

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

Montevideo, octubre de 2019

4	RESUMEN GENERAL
6	I ANTECEDENTES
10	II EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION
12	III LA ADMINISTRACION
17	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
25	V EL ENTORNO
35	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

Actualización de la Calificación de Riesgo del “Fideicomiso Financiero Campos Sustentables”.
03- octubre -2019

Denominación:	Fideicomiso Financiero Campos Sustentables.
Fiduciario:	Trust Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Agente de Registro y Pago:	Trust Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Entidad Representante:	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.
Títulos emitidos:	Certificados de participación
Moneda:	Dólares americanos
Importe de la emisión:	USD 50.000.000 (cincuenta millones de dólares).
Plazo:	12 años (extensible a 15)
Fecha de primer integración:	18 de setiembre de 2015
Administrador:	OKARA Ltda.
Distribuciones:	Anuales, A los 10 días Hábiles Bancarios contados desde la Fecha de Cierre de los Estados Contables Anuales, siempre que existan Fondos Netos Distribuibles.
Activos del Fideicomiso:	Inmuebles rurales, contratos de arrendamiento, entre otros.
Calificación de Riesgo:	BBB (uy)
Vigencia de la calificación:	30 de abril de 2020
Manual utilizado:	Manual Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros

Resumen General

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

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 diseño de gobierno corporativo que minimiza el riesgo a los inversionistas y que hasta la confección del presente informe ha funcionado en forma adecuada, disponiendo de informes del fiduciario, del operador y del comité de vigilancia.
- La capacidad de gestión de la empresa administradora del proyecto – Okara Limitada –, y de las que se vincula, se mantiene bajo los estándares de eficiencia evaluados en la calificación original. Por su parte, el desempeño del fideicomiso hasta la fecha es acorde a lo esperado.
- Un negocio que desde el punto de vista económico financiero para el inversor, soporta los stresses ajenos al negocio a los que razonablemente la emisora y la calificadora han sometido el proyecto. Completada la compra de tierras en 2018 se presentó una nueva proyección financiera, que determinó una TIR estimada del 6%. Esa TIR fue sensibilizada satisfactoriamente en la actualización de noviembre de 2018, no existiendo en esta oportunidad elementos que justifiquen una nueva sensibilización.
- Por otra parte, y a la luz de los cambios en el panorama financiero internacional, se recalculó nuevamente la Tasa de retorno esperada del capital del WACC¹, manteniéndose las conclusiones (véase Sección IV).
- Ya ha culminado el proceso de compra de los campos y el 100% de los mismos se encuentran arrendados; estos dos objetivos se lograron antes de lo establecido como compromiso mínimo de desempeño en el contrato de fideicomiso.
- La superficie adquirida fue un 3% superior a la previsión inicial y a un precio 2% inferior al presupuestado.
- La ambientación de los campos es un tema fundamental en el plan de negocios y se está realizando ya en todos los campos adquiridos.
- El ingreso por arrendamientos es por el momento menor al estimado en el proyecto original aunque viene creciendo. Esto afecta a la TIR original que fue estimada bajo otra coyuntura, pero de cualquier manera la nueva estimación (6%), la cual se ajusta a la realidad actual y se viene cumpliendo, se encuentra por encima de la tasa de retorno esperada por el capital para este tipo de negocio y con los riesgos actuales del país.

