

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

Montevideo, octubre de 2019

4	RESUMEN GENERAL
6	I INTRODUCCIÓN
9	II EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION
11	III LA ADMINISTRACION
17	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
23	V EL ENTORNO
30	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

Actualización de Calificación Oferta Pública 03 - octubre - 2019

Denominación:	Fideicomiso Financiero Forestal Montes de Este
Fiduciaria:	TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión SA
Operador (Administrador) y Organizador:	Cambium Forestal Uruguay S.A y Protasi y Asociados respectivamente.
Agente de Registro y Pago:	TMF Uruguay AFISA
Entidad Representante:	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.
Títulos emitidos:	Certificados de participación
Moneda:	Dólares americanos
Importe de la emisión:	USD 56.500.000
Fecha de emisión:	23 de junio de 2014
Plazo:	23 años
Distribuciones:	Según resultados acumulados de acuerdo a procedimiento establecido
Activos del Fideicomiso:	Los inmuebles, los bosques y las mejoras e inversiones realizadas en aquellos, entre otros.
Vigencia:	30 de abril del 2020
Comité Calificación:	Martín Durán, Julio Preve y Adrián Tamber
Manual utilizado:	Manual de Calificación de Finanzas estructuradas administradas por terceros.
Calificación de Riesgo:	BBB +(uy)

Resumen General

CARE ha actualizado la calificación de los certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero Forestal Montes del Este manteniendo la nota BBB + (uy).

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

- 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).
- Un proyecto que desde el punto de vista físico y económico, supera diversas pruebas; y al mismo tiempo se destaca por el nivel de cobertura de múltiples variables consideradas. Incluso se realizó una nueva estimación satisfactoria del Costo de Oportunidad del Capital, recogiendo las variaciones en la tasa de interés internacional y el índice riesgo país
- Los informes de la empresa operadora del proyecto (Cambium Forestal Uruguay S.A.) y del comité de vigilancia, resultan satisfactorios para la marcha del proyecto. La empresa sigue demostrando capacidad de llevar adelante el proyecto, posee una sólida reputación nacional e internacional, con clientes de primera línea, y se somete a diversos controles de gestión. Se destaca que la misma empresa ya concretó un segundo Fideicomiso Financiero (Terraligna), bajo una construcción financiera de similares características a éste.
- Las compras de tierra se han realizado en forma razonablemente alineada con lo proyectado así como la evolución de las superficies forestales está también en línea con el proyecto original. El precio de compra fue algo mayor al previsto –aunque consistente con los supuestos establecidos en el Prospecto de Emisión-, pero se compensa con el mayor porcentaje de área forestable, tal como se detalla más adelante.
- Al 30 de junio de 2019 el patrimonio del fideicomiso según informa el operador alcanza a 10.827 hectáreas en 24 predios, de las cuales 5.998 ya están plantadas, quedando por forestar 1.196 hectáreas, lo que daría un aprovechamiento del 66% de la superficie total.
- La tasación a diciembre de 2018 consideró solamente la tierra adquirida hasta el año 2017 (8.607 hectáreas) estimando un total de 24.032.000 dólares. También se tasó la madera de 5 de los predios (924 hectáreas de bosques), estimando unos 3,35 millones de dólares adicionales.
- La última actualización de la TIR la ubicaba en el 9,48%, por lo que la misma se mantiene razonablemente dentro de los valores proyectados en la calificación original. Las inversiones realizadas hasta el momento se mantienen en los rangos previstos y los montes están en pleno crecimiento, no existiendo por lo tanto nueva información que justifique realizar una nueva actualización de la TIR.

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

- El precio de la celulosa ha descendido durante 2019 luego de un incremento muy fuerte en 2018, manteniéndose estable el volumen de exportaciones uruguayas. 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 plazo 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.

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 Montes del Este”.

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 no obstante una recomendación o una garantía de CARE para los inversores, y por tanto la calificación debe considerarse a los efectos de cualquier decisión 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 juicio¹.

El marco conceptual de esta actualización 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 Durán Martínez, el Ing. Julio Preve Folle y el Ing. Adrián Tamber. Asimismo recurre regularmente cuando lo entiende necesario a la realización de informes de campo.

