección del cultivo silvícola y la tierra de alteraciones como fuego, problemas sanitarios, animales, malezas, etc.

El riesgo de manejo productivo es mínimo dado que está mitigado por la trayectoria y experiencia del Operador mencionada en la sección III de este documento. El sector forestal en Uruguay está en una fase de madurez donde están presentes importantes firmas en la producción primaria, en los servicios a la producción, en la producción industrial, en el sector logístico y en el comercio exterior.

Asimismo, en lo que respecta a los riesgos biológicos, las especies elegidas presentan una adecuada performance en los ecosistemas elegidos y las patologías de estas son conocidas. No obstante, por tratarse de un proyecto de largo plazo, si las especies presentaran problemas biológicos en el futuro, en el país y en la región existe una importante dotación de recursos humanos calificados en lo que respecta a la Investigación básica y aplicada adecuada tanto en la órbita del Instituto Nacional de Investigación Agropecuaria como en la Universidad de la República (básicamente Facultad de Agronomía y Facultad de Ciencias).

Riesgo de Generación de Flujos: *considerando las variables de gestión, las biológicas y las físicas así como las variables económicas y financieras recogidas en el análisis de sensibilidad; se concluye que el riesgo de generación de flujos es casi nulo.*

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 forestales, al menos hasta el momento, el cúmulo de barreras está relativamente sujeto a disciplinas predecibles. Y en cuanto a la probable extensión de barreras de tipo medio ambiental, el país y especialmente este proyecto, destacan por su cuidado y certificaciones a él vinculadas. Permanece en cambio como riesgo de políticas públicas asociado a los permisos administrativos. En este sentido vale aclarar que para el caso de este proyecto ya se han obtenido las autorizaciones que habilitan a la compra y a la explotación de predios rurales por parte de la figura del Fideicomiso y también se están consiguiendo en plazos razonables las habilitaciones para proceder a plantar (Dirección General Forestal y DINAMA).

Dado el plazo extendido de las proyecciones que se corresponde a la naturaleza del propio proyecto, el análisis de entorno se expresa en términos de grandes tendencias vinculadas a la evolución del precio de la madera y de la tierra.

5.1 Riesgo Económico y de Mercado

En este caso, el informe se va a concentrar en el tema de los precios de la madera y de la tierra, elementos claves en negocio del Fideicomiso.

5.2 El precio de la madera

El precio más importante y por tanto el juicio más determinante para la calificadora es el de la madera. Esto se fundamenta en que más del 80% de los retornos de la inversión se explican por el valor de la madera.

La tendencia de largo plazo esperada para los precios de la madera, que es compartida por toda la bibliografía consultada, es que todo indica que los precios deberían mostrar una tendencia creciente, y ello se sustenta en el hecho de que la demanda crecerá de la mano del incremento de la población mundial y del crecimiento económico de los países emergentes. Ese incremento de la demanda enfrenta una oferta que se ha visto limitada por crecientes medidas de protección de los bosques nativos, así como también el control que se realiza sobre los de rendimiento.

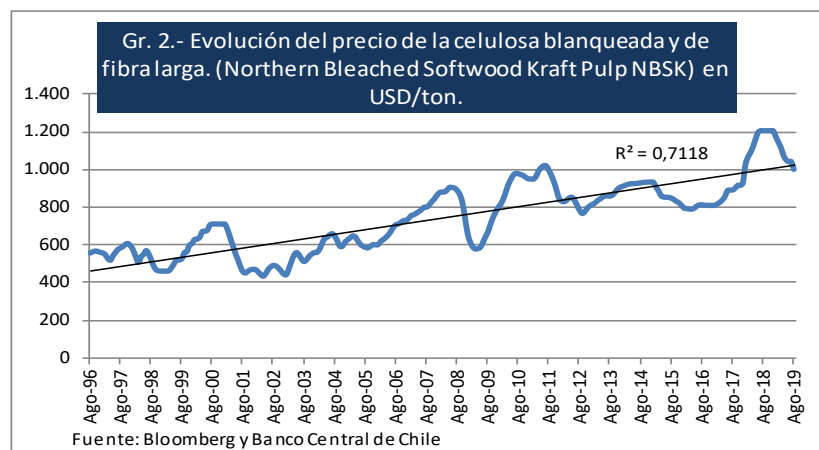
No obstante esta tendencia de largo plazo, en los últimos meses la demanda y en consecuencia los precios de la madera a nivel internacional, regional y doméstico, han evidenciado una cierta retracción como consecuencia de problemas de mercado. Como se verá con mayor detalle en esta sección, los precios de la celulosa y de la madera en bruto han caído significativamente respecto de los valores de fines de 2018 como consecuencia de una reducción de la demanda de China.