¹. Weighted average cost of capital

- El producido por los arrendamientos, considerando los flujos de dinero efectivamente percibidos por el fideicomiso (no lo devengado) en el año 2018 (enero-diciembre) con relación al valor de compra fue de 2,07%, porcentaje que se encuentra por debajo de las proyecciones esperadas por el Operador para ese año (3,17%). Esta diferencia se explica por los eventos climáticos adversos que sufrió el sector agrícola en el año 2018 que impidieron el pago por algunos arrendatarios, no obstante el Fideicomiso refinanció las deudas de los arrendatarios asegurándose el cobro con cesiones de contratos de venta de grano de las cosechas de 2019; lo cual se viene cumpliendo de acuerdo a lo proyectado.
- Las expectativas para 2019 suponen que se devengarán arrendamientos por un total de 1,68 millones de dólares que implicarían un 3,63% de caprate respecto de la inversión inicial. Si bien este valor sigue estando por debajo de las estimaciones realizadas en el prospecto (4,2%), son mejores a las consideradas en la última proyección financiera realizada (3,2%).
- El mercado de tierra agrícola, si bien está afectado por coyunturas de oferta y demanda de corto plazo así como de decisiones nacionales e internacionales de políticas que afecten el tipo de cambio real, para el largo plazo presenta tendencias de incremento en sus precios, como ha sido el comportamiento histórico. Si bien el precio de la tierra ha mostrado una tendencia a la baja, el patrimonio del Fideicomiso que surge de los Estados Contables es similar al valor de la emisión.
- Para el caso de los commodities alimenticios, se espera para el mediano plazo un mantenimiento de la actual situación de precios deprimidos, como resultado de que el crecimiento de la producción ha venido superando al consumo, situación de se mantendría en los próximos años. De esta forma, se proyecta para el mediano plazo una disminución de los precios reales de los alimentos, aunque crecerán en términos nominales. Asimismo, se espera que luego de varios años de condiciones de mercado relativamente tranquilas, los mercados agrícolas mundiales enfrenen riesgos crecientes, incluida la incertidumbre política por las tensiones comerciales.
- En cuanto a las políticas públicas sectoriales, no se perciben riesgos en este sentido. Asimismo, la implementación de riego en algunas de las explotaciones agropecuarias y el proceso de ambientación y conservación y mejora de los recursos, está alineado con las disposiciones de política, que en tanto basadas en normas de rango legal, no es probable que se modifiquen en el corto plazo.

I. ANTECEDENTES

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 Campos Sustentables".

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 conferida no representa no obstante una recomendación de compra 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 considerar entre otros. CARE no audita ni verifica la exactitud de la información presentada, la que sin embargo procede de fuentes confiables a su juicio.

El marco conceptual de esta calificación supone un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica el desempeño esperado del fideicomiso, su capacidad de generar en el tiempo utilidades, conforme al proyecto de ejecución del negocio agrícola que consiste en esencia en identificar, adquirir y arrendar inmuebles rurales subutilizados pero con alto potencial productivo y valorización en el mediano y largo plazo, mediante la aplicación de un plan de desarrollo tecnológico según las particularidades de cada inmueble, que su administración está mandatada a realizar. Admitido el rango de TIRs derivado de múltiples simulaciones razonables para el proyecto en la primer calificación, las siguientes no se vinculan 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 sigue 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 del 3 de abril de 1998. Califica conforme a su metodología oportunamente aprobada por dicha autoridad, seleccionando los profesionales necesarios para integrar en cada caso el comité de calificación, el que juzga en función de sus manuales. Estos, su código de ética, registros y antecedentes se encuentran disponibles en el sitio web: www.care.com.uy así como en el del regulador: www.bcu.gub.uy. El comité de calificación estuvo integrado en este caso por los Ings. Julio Preve y Adrián Tamber y el Cr. Martín Durán Martínez. Asimismo, en oportunidad de la calificación original, CARE contrató los servicios del Dr. Leandro Rama, informe que se puede consultar en www.care.com.uy.

La Vigencia de esta actualización es hasta el 30 de abril de 2020. Más allá de las actualizaciones de norma, la calificación puede variar ante la aparición de hechos relevantes.