2. Antecedentes generales y hechos salientes del período

El objeto principal del “Fideicomiso Financiero Forestal Montes del Este” es: (a) la emisión de los Certificados de Participación y su suscripción por parte de los Beneficiarios según términos y condiciones que surgen del Contrato de Fideicomiso y del Documento de Emisión (etapa cumplida), (b) la implementación del Proyecto Productivo que consiste básicamente en un proyecto de inversión que crea un Patrimonio Forestal en Uruguay, para la producción de madera sólida de calidad y con destino la comercialización en el mercado uruguayo e internacional, y (c) la distribución de los fondos

resultantes de tal implementación del Proyecto entre los Titulares, en la forma que se establece en el Contrato de Fideicomiso.

- La emisión resultó de 56,5 millones de dólares con entregas diferidas según detalla el artículo 3.3.2 del contrato de Fideicomiso. Con fecha 22 de junio de 2018 se llevó a cabo la quinta y última integración de Certificados de Participación del Fideicomiso Financiero Forestal Montes del Este. La respectiva integración correspondió al 5,5% del monto adjudicado, ascendiendo a USD 3.107.500 el monto integrado por los Beneficiarios de los Certificados de Participación.
- Al 30 de junio de 2019 el patrimonio del fideicomiso es de una superficie total de 10.827 hectáreas, de las cuales 5.998 ya se encuentran forestadas. Quedan por plantar unas 1.198 hectáreas con lo que el área forestable sobre el total adquirido será finalmente de un 66%, porcentaje que cumple con el objetivo planteado en el prospecto.

Cuadro 1. Superficie forestada por especie/destino y año de plantación

Año de plantación	Aserrió		Pulpa		TOTAL
	Eucaliptus	Pinus	Eucaliptus		
2012	712	-	37		749
2015	140	35	0		175
2016	2.938	459	0		3.397
2017	1.273	-	365		1.638
2018	1	-	17		18
2019	21	-	0		21
TOTAL	5.085	494	419		5.998

Fuente: El Operador

- Se han adquirido un total de 24 establecimientos, con una alta a muy alta aptitud forestal, ubicados en el noreste y este del país, en los departamentos de Treinta y Tres (46%), Cerro Largo (29%), Tacuarembó (18%) y Rivera (7%).
- Ya se han obtenido la totalidad de los permisos de plantación por parte de la Dirección General Forestal del MGAP. Para el caso de un predio (9 de julio), la DINAMA lo clasificó como B, por lo que es necesario presentar un estudio de impacto ambiental que contenga propuestas de mitigación. Se está en proceso de presentación ese estudio y es esta autorización la única pendiente.
- El operador y el comité de vigilancia al cierre de este informe, reportan que las plantaciones muestran buen desarrollo y estado sanitario. Se destaca el buen desarrollo de las plantaciones de pino, que habilitan el comienzo del manejo para madera de calidad (podas y raleos). Respecto del área el área dañada por granizo y viento a fines de 2018 en el predio Clara los montes vienen evolucionando muy bien y se seguirá monitoreando la evolución del área.
- Respecto de las auditorías de seguridad, salud y medioambiente que se realizan en terreno, hubo 23 visitas en el trimestre, con resultados muy satisfactorios.

- 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 se tasaron los campos adquiridos hasta el 2017, por lo que alcanzó solamente a 8.607 hectáreas y los bosques con más de 3 años lo que incluye solamente 5 de los predios y por un total de 924 hectáreas de montes. 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:
 - valor de mercado de la madera existente en los predios teniendo en cuenta la especie y los productos a obtener de dicho monte.
 - flujo de caja descontado para la tasación del bosque (VAN).

Con relación al valor de la tierra (sin bosques) la consultora Pike estima un valor de la misma promedio para las 8.607 hectáreas de 2.792/ha lo que determina un valor total de 24,03 millones de dólares.

Respecto de los bosques la información se presenta en el cuadro siguiente:

Cuadro 2. Valor de la tierra y bosques del fideicomiso en dólares				
Predio	Area	Especie	Valor Presente Neto	Valor Mercado
El Ingles	495	E. Grandis	2.062.740	374.188
Rivas	73	E. Grandis	240.177	30.123
Moss	78	E. Grandis	272.786	75.172
Moss	41	E. Dunnii	68.959	60.546
Machado	62	E. Grandis	265.797	60.136
El Primero	140	E. Grandis	402.634	43.490
El Primero	35	Pinus Taeda	33.623	745
TOTAL	924		3.346.716	644.400

Fuente: Consultora Forestal Pike

- 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 nueva información analizada fue la siguiente:

- Estados Contables de Cambium Forestal al 30/6/2019 con informe de revisión limitada.
- Estados Contables intermedios de la Fiduciaria al 30/06/2019
- Estados Contables intermedios del Fideicomiso al 30/06/2019.
- Informes del primer y segundo trimestre 2019 del Fiduciario incluyendo resumen del Comité de Vigilancia.
- Informes trimestrales del operador el último al 30/06/2019.
- 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 Montes del Este, 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 Montes del Este

Fiduciaria: TMF Uruguay AFISA

Operador administrador: Cambium Forestal Uruguay S.A.