Sin embargo, para el largo plazo no existen elementos para suponer cambios en las tendencias planteadas en el prospecto de emisión. Para esta calificación CARE realizó una actualización de la información clave del sector confirmando que no deberían existir en el futuro mayores desvíos respecto de la trayectoria esperada, ya que la demanda y los precios de los productos forestales se presentan firmes y se proyectan crecientes en valores nominales.

El rubro forestal en el Uruguay ha tenido en los últimos 30 años un gran progreso tanto en el área cultivada como en el desarrollo industrial para el procesamiento de la materia prima. En la actualidad la superficie afectada al rubro supera el millón de hectáreas, la mayoría con certificación de la gestión ambiental sostenible. De esta forma, la producción de madera es fuente de materia prima para la industria de transformación química y mecánica, con posibilidad de acceso a los mercados más exigentes del mundo.

El contexto internacional se presenta en la actual coyuntura relativamente debilitado luego de haber alcanzado en buena parte del año 2018 niveles muy elevados de precios, tanto en pulpa de celulosa como en madera sólida.

Los precios en Europa de la celulosa de pulpa de fibra larga (coníferas NBSK 7), se ubica en poco más de mil dólares la tonelada, frente a los 1.230 de fines del año 2018. En China, principal mercado de pulpa (con el 35% de la demanda) la celulosa NBSK se mantiene en el entorno de los USD 875 por tonelada.

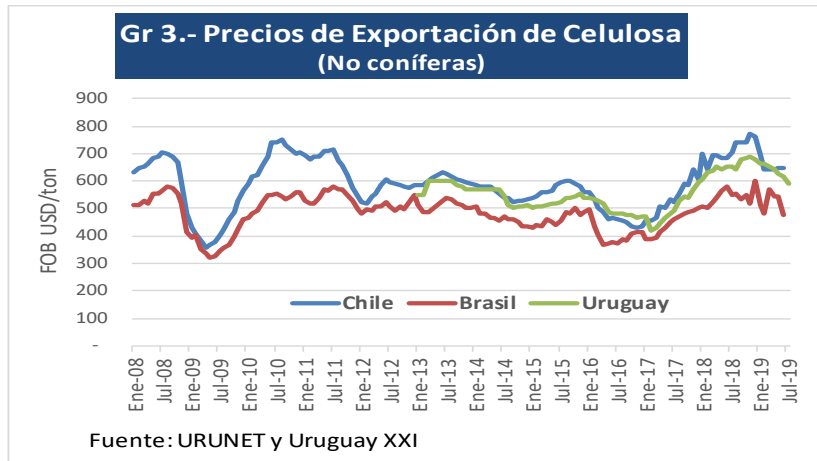


Durante el año 2017 y hasta fines del 2018 el precio de la celulosa mostró un aumento importante como consecuencia de que el incremento de la demanda superó a la oferta y los stocks se mantenían en niveles bajos. Estos aumentos en los precios internacionales fueron recogidos por las exportaciones locales y regionales y de esta forma los precios regionales de las exportaciones de celulosa mostraron incrementos interanuales mayores al 30% entre enero y julio de 2018. Si bien se esperaba que el mercado se mantuviera tonificado para el mediano plazo, eso no ocurrió y durante el año 2018 la demanda se redujo y los precios de exportación bajaron, pero aún se mantienen por encima de los valores del pasado