2. Antecedentes generales y hechos salientes del período.

- El objetivo inicial fue adquirir 11.563 has, desarrollar la “ambientación” agronómica, arrendarlas para su explotación por terceros y luego venderlas. Se han comprado 11.863 has, y en principio ya habría culminado el proceso de compra; se está avanzando en el proceso de ambientación el cual se realiza en acuerdo con los arrendatarios.
- El proceso de compra fue llevado adelante según el siguiente detalle:

Cuadro 1. Cronología de compras		
Fecha	Establecimiento	Area (has)
6/6/2016	Predio 1	6.939
27/9/2016	Predio 2	728
27/9/2016	Predio 3	1.992
27/9/2016	Predio 4	1.249
29/9/2017	Predio 5	955
Total		11.863

Fuente: Okara Ltda

- En la medida en que se fueron entregando los campos los mismos fueron cedidos en arrendamiento.
- A la fecha, todos los campos propiedad del FFCS se encuentran arrendados y en producción. En este año algunos de los arrendamientos están venciendo, no obstante hay voluntad e interés de renovar. En uno de los campos uno de los arrendatarios está muy comprometido financieramente pero aparentemente pagaría la próxima renta y su financiamiento para seguir en la actividad con la venta de un campo; de no concertarse esa posibilidad el Operador deberá sustituir ese arrendatario.
- Para el año civil 2018, los ingresos efectivamente cobrados por arrendamientos descendieron en forma notoria, como consecuencia de la sequía y déficit hídrico que afectaron a los cultivos de verano. La menor producción afectó las rentas de aquellos campos y áreas en los que las rentas se fijaron como porcentajes de la producción. Asimismo, los arrendatarios tuvieron serias dificultades financieras para pagar las rentas. Según DIEA en su Encuesta Agrícola “Invierno 2018”, “el rendimiento medio del cultivo de soja a nivel nacional fue estimado en 1.214 kg/ha sembrada, lo que implica una disminución del 59% respecto del año anterior. Los rendimientos de soja en los campos El Escondido, El Repecho y La Rinconada, fueron 921, 1.412 y 1.206 kg/ha respectivamente; en consecuencia parte o la totalidad de las rentas de esos campos no pudieron hacerse efectivas.

Cuadro 2. Ingresos por arrendamientos en el año 2018- en USD

Establecimiento	Precio de Compra	Ingresos Arrendamientos	Ingreso por ha/ precio	Saldo Cobrar en 2019
Predio 1	3.465	605.213	2,52%	98.927
Predio 2	5.500	0	0,00%	158.993
Predio 3	3.944	61.647	0,78%	198.824
Predio 4	3.400	149.880	3,53%	0
Predio 5	6.400	137.243	2,25%	51.956
Total		953.983	2,07%	508.700

Fuente: Okara Ltda

Nota: Los ingresos por arrendamiento son los efectivos, no lo devengado (enero-diciembre)

- El Fideicomiso refinanció los saldos impagos de la zafra 2017/18, reconociendo la existencia de condiciones climáticas muy adversas para la cosecha de soja en 2018. Una buena cosecha en los cultivos de verano de la zafra 2018/19 sumado a la existencia de garantías de cobro a través de prendas de los cultivos y la cesión de contratos de venta de grano, está permitiendo cobrar en correr de 2019 los saldos impagos del año anterior. Es así entonces, que el operador estima que durante el año 2019 el fideicomiso cobrará entre lo refinanciado del año anterior más los devengados de este año una cifra muy cercana a los 2,1 millones de dólares.

Cuadro 3. Ingresos por arrendamientos en el año 2019- en USD

Establecimiento	Ingreso
Predio 1	905.132
Predio 2	338.730
Predio 3	482.292
Predio 4	149.880
Predio 5	216.187
Total	2.092.221