Agente de Registro y Pago: TMF Uruguay AFISA

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

Cotización bursátil: Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.

Organizador: Protasi y Asociados

Títulos emitidos: Certificados de participación

Activos del Fideicomiso: Fondos producto de la emisión y patrimonio forestal creado a partir del cumplimiento del plan de negocios.

Moneda: Dólares

Plazo: 23 años

Fecha de emisión: 23 de junio de 2014.

Importe de la Emisión: USD 56.500.000

Distribuciones: Según resultados acumulados de acuerdo a procedimiento establecido

Calificación de Riesgo: BBB + (uy)

El análisis jurídico

El análisis jurídico 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, etc.

La conclusión del informe fue: “A modo de síntesis y contemplando todos los aspectos involucrados, se aprecia un razonable grado de cobertura, no advirtiéndose riesgos sustanciales asociados a contingencias jurídicas en el proceso de emisión proyectado”.

2. 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 se concluye que el riesgo jurídico de estructura se considera *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 y puede llevar un tiempo difícil de determinar. *El riesgo es 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 capacidad de gestionar el 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. Ambas firmas fueron analizadas exhaustivamente en ocasión de la calificación original y su idoneidad y solvencia para llevar adelante la tarea de administrar este negocio se considera comprobada. El seguimiento realizado por CARE de las mismas confirma el juicio emitido oportunamente, no obstante se reiteran y actualizan los principales conceptos tenidos en cuenta.

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 inscripta 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 23 de junio de 2014 se llevó a cabo en la Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A., la colocación de 5.650 Certificados de Participación a ser emitidos por el Fideicomiso por un valor nominal de USD 10.000 cada uno.

De la totalidad de dichos certificados, 5.645 fueron adjudicados a beneficiarios institucionales y 5 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.

El cronograma de integraciones se ha cumplido según lo planificado y desde el mes de junio de 2018 la emisión se encuentra totalmente integrada.

El estado de situación y resultados intermedios del Fideicomiso al 30 de junio de 2019 se expone en los cuadros siguientes

Cuadro 5: Estado de Situación del Fideicomiso (en miles de u\$s)			
Concepto	30/6/2019	31/12/2018	31/12/2017
Activo	49.186	49.142	47.291
Activo Corriente	7.191	8.143	14.489
Activo no Corriente	41.995	40.999	32.803
Pasivo	372	348	335
Pasivo Corriente	372	348	335
Pasivo no Corriente	-	-	-
Patrimonio	48.815	48.795	46.956
Pasivo y Patrimonio	49.186	49.142	47.291
Razón Corriente	19,33	23,40	43,25

Fuente: EE.CC del Fideicomiso

En el Activo no Corriente figuran los campos adquiridos y los activos biológicos (plantaciones forestales). El criterio contable para la valuación de la tierra es, al momento de su adquisición, el costo real y luego se asigna un "valor razonable" según criterio de tasación predeterminado. En el caso de los activos biológicos, cuando se trata de plantaciones propias se activan los costos de producción hasta el tercer año a partir del cual se harán tasaciones. Cuando se adquieren campos ya forestados (cosa que ha ocurrido) se valúa según tasación independiente.

En este caso no hay una nueva tasación independiente por lo que se mantienen los valores razonables para los inmuebles establecidos al 31/12/18. Son 10.827 háts que al 30/6/19 tienen un valor contable de USD 30.6 millones. En cuanto a los activos biológicos, el valor contable a la misma fecha es del orden de USD 10.9 millones correspondientes a 5.998 háts forestadas.

Cuadro 6: Estado de Resultados del Fideicomiso (en miles de u\$s)

Concepto	30/6/2019	30/6/2018	31/12/2018
Ingresos (pastoreo, leña etc)	49	19	91
Revaluación activos biológicos	431	82	(257)
Total Ingresos Operativos	480	100	(166)
Gastos Operativos	(63)	(52)	(233)
Gastos de Administración y Ventas	(225)	(184)	(975)
Resultado Operativo	191	(136)	(1.374)
Resultados Financieros	(2)	(24)	98
Resultados Diversos		(11)	197
Resultados antes de IRAE	189	(171)	(1.079)
IRAE	(188)	(340)	(183)
Resultado del Periodo	1	(510)	(1.262)

Fuente: EE.CC del Fideicomiso

Los ingresos operativos siguen refiriendo a contratos de pastoreo; venta de leña; árboles en pie y otras operaciones menores ya que todavía no se ha llegado al periodo de cosecha de bosques, actividad que explica la rentabilidad esperada del proyecto. Ingresos marginales y una revaluación negativa de los activos biológicos arrojan un resultado operativo deficitario en el último ejercicio. El resultado intermedio del ejercicio en curso (2019) parece revertir esta situación al menos en lo que a valoración de activos biológicos refiere.