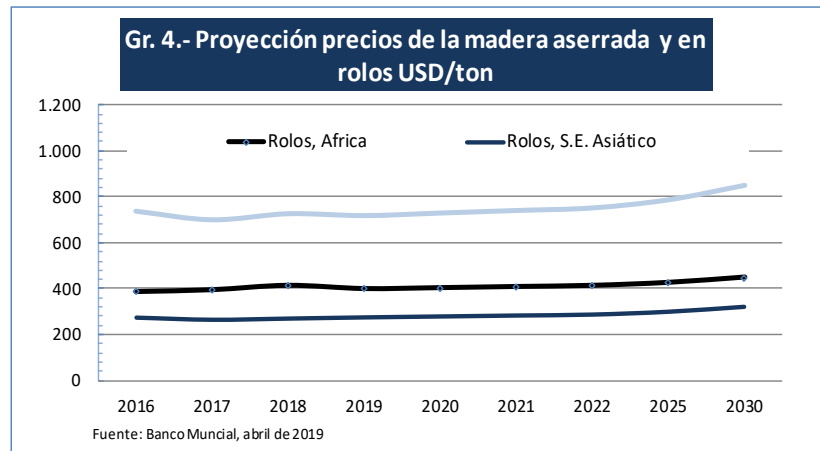
⁴. Weighted Average Cost of Capital

⁵. A. Damodaran, "Estimating Equity Risk Premiums" Stern School of Business.

⁶. Se consideraron los betas promedio de empresas de producción papel y productos forestales en mercados emergentes según A. Damodaran



Por su parte, los precios de la madera en bruto y de los paneles también mostraron en lo que va del año 2019 un menor nivel de precios que en 2018, como consecuencia de la menor demanda de China, afectando en mayor medida a la madera en bruto. No obstante esta coyuntura menos favorable, las perspectivas para el mediano plazo para la madera en bruto para aserrío o aserrada, muestra la misma tendencia que para el caso de la celulosa, o sea un crecimiento en el largo plazo, tal cual lo detalla el Banco Mundial en la siguiente gráfica.



Como resultado a esta coyuntura internacional para el rubro, se verifica en el Uruguay una reducción en los ingresos por exportaciones forestales en prácticamente todos los productos, para los primeros 6 meses del año.

**Cuadro 12. Exportación de productos forestales seleccionados
(en millones de dólares FOB)**

	2015	2016	2017	2018	ene-jun 2018	ene-jun 2019	Variación
Celulosa	1.266,1	1.222,0	1.310,0	1.653,0	834,0	822,0	-1,4%
Rolos (excepto eucalipto)	0,9	4,7	88,3	147,8	95,7	75,9	-20,6%
Tableros madera contrachapados	62,2	57,8	63,5	76,3	39,7	24,3	-38,8%
Chips (eucalipto y pino)	56,5	82,0	63,6	98,0	48,2	55,2	14,5%
Madera aserrada No Coníferas	42,3	38,4	46,5	53,0	26,3	24,7	-6,1%
Madera aserrada Coníferas	23,4	26,7	46,5	62,5	31,6	25,8	-18,4%
Papel y Cartón	90,8	61,0	37,1	36,3	19,4	20,9	7,7%
Rolos de eucalipto	24,4	16,9	20,6	29,5	14,7	5,9	-59,9%
Total	1.566,5	1.509,6	1.676,1	2.156,3	1.109,6	1.054,7	-4,9%

Fuente: Care en base a datos de URUNET, Uruguay XXI y OPYPA

Nota: No están consideradas las exportaciones a Zona Franca, ya que se consideran las exportaciones de pulpa de salen de ese destino.