Fuente: Okara Ltda

Nota: hasta junio son datos reales, el segundo semestre es estimado

- En todos los campos se viene avanzado en el proceso llamado de ambientación, en el que a partir de información cartográfica, satelital y otras, se va a posibilitar a largo plazo una mejor gestión de esos establecimientos. En el primer informe del operador se encuentra una descripción del proceso seguido, necesario para poner en práctica la tecnología de "agricultura por ambientes". La agricultura por ambientes ya permite obtener resultados positivos, ya que los campos agrícolas se fertilizan de acuerdo a sus necesidades y ya se observan menor variabilidad por los ajustes en la fertilización.
- En los campos Santa Rufina, El Repecho y La Rinconada, ya se obtuvieron los permisos para la realización de represas y el desarrollo de sistemas de riego.
 - En Santa Rufina la RENARE aprobó el plan de recuperación de suelos y la DINAGUA aprobó el uso de aguas públicas por parte del Fideicomiso

- En El Repecho se aprobó el proyecto de riego por parte de DINAMA (categoría A) y ya se dispone de la autorización previa ambiental.
- En La Rinconada, está autorizada la realización de tres represas (chica, mediana y grande).
- En el año 2019 finalizan varios contratos de arrendamientos, por lo que el operador ya está analizando las distintas posibilidades, ya sean renovaciones o cambios de arrendatarios. Para tomar estas decisiones se tienen en cuenta el cumplimiento del plan agronómico y productivo planteado para cada campo, así como también la situación financiera en la que se encuentren los arrendatarios. Por el momento de 13 contratos de arrendamiento existe un solo caso con dificultades y por lo tanto con posibilidad de cambio de arrendatario.
- El Comité de Vigilancia no plantea objeciones o cuestionamientos a lo actuado y ha destacado la calidad de la gobernanza del proyecto.

3. Información analizada

La información analizada en esta ocasión fue la siguiente:

- Informes trimestrales del operador, el último a junio de 2019.
- Información del Comité de Vigilancia.
- Informes de seguimiento de los establecimientos.
- Entrevistas con el personal superior de OKARA.
- Estados Contables intermedios del Fiduciario al 30 de junio de 2019
- Estados Contables intermedios del Fideicomiso al 30 de junio de 2019.
- Estados Contables del Operador al 31 de diciembre de 2018.

II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

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

1. Descripción general

Denominación: Fideicomiso Financiero Campos Sustentables

Fiduciario: TRUST Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A.

Administrador: Okara Limitada.

Agente de Registro y Pago: TRUST Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A.

Entidad Representante: Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay.

Cotización bursátil: Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay.

Organizador: Bado, Kuster, Zerbino & Rachetti (asesor legal)

Asesor Fiscal: Echevarría Petit & Asociados

Títulos emitidos: Certificados de participación

Activos del Fideicomiso: Inmuebles rurales, contratos de arrendamientos, entre otros.

Moneda: Dólares

Importe de la Emisión: USD 50.000.000

Plazo: 12 años.

Distribuciones: Anuales, a los 10 días hábiles bancarios contados desde la fecha de cierre de los estados contables anuales, siempre que existan fondos netos distribuibles.

Calificación de Riesgo: BBB (uy)

2. El análisis jurídico

El análisis jurídico se agregó en el Anexo I (Informe de Contingencias Jurídicas, de la calificación original, véase en www.care.com.uy). El mismo procura descartar cualquier eventualidad de conflictos derivados por ejemplo: de la construcción jurídica, los contratos respectivos, el cumplimiento con normas vigentes, etc.

Concluye: *“En conclusión y contemplando todos los aspectos involucrados, el negocio fiduciario cuenta con un razonable grado de cobertura, no advirtiendo riesgos sustanciales asociados a contingencias jurídicas en el 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 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 medio.*

III. LA ADMINISTRACIÓN

Las características de la emisión hacen necesario analizar dos empresas administradoras: TRUST Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A. (TRUST) en su condición de emisora y fiduciaria del fideicomiso financiero así como Agente de Pago y Entidad Registrante y por otro lado OKARA SRL en su doble condición de Administrador Profesional del patrimonio fiduciario y Fideicomitente por el 1% de la emisión. Se trata de evaluar la capacidad de gestionar, de administrar un patrimonio, para lograr el cumplimiento de las obligaciones que se establecen en el contrato que constituye el fideicomiso. Integra este análisis el ajuste de la fiduciaria a las disposiciones nacionales jurídicas vigentes.