Esto explica que el patrimonio contable siga siendo menor a la integración recibida lo que se espera se vaya corrigiendo con el paso del tiempo en la medida que se cumpla con el plan de negocio.

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 casi nulo*

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 de modo especial 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 y teniendo en cuenta, además, que se ha cumplido satisfactoriamente con la etapa de inversión se considera que *el riesgo es casi nulo*

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, resulta poco probable que aun dándose conflictos, el fiduciario y la administradora no pudieran resolverlos a satisfacción del proyecto. *Riesgo muy bajo.*

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

Riesgo por cambio de operador, se encuentra también previsto en función de diversas contingencias. *Riesgo bajo.*

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

Según el contrato de Fideicomiso Financiero y el resumen recogido en el prospecto de emisión, el objeto principal del “Fideicomiso Financiero Forestal Montes del Este” 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 las inversiones y gastos se han ajustado relativamente bien respecto a lo proyectado en el prospecto de emisión. Por tal motivo no existen motivos para estimar un nuevo flujo financiero y la TIR esperada debería mantener los valores proyectados en la última oportunidad.

1. Evaluación de rentabilidad de la inversión, Tasa Interna de Retorno.

El Proyecto planteado en el prospecto original, presentó una TIR estimada de 11,4% como valor esperado, existiendo más del 90% de probabilidad que se ubique en un rango entre 8,4% y 11,5%. Por su parte la TIR estimada del Inversor era 8.4%. Posteriormente se realizó una actualización del flujo financiero y se estimó una nueva tasa interna de retorno para el inversor que se ubicó en 9,48%.

Los supuestos con los que se basaron oportunamente las proyecciones, fueron bien fundamentados en su momento y respondían a la coyuntura y a las perspectivas razonables de precios, ya sea de la madera como de la tierra.

Al 30 de junio de 2019 la superficie efectivamente plantada ya casi alcanza a la proyectada (6.000 hectáreas), pero sumando los bosques que se plantarán en esta primavera y en 2020 (1198 has) se superará en aproximadamente un 20% lo proyectado en el prospecto. Asimismo algunos predios se adquirieron con montes ya instalados lo que acelera la generación de ingresos, y contribuiría a mejorar la TIR.

El fideicomiso cuenta con poco más de 10.800 hectáreas en propiedad, cuando lo presupuestado era de alrededor de 10.000 has. El precio de compra fue levemente mayor al proyectado, pero el porcentaje de aprovechamiento es algo mayor y se han adquirido campos ya forestados.

2. Replanteo del flujo de fondos y sensibilización

El último flujo financiero presentado se basó en una serie de supuestos que en general son compartidos; un aumento anual en términos nominales de un 5,3% para la tierra y un incremento de un 3,8% (también nominal) para el precio de la madera. Esto supone un aumento real de un 1,5% para la madera y de un 3% para la tierra.

Como se verá en la Sección V, las perspectivas para la demanda y los precios de la madera –más allá de la actual coyuntura- son buenas para el mediano y largo plazo, pero la situación no parece ser tan clara para el caso de los precios de la tierra en donde se han venido ajustando a la baja y ya no parece tan fácil

que en mediano plazo se vuelvan a verificar tasas de crecimiento como las que se dieron hasta el 2014. Esto es consecuencia de que las proyecciones de precios internacionales y las perspectivas de largo plazo para las principales commodities (alimentos), son de mantenimiento de los actuales valores o de un crecimiento muy moderado en términos nominales.

Por este motivo, CARE recalculó en la anterior actualización el Flujo de Fondos suponiendo trayectorias de precios menores a los proyectados en el modelo de negocios. Las sensibilizaciones se basan en los siguientes supuestos:

- Aumento del precio nominal de la tierra entre 1 y 5%
- Aumento nominal del precio de la madera entre 1 y 3%.