Como puede observarse, el valor de las exportaciones de celulosa –principal producto de exportación- cae muy poco, apenas un 1,4%. Esta reducción en las exportaciones de celulosa se explican básicamente por un menor precio ya que las dos plantas se encuentran produciendo a capacidad plena.

Los envíos de pino en bruto a China fueron los de mayor incidencia negativa en las exportaciones, afectados por problemas de mercado por precio y stocks crecientes en China. También cayeron fuertemente las exportaciones de rolos de eucaliptus, pero su incidencia en el total es muy marginal.

Las exportaciones uruguayas de madera aserrada (de pino y de eucaliptus), muestra también reducciones significativas en los primeros meses de 2019, como consecuencia de una reducción de la demanda de China.

En el caso de los tableros contrachapados, los menores valores de exportación se deben a la menor demanda de México.

En resultado final de las exportaciones totales de origen forestal para el primer semestre del año 2019 es de una reducción de un 5%. Todo indica que este año no se alcanzará el record del año anterior pero igualmente se ubicará en el entorno de los 2 mil millones de dólares un valor igualmente muy superior a los niveles del pasado reciente.

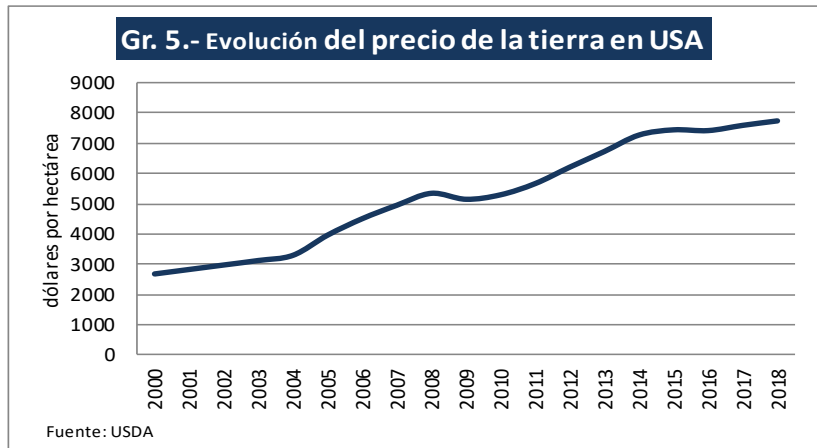
No obstante esta coyuntura adversa, las perspectivas para el rubro en lo que refiere a la demanda futura y los precios de la madera siguen siendo auspiciosos para el mediano y largo plazo. El actual escenario internacional de precios está afectado por los altos stocks en China, la devaluación del yuan y el conflicto comercial de ese país con los EEUU, hechos que han afectado fuertemente la demanda.

5.3 El precio de la tierra

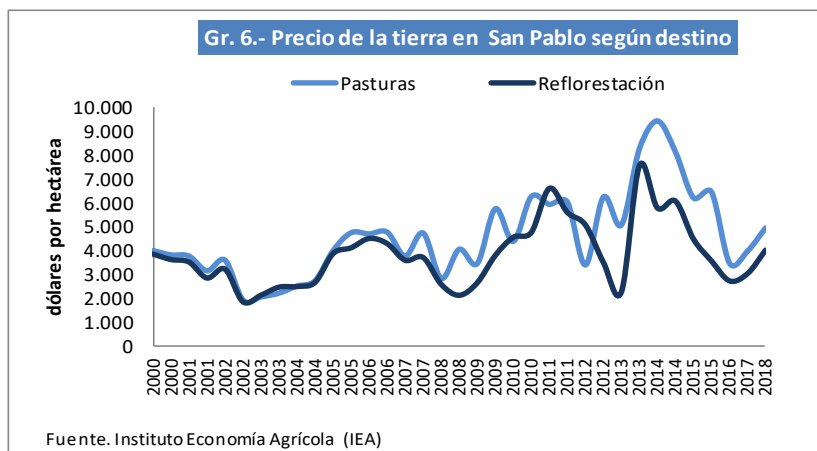
El precio de la tierra, el segundo en nivel de importancia, ha visto modificada su evolución de fuerte apreciación en dólares, con caídas sucesivas a partir de 2015, y una insinuada estabilidad en los últimos años con las variaciones propias de un escaso número de operaciones; según reporta la Dirección de Estadísticas Agropecuarias del MGAP para el promedio de las operaciones en todo el país.