1. La Fiduciaria.

La fiduciaria es TRUST Administradora de Fondos de Inversión S.A. (TRUST AFISA); se trata de una sociedad anónima cerrada, con acciones nominativas. Su domicilio es Rincón 487, Oficina 305, Montevideo. Tiene por objeto exclusivo la administración de fondos de inversión de conformidad con lo dispuesto por la Ley No. 16.774 de 27 de setiembre de 1996 y demás normas reglamentarias, modificativas y complementarias, pudiendo ser fiduciaria en fideicomisos financieros de acuerdo con el Artículo 26 de la Ley No. 17.703. Como tal, se encuentra regulada y supervisada por el Banco Central del Uruguay (BCU).

TRUST AFISA ha sido autorizada a operar como administradora de fondos de inversión por comunicación del BCU No 2011/180 del 5 de octubre de 2011.

A continuación se exponen en los cuadros siguientes su Estado de Situación Patrimonial y de Resultados (intermedios) al 30 de junio de 2019 y su comparativo con ejercicios anteriores.

Cuadro 4: Estado de Situación de TRUST (miles de \$)

Concepto	30/6/2019	31/12/2018	31/12/2017
Activo	33.688	32.344	27.250
Activo Corriente	3.669	3.940	1.298
Activo no Corriente	30.019	28.404	25.952
Pasivo	22.551	22.159	19.632
Pasivo Corriente	594	1.595	1.393
Pasivo no Corriente	21.957	20.564	18.239
Patrimonio	11.137	10.185	7.617
Pasivo y Patrimonio	33.688	32.344	27.250
Razón Corriente	6,18	2,47	0,93

Fuente: EE.CC TRUST

Cuadro 5: Estado de Resultados de TRUST (miles de \$)

Concepto	30/6/2019	30/6/2018	31/12/2018
Ingresos Operativos Netos	3.199	4.723	7.503
Ingresos Diversos	76	343	535
Ingresos Financieros	2.014	2.151	2.620
Total Ganancias	5.290	7.217	10.659
Gastos de Administración	(2.769)	(2.369)	(5.406)
Gastos financieros	(1.569)	(2.230)	(2.686)
Total Egresos	(4.338)	(4.599)	(8.092)
Resultado del Ejercicio	952	2.618	2.567
Ajuste integral (ejercicio anterior)	-	-	-
Resultado Integral del Período	952	2.618	2.567

Fuente: EE.CC TRUST

El capital autorizado de la sociedad es de \$ 20 millones en acciones de valor nominal de \$ 1 cada una y a la fecha se han integrado \$ 6.22 millones.

TRUST AFISA comenzó a operar efectivamente como fiduciaria a partir del ejercicio 2013 administrando el fideicomiso financiero "Torres Nuevocentro"; en la actualidad administra, además, el fideicomiso financiero "Campos Sustentables" y el fideicomiso de garantía "Inversora Rincón Trust".

Su idoneidad para administrar esta operación no ofrece reparos.

2. OKARA SRL

Sigue siendo OKARA LIMITADA el Administrador Profesional tal como se define en los contratos respectivos. Esta firma tiene domicilio en Justo Pastor Sotura 1268, de la ciudad de Dolores.

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 la información proporcionada por la firma en el Prospecto informativo, de sus EE.CC y a través de entrevistas con directivos de la empresa; administradores de campos; verificaciones de reputación mediante entrevistas a informantes calificados incluyendo visitas del Comité de Calificación de CARE a distintos establecimientos administrados por el equipo técnico de OKARA tal cual se daba cuenta en ocasión de la calificación original.

Desde que se hiciera dicha evaluación no se han registrado novedades que hagan cambiar el juicio de CARE respecto a la idoneidad de la firma para llevar adelante este emprendimiento por lo que se considera que no es necesario reiterarla acá. Por otra parte, el desempeño registrado hasta el momento, según se da cuenta en otra sección de este informe, avala el juicio emitido oportunamente acerca de su capacidad para ejecutar el plan de negocios.