Cuadro 7: TIR del inversor bajo diferentes situaciones

Variación nominal del precio de la Tierra	Variación nominal del precio de la madera		
	1,0%	2,0%	3,0%
1,0%	4,1%	6,1%	7,8%
3,0%	4,7%	6,5%	8,0%
5,0%	5,5%	7,1%	8,4%

Fuente: CARE

Las TIR's estimadas bajo estos supuestos se ubicarían entre 4,1% y 8,4%, siendo positivas incluso en las situaciones más desfavorables en las cuales se supone que los incrementos de precios tanto en la tierra como en la madera estarían por debajo de la inflación esperada del dólar, situación de muy difícil probabilidad.

3. Nueva estimación del Costo de oportunidad del Capital

Con el objetivo de testear algunos supuestos introducidos en las proyecciones del plan de negocios presentado², en ocasión de la calificación original CARE profundizó nuevamente el análisis del costo de oportunidad del capital para descontar los flujos de fondos. Para ello se calculó el costo promedio ponderado del capital (WACC³) 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 Damodaran⁴ 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 mercado⁵.

r_f : tasa libre de riesgo

$E(R_m) - R_f$: Prima de Riesgo país. Es el premio por riesgo específico al mercado que opera el proyecto.

Er_p : Prima por riesgo específico a la compañía o proyecto evaluado

² El prospecto de emisión supone una tasa de descuento del 7%.

³ Weighted Average Cost of Capital

⁴ A. Damodaran, "Estimating Equity Risk Premiums" Stern School of Business

⁵ Se consideraron los betas promedio de empresas de producción papel y productos forestales en mercados emergentes según A. Damodaram

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 en agosto de 2019 se encuentra en 2,03%, y con perspectiva a la baja.

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.

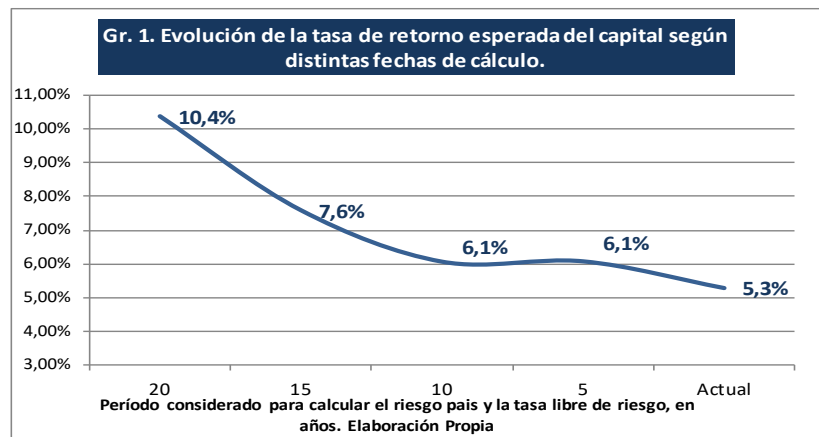
Por su parte el riesgo país, medido a través del índice UBI de República AFAP, también incorpora datos "anómalos" cuando se incluye el período de la crisis de 2002. Si bien es una realidad que la economía uruguaya atraviesa en determinados períodos crisis de esa magnitud, no se considera muy probable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

En esta ocasión y a la luz de estas discusiones, se calculó el $E(r_f)$ 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 (9,48%), 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.

4. Riesgo del 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 el cultivo silvícola y la tierra de alteraciones como fuego, problemas sanitarios, animales, malezas, etc.

Las características del proyecto hacen que los resultados económicos, sean especialmente sensibles a las acciones llevadas a cabo por el operador en los inicios del mismo. En este aspecto se ha verificado un comportamiento eficaz del operador, en la medida que se ha realizado la adquisición de tierras, y existe ya una superficie forestada casi igual a la proyectada, la cual será superada una vez se complete la plantación en los predios adquiridos en 2018.

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).

Se detalla a continuación la comparación de lo presupuestado inicialmente para el año 2019, y el ajuste considerando lo real del primer semestre.

Cuadro 8. Presupuesto y ejecución real de costos totales del año 2019 (ajustado a junio)

Actividad	Miles de dólares		
	Real	Presupuesto	Diferencia
Mantenimiento	41	24	17
Establecimiento	362	461	-99
Manejo pino	114	18	96
Manejo Eucaliptus	1.457	1.424	33
Plagas	9	9	0
Total	1.983	1.936	47

Fuente: el operador

Como puede observarse, no se prevén mayores desvíos en los principales componentes del costo.