Las perspectivas de demanda internacional por tierra son alentadoras y ubican los precios en niveles crecientes aunque a tasas moderadas para el mediano y largo plazo. En este caso se actualiza el comportamiento de los precios en diferentes países considerados de importancia

En lo que respecta, en particular al precio de la tierra en Estados Unidos, en lo que va del siglo XXI se observa una continua fase ascendente, con alguna excepción (2009 y 2015) en donde se verificaron mínimas reducciones, pero que no modifican la tendencia. El precio en Estados Unidos cayó únicamente en los primeros años de la década del ochenta ante el cambio de la política monetaria denominado "Plan Volker" y en menor medida, después de la crisis financiera de Lehman Brothers, y en forma muy moderada. Cualquiera de los dos shocks negativos en el nivel de precios, fueron revertidos en pocos años. En 2018, los precios de la tierra (promedio) aumentaron un 2%.



El comportamiento del precio de la tierra en Brasil, está afectado, además de por los factores descritos oportunamente para la tierra en general, por el efecto del tipo de cambio, en la medida que en ese país, la cotización del recurso, se realiza en moneda nacional. Por ello, las fluctuaciones son amplificadas por este efecto. En el año 2014 comenzó una fuerte caída de los precios de la tierra, que comenzó a revertirse en 2017 y se confirmó en 2018



En Argentina, el precio de la tierra agrícola (de muy buena calidad), aumentó desde 1956 (USD 557 la Ha.) a enero de 2008 (USD 10.000 la Ha.) a un ritmo promedio de 3,5% acumulativo anual en términos reales, o sea descontando la inflación del dólar. Dicho crecimiento continuó hasta fines del 2011 (con una breve interrupción principalmente ocasionada por la crisis financiera de los años 2008/09). A partir del 2011 y debido a factores ajenos al campo y relacionados con la economía del país: la restricción a la compra-venta y/o giro de divisas extranjeras (“cepo cambiario”), el aumento del costo medido en dólares, la baja en el precio de los “commodities” y el aumento de la presión impositiva determinaron el comienzo de un período de leve reducción de los precios de la tierra. A estas medidas hay que sumarle la sanción de la Ley 26.737 “Régimen de Protección al Dominio Nacional sobre la Propiedad, Posesión o Tenencia de las Tierras Rurales” (“Ley de tierras”), que también generó efectos negativos sobre los precios.

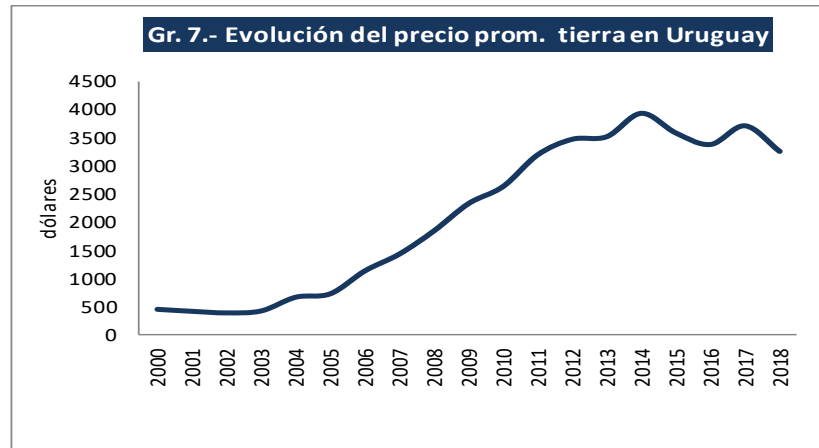
El cambio de gobierno nacional en 2016 generó expectativas para el comienzo de una recuperación en los valores, lo que finalmente no ocurrió, ya que la coyuntura económica no acompañó la recuperación del sector. La inflación, la devaluación del peso y la alta presión impositiva que aún soportan los productores agropecuarios en Argentina, generan no sólo una rentabilidad escasa, sino también un complejo escenario para generar nuevos negocios.