Situación económico financiera

Como ya se ha referido, OKARA es una empresa de servicios. Su actividad principal está definida como la prestación de servicios de gestión tecnológica en la agricultura que básicamente se enfoca en planificación y control de gestión de la producción agrícola, aplicando tecnología y conocimiento para que los clientes, grandes propietarios y fondos de inversión, logren liderazgo en su negocio.

Cierra ejercicio el 31 de diciembre. De acuerdo a los EE.CC de los tres últimos ejercicios proporcionados por la firma (con informe de compilación) su situación patrimonial y los resultados obtenidos no ofrecen dificultades. El último balance disponible fue al cierre del 31/12/18.

Se concluye entonces que la idoneidad comprobada del Administrador, los protocolos de actuación y los controles internos a los que estará sometida así como su solvencia económico financiera siguen dando garantía suficiente de cumplimiento del plan de negocio.

3. El Fideicomiso

Luego de la autorización del BCU mediante la inscripción de los certificados de participación escriturales, se realizó en BEVSA la emisión de oferta pública de dichos valores el 18 de setiembre de 2015 por el valor correspondiente de USD 50 millones.

Si bien originalmente estaba prevista una integración diferida de la emisión en tres etapas, por Asamblea de fecha 25/11/2015, los Titulares de Certificados de Participación del Fideicomiso Financiero Campos Sustentables resolvieron modificar el cronograma de integración de los Certificados de Participación, de acuerdo a lo previsto en la cláusula 3.3.4 del Contrato de Fideicomiso, adelantando la Segunda y Tercera Integración al día 29/12/2015. En consecuencia, el 100% de la integración se hizo durante el primer ejercicio en tres tandas.

En los cuadros siguientes se da cuenta del estado de situación patrimonial y de resultados del fideicomiso, intermedios al 30 de junio de 2019.

Cuadro 6: Estado de Situación Fideicomiso (millones de \$)			
Concepto	30/6/2019	31/12/2018	31/12/2017
Activo	1.677	1.534	1.452
Activo Corriente	137	113	89
Activo no Corriente	1.540	1.421	1.363
Pasivo	5	8	10
Pasivo Corriente	5	8	10
Pasivo no Corriente	-	-	-
Patrimonio	1.672	1.526	1.442
Pasivo y Patrimonio	1.677	1.534	1.452
Razón Corriente	27,40	14,13	8,90

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Si bien la moneda funcional del fideicomiso es el dólar americano, los estados contables se presentan en moneda nacional de acuerdo a la normativa uruguaya. El tipo de cambio vigente a la fecha de cierre (30/6/19) fue de \$ 35,182 por lo que si se convierte el monto de patrimonio contable a esa fecha da un monto de USD 47.52 millones, cifra algo menor al monto emitido. En el semestre no se hicieron nuevas tasaciones de campos las que se harán sobre el fin del ejercicio en curso.

Cuadro 7: Estado de Resultados Fideicomiso (miles \$)

Concepto	30/6/2019	30/6/2018	31/12/2018
Ganancias	32.736	23.115	44.773
Ingresos Operativos	30.900	23.021	44.127
Resultados Diversos	101	-	-
Resultados Financieros	1.735	94	646
Pérdidas	(17.683)	(15.194)	(27.601)
Gastos directos de prestación	(4.348)	(4.533)	(6.235)
Gastos de administración	(6.958)	(5.240)	(11.172)
Gastos generales	(6.328)	(5.420)	(10.070)
Gastos Financieros	(49)	(1)	(124)
Resultado del periodo	15.052	7.921	17.172
Ajustes Integrales	131.046	107.494	153.902
Resultado Integral del periodo	146.098	115.415	171.073