5. Tasación de la Tierra y los Montes Forestales

La última tasación disponible fue realizada a diciembre de 2018 por la Consultora Forestal PIKE. En esa oportunidad se tasó la totalidad de la tierra de los 18 establecimientos adquiridos antes de 2018 y los montes forestales de más de 3 años que son 924 hectáreas y están en 5 de esos establecimientos.

Por tanto, la tasación del patrimonio forestal de Montes del Este, considerando el valor de las plantaciones de más de 3 años y la tierra de 18 de los 24 establecimientos, se muestra resumida en el cuadro siguiente:

Cuadro 9. Valores de Tasación

	Hectáreas	Dólares	Dólares/ha
Plantaciones mayores a 3 años	924	3.346.716	3.622
Tierra. 18 Establecimientos	8.609	24.032.000	2.792

Fuente: Consultora Forestal Pike

La anterior tasación, realizada por TRIPAN Soluciones Forestales en diciembre de 2017, establecía para la tierra un valor levemente menor (-0,9%). Para el caso de los montes forestales había tasado una superficie menor, ya que solamente consideraba los montes con más de 5 años, por lo que los valores no serían comparables.

Cabe destacar, que esta tasación solamente contempla aproximadamente un 15% de los montes forestales plantados, ya que se consideraron los que tenían más de 3 años. Si bien el valor de tasación se ubica por debajo de los valores pagados por los campos, reflejando ello la caída en los precios de la tierra de los últimos años, se estima que en la medida que el resto de los montes comiencen a crecer y se vaya recuperando el valor de los campos en país, el valor del activo tierra y bosques crecerá.

Por otra parte, del ingreso total esperado por el fideicomiso el 16% será por la venta de la tierra y el 84% restante por concepto de venta de madera y bosques. De esta forma, la incidencia de la evolución del precio de la tierra respecto de la rentabilidad total es muy menor al de la madera.

Riesgos considerados:

Riesgo de generación de flujos. A partir de lo anterior se trata de señalar la capacidad de generar los flujos en el plazo pactado. Considerando que el Fideicomiso viene cumpliendo de forma satisfactoria con el plan de negocios, *se considera que existe un riesgo bajo de generación de los flujos.*

Riesgo de descalce de monedas. Los ingresos y egresos más relevantes están previstos en la misma moneda, por lo que este *riesgo es bajo.*

V. EL ENTORNO

El análisis de entorno refiere a la evaluación de factores futuros que pueden afectar la generación de los flujos propuestos, pero que derivan de circunstancias ajenas a la empresa y refieren al marco general. Tienen que ver con la evolución esperada de los mercados interno o internacional de insumos y productos, así como con el análisis de políticas públicas capaces de incidir directamente en el cumplimiento de los objetivos planteados.

Por políticas públicas se entiende no solo las domésticas sino las de los países con los que existe comercio. En el caso de los productos forestales, al menos hasta el momento de la calificación, 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.

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 el 85% 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, al menos en valores nominales, 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.

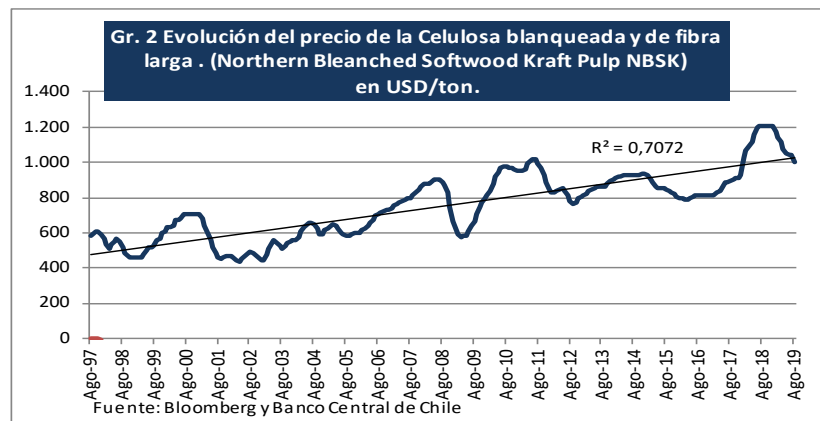
No obstante esta tendencia de largo plazo, en los últimos meses la demanda y en consecuencia los precios de la madera a nivel internacional, regional y doméstico, han evidenciado una cierta retracción. Como se verá con mayor detalle, los precios de la celulosa y de la madera en bruto han caído significativamente 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.