En los años en los que hubo gran demanda de campos y altos precios de la soja (2011-2014), los valores en la zona núcleo se ubicaban entre US\$ 18.000 y US\$ 22.000/Ha mientras que en 2019 esos mismos campos se ubican entre USD 12.000 y USD 15.000/Ha. Según operadores del mercado inmobiliario rural argentino, los niveles de precio llegaron a un piso en el año 2017 y a partir de allí habían comenzado una lenta recuperación. La incertidumbre política derivada del resultado de las elecciones Argentinas genera dificultades adicionales para prever lo que pueda ocurrir en el mediano plazo con los valores de los campos en ese país.

En el caso de Uruguay, la información reportada por DIEA-MGAP para el promedio de las transacciones de tierras da cuenta de una muy fuerte valorización a partir de 2004 y hasta el 2014 cuando se verifica el valor máximo. A partir de 2015 comienza un cierto ajuste a la baja pero con un comportamiento un tanto errático, consecuencia seguramente de una bajo número de transacciones en donde la calidad y la localización de los campos comercializados tienen una gran influencia en los valores medios. Fue así que en 2017 DIEA reportó un aumento de un 10% en el valor de la tierra y para el año 2018 la misma oficina da cuenta de una reducción de un 12% en el precio promedio de la hectárea media del país.

En la serie “Precio de la Tierra” Compraventas Año 2018, publicado en abril de 2019 por DIEA, se expresa que en “el año 2016 y el 2018 son los que presentan el menor número de operaciones (909 y 938 respectivamente) acompañado de la menor superficie comercializada (136 mil y 159 mil hectáreas). Desde el año 2014 al 2018 se observa el lapso de menor volumen de tierras comercializadas, con un total de 836 mil hectáreas para el quinquenio; representando un área similar a la transada en un solo ejercicio, como lo ocurrido en el año 2005 (846 mil hectáreas) o el 2006 (859 mil)”.

El escaso número de transacciones verificado en estos últimos años genera algunas dudas en cuanto al mantenimiento de estas tendencias, lo que deberá ser corroborado en los siguientes años.



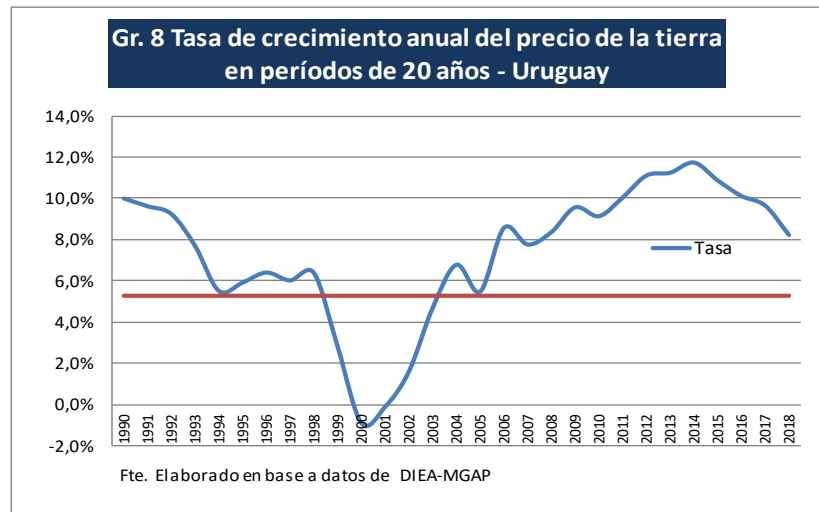
La valorización del precio de la tierra es un componente relativamente importante de ingreso final del fideicomiso (25-30%) por lo que lo que finalmente ocurra con la evolución de su precio tendrá una incidencia sustancial con el retorno final de la inversión. El modelo financiero supuso una valorización acumulativa anual de un 5,3% (en dólares corrientes) durante 23 años, por lo que resulta importante conocer que ha sucedido en el pasado como forma de tener una cierta aproximación con lo que pueda ocurrir en el futuro.