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Producto de la plena ocupación de los campos, tal como se consigna en otra sección del presente informe, los ingresos devengados correspondientes al primer semestre de 2019 fueron, en moneda nacional, un 42 % superiores a los del mismo periodo del año anterior; aunque no todo se ha cobrado (al cierre existía un saldo de arrendamientos a cobrar superior a USD 700 mil, incluyendo una pequeña partida de intereses por atrasos). En general existen garantías por los arrendamientos y al 30/6/19 se realizó una previsión por incobrables equivalente al 2 % del saldo deudor a esa fecha. De todas formas, es de hacer notar la posición de liquidez que mantiene el Fideicomiso que lo pone a resguardo de una eventual situación adversa motivada por dificultades en los cobros de arrendamientos.

El resultado integral al cierre corresponde al resultado de conversión de activos y pasivos a la moneda de presentación.

En definitiva se ratifica el desempeño correcto que viene mostrando el administrador en la concreción del plan de negocios. Esto resulta confirmatorio del juicio emitido por CARE en cuanto a su idoneidad.

4. Riesgos considerados:

Riesgo jurídico, por incumplimiento de alguna disposición por parte del fiduciario o del aparcero, agente o fideicomitente. 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 TRUST AFISA y OKARA SRL. 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 realizan tanto el Fiduciario como el Comité de Vigilancia, con amplias atribuciones y el sometimiento a protocolos de actuación; dado el cumplimiento satisfactorio del plan de negocios en el tiempo transcurrido, se considera que *el riesgo de incumplimiento de la administradora con las responsabilidades del proyecto es muy 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, 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 por cambio de operador, se encuentra también previsto en función de diversas contingencias.

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

1. Bienes fideicomitidos y aspectos descriptivos del proyecto

Según el contrato de Fideicomiso Financiero y el resumen recogido en el prospecto de emisión, el objeto principal del “Fideicomiso Financiero Campos Sustentables” es la obtención de financiación por medio de Oferta Pública de Certificados de Participación, con el fin de destinarlo al Proyecto, consistente en la identificación, adquisición y arrendamiento de propiedades agropecuarias subutilizadas con alto potencial productivo y de apreciación a mediano y largo plazo, para luego venderlas y capitalizar el incremento de su valor inmobiliario logrado mediante el plan de desarrollo especialmente realizado para cada una de ellas. Las compras se desarrollaron de acuerdo a protocolos detallados en el prospecto que se consideran adecuados al propósito del fideicomiso.

Las proyecciones económicas se presentaron oportunamente por un período igual a la duración del fideicomiso, o sea 12 años, sin considerar la posibilidad de variación de los tres años previstos. Para la actualización de abril de 2018 se contó con un nuevo modelo financiero que contempló ajustes en los costos de inversión y en los ingresos por arrendamientos, en base a los valores reales que se vienen obteniendo. Para esta actualización no hay cambios sustanciales en las proyecciones por lo que el modelo financiero ajustado sigue siendo razonable a juicio de CARE

El proceso de compra de campos por parte del Fideicomiso ya se ha dado por finalizado. Se han adquirido cinco establecimientos, en cinco departamentos, alcanzando una superficie de 11.863 has, cuyo precio promedio resultó en unos USD 3.900/ha. En el proyecto se había estimado un total de 11.563 has a un precio de USD 3.995.

El portfolio de 11.863 hectáreas comprende unas 5.700 hectáreas destinadas a ganadería (48%) y unas 6.200 hectáreas destinadas a agricultura (52%).

El área agrícola considera aproximadamente 1.200 hectáreas afectadas al cultivo de arroz y 340 hectáreas de agricultura bajo riego. Asimismo para uno de los campos se cuenta con un proyecto aprobado con derechos gestionados y otorgados ante DINAGUA para desarrollar un sistema de riego por pivote con embalse artificial a construir y en otro de los predios se proyecta la ampliación de la capacidad de las represas, lo que permitiría abastecer un proyecto de riego por pivote de 2.000 hectáreas más de áreas agrícolas.