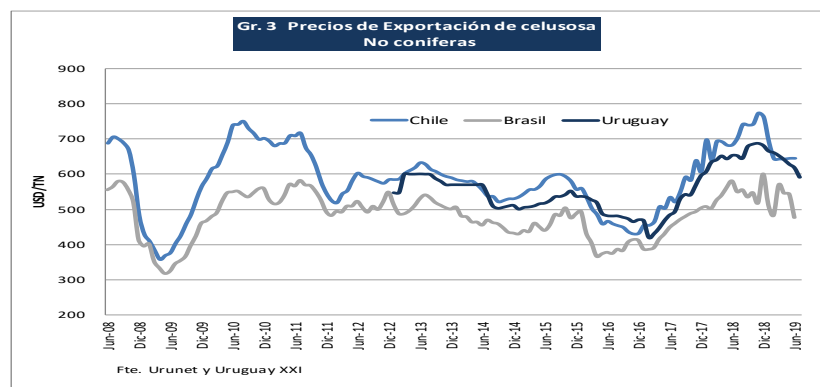
El rubro forestal en el Uruguay ha tenido en los últimos 30 años un gran progreso tanto en el área cultivada como en el desarrollo industrial para el procesamiento de la materia prima. En la actualidad la superficie afectada al rubro supera el millón de hectáreas, la mayoría con certificación de la gestión 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 NBSK⁶), 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.

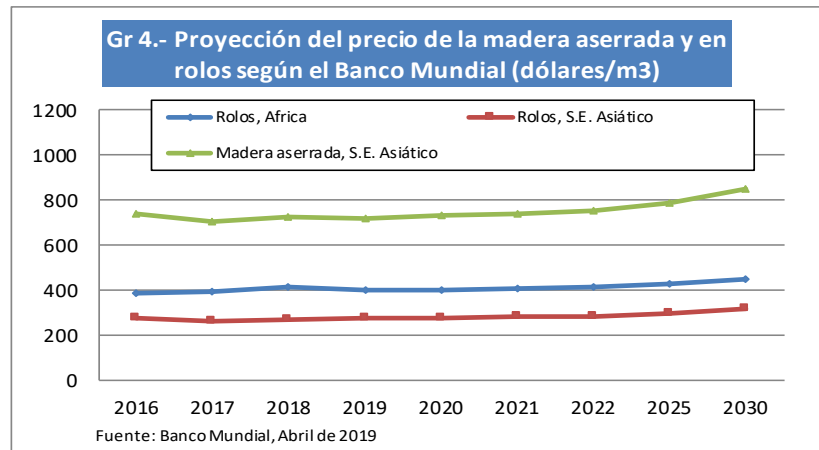


Durante el año 2017 y hasta fines del 2018 el precio de la celulosa mostró un aumento importante como consecuencia de que el incremento de la demanda superó a la oferta y los stocks se mantenían en niveles bajos. Estos aumentos en los precios internacionales fueron recogidos por las exportaciones locales 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 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 levemente, pero aún se mantienen por encima de los valores del pasado.



⁶. Northern Bleached Softwood Kraft. Pulpa de celulosa blanqueada de fibra larga

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 menor 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 10. 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 de 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 eucalipto, 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.

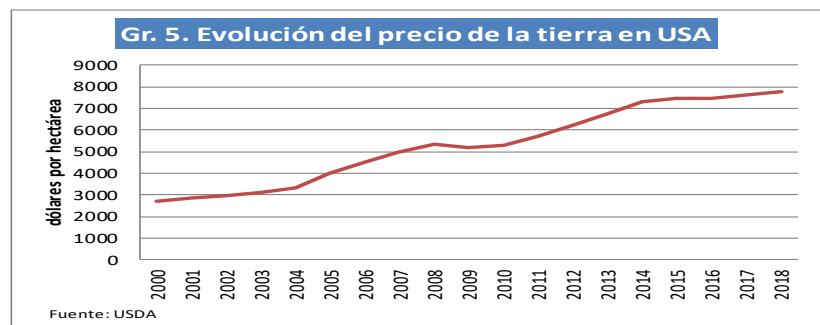
No obstante esta coyuntura adversa, las perspectivas para el rubro en lo que refiere a la demanda futura y los precios de la madera siguen siendo auspiciosos para el mediano y largo plazo. El actual escenario internacional de precios está afectado por los altos stocks en China, la devaluación del yuan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