Para ello CARE analizó con la información de los precios de la tierra (en dólares corrientes) de una serie de 48 años (1970 a 2018) la variación anual en períodos de 20, en donde se observa lo siguiente:

- En promedio, la evolución anual del precio de la tierra en períodos móviles de 20 años fue de 7,3%.
- La tasa anual de crecimiento solamente fue menor al 5,3% para el caso de los campos que se vendieran entre 1999 y 2003, y si se hubieran comprado entre 1979 y 1983.
- Para resto del período, el crecimiento anual del precio de la tierra supera el 5,3%.

Si el mismo análisis se realiza para períodos de 30 años se mantiene la misma tasa de crecimiento anual (7,3%), y el mínimo crecimiento anual es de 5% y por lo prácticamente en ningún período por debajo del valor considerado en el prospecto.

La evolución anual de este indicador –para intervalos de 20 años- muestra una tendencia al alza hasta el 2014, para luego comenzar a caer, pero aún se se mantiene en valores por encima del 5,3% (en el entorno del 8% de crecimiento anual).



5.4 Las políticas públicas, el riesgo político

El riesgo de políticas públicas refiere a la amenaza, de parte del Estado, de actuar contra las modalidades de propiedad y explotación que propone el fideicomiso. El gobierno discute con frecuencia diferentes propuestas que pueden afectar el clima de la inversión en tierras, sería el caso de si aparecieran leyes gravando nuevamente la tierra, o si se detuviera en alguna medida la inversión de fondos como el proyectado, o si se afectara la inversión extranjera directa. Todos estos elementos componen un riesgo político que al momento no puede preverse cómo será su desenlace

No se perciben condiciones que permitan advertir mayores amenazas de las que se mencionaron líneas arriba.

Riesgo de Entorno: *En conclusión el riesgo de entorno tanto en lo que refiere a los mercados como a las políticas públicas se considera bajo.*

VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

El dictamen se construye a partir de la asignación de ponderadores y puntajes a los factores de riesgo que integran cada área de riesgo (los títulos, la fiduciaria y la administradora, los activos subyacentes y el flujo de fondos, y el entorno). Dispuestos en una matriz, los indicadores de cada factor en cada área de riesgo, van generando puntajes a juicio del comité calificador que van conformando el puntaje final. Éste se corresponde con una nota de acuerdo al manual de calificación. En la matriz de calificación, las áreas se dividen en factores, y estos en indicadores.

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 el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación BBB (uy)⁸ de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrian Tamber

⁸ BBB (uy). Se trata de instrumentos que presentan un riesgo medio bajo para la inversión, ya que evidencian un desempeño aceptable y suficiente capacidad de pago en los términos pactados. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, y las características del entorno, dan en conjunto moderada satisfacción a los análisis practicados, sin perjuicio de alguna debilidad en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo. Podría incrementarse el riesgo del instrumento ante eventuales cambios previsibles en los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, o en la economía en su conjunto. La probabilidad de cambios desfavorables previsibles en el entorno es de baja a media baja, y compatible con la capacidad de la administradora de manejarlos aunque incrementando el riesgo algo más que en las categorías anteriores. **Grado de inversión mínimo.**