5.3 El precio de la tierra

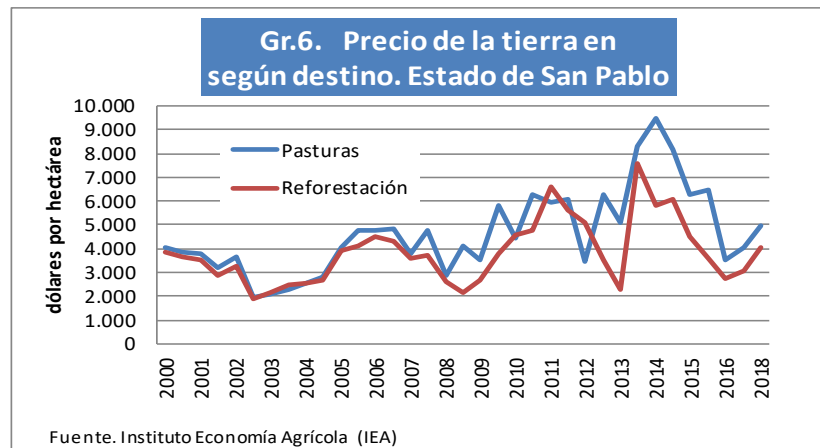
El precio de la tierra, el segundo en nivel de importancia, ha visto modificada su evolución de fuerte apreciación en dólares, con caídas sucesivas a partir de 2015, y una insinuada estabilidad en los últimos años con las variaciones propias de un escaso número de operaciones; según reporta la Dirección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

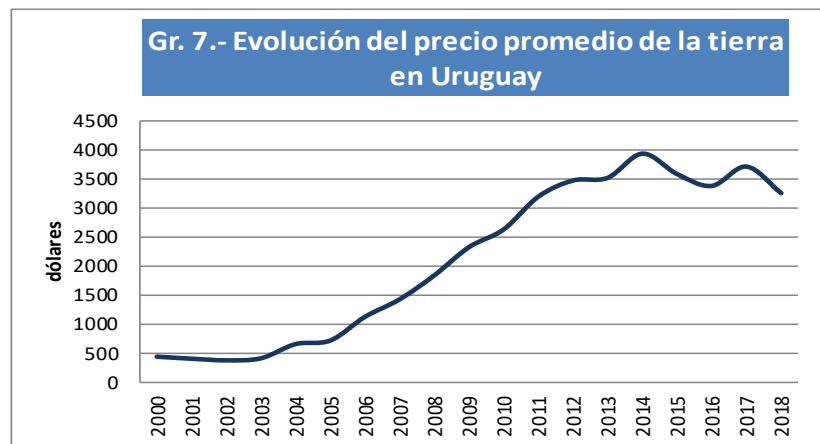
El cambio de gobierno nacional en 2016 generó expectativas para el comienzo de una recuperación en los valores, lo que finalmente no ocurrió, ya que la coyuntura económica no acompañó la recuperación del sector. La inflación, la devaluación del peso y la alta presión impositiva que aún soportan los productores 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 US\$12.000 y US\$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.



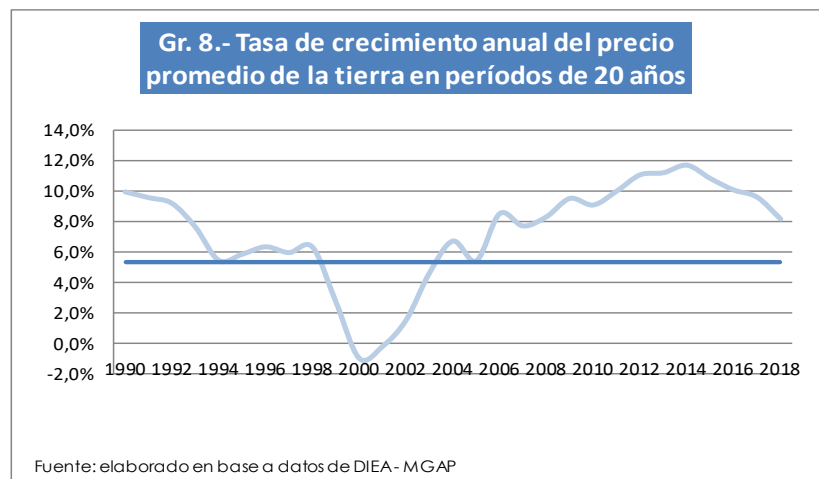
La valorización del precio de la tierra es un componente relativamente importante de ingreso final del fideicomiso (15%) por lo tanto lo que finalmente ocurra con la evolución de su precio tendrá una incidencia sustancial con el retorno final de la inversión. El modelo financiero supuso una valorización 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 estaría 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 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+ uy⁷ 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 Tambler

⁷. 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. El signo de + indica que la calificación se acerca más a la categoría superior de acuerdo al puntaje. **Grado de inversión mínimo.**