El área ganadera considera unas 1.000 hectáreas de monte ganadero en uno de los campos, el cual se encuentra bajo un proyecto de sistematización aprobado por la Dirección General Forestal del MGAP para incrementar su capacidad productiva de generación de renta. Además considera unas 1.000 hectáreas de campo natural en rotación con la producción de arroz con potencial para desarrollarlo para producción agrícola.

Como ya se comentó en la Sección I, los valores reales obtenidos por arrendamientos en el año 2018 estuvieron por debajo de lo esperado originalmente como consecuencia de los malos rendimientos obtenidos por la agricultura realizada lo que determinó que los arrendatarios no pudieran cumplir con sus compromisos. No obstante el saldo se refinanció y los compromisos se vienen cumpliendo en 2019.

La renta devengada en el año 2018 fue de 1.463.683 dólares lo que significó un valor medio de USD 123/ha, un 26% inferior a la esperada inicialmente por el proyecto agrícola ganadero en el año 2013, que era de USD 167/ha; pero apenas inferior (2,3%) a la considerada en el ajuste del modelo en 2018.

El resultado logrado guarda relación con lo que se constata a nivel nacional, ya que la información publicada por DIEA-MGAP en base a los Registros, muestra una caída de un 35% entre 2013 y 2018. (véase sección V).

En el siguiente cuadro se presentan los valores de arrendamientos esperados para el año 2019.

Cuadro 8. Esquema de arrendamiento a devengar de los campos del Fideicomiso en 2019

Campos	Area	Renta (USD/ha)	Total USD	Precio de compra	Cap Rate
Predio 1	6.939	119	825.176	3.453	3,4%
Predio 2	728	285	207.412	5.500	5,2%
Predio 3	1.992	165	328.264	3.944	4,2%
Predio 4	1.249	120	149.880	3.400	3,5%
Predio 5	955	174	166.521	6.400	2,7%
Total	11.863	141	1.677.253	3.892	3,6%

Fuente: Informe del Operador

Para este año 2019 se espera una mejora significativa (14%) en los ingresos por arrendamientos con respecto a 2018, pero siguen estando un 16% por debajo de los valores esperados en el proyecto original. Si bien es cierto que los valores de arrendamiento obtenidos difieren de los esperados en el proyecto original, también es cierto que los valores de los campos también se han reducido. Por tal motivo, es importante determinar la tasa de capitalización (Cap Rate bruto), para evaluar el desempeño de la administración.

En ese sentido, el Caprate promedio sería del 3.6% para todos los campos, frente al 4,2% esperado en el proyecto original. No obstante, es importante destacar que los valores esperados para 2019 son mejores a los estimados en el ajuste del modelo financiero realizado en el año 2018, que incorporó información de actual situaciones de precios.

Cuadro 9.- Resultados reales y esperados

	Ingreso arrendamientos USD	Renta media USD/ha	Caprate en %
Proyecto original año 2013	1.931.092	167	4,2%
Ajuste realizado en 2018	1.491.967	126	3,2%
Renta devengada 2017 (*)	1.500.381	126	3,3%
Renta devengada 2018	1.463.682	123	3,2%
Renta devengada 2019	1.677.253	141	3,6%

Fuente: CARE en base a prospecto e informes del operador

(*) Renta anualizada

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

El proyecto planteado en el Prospecto presentaba una Tasa Interna de Retorno del proyecto de 8,23% en base a supuestos de capacidad de gestión, físicos y de precios de la tierra razonables para el momento. Las variables clave en las proyecciones del flujo de fondos refieren a la evolución esperada del precio de la tierra y a la evolución esperada del valor del arrendamiento.

Una vez completada la compra de los campos, OKARA presentó para abril de 2018 una actualización de las proyecciones financieras, sobre la base de los datos reales de los primeros años, en lo que se refiere a los precios reales de compra de los campos y los valores que se están obteniendo por los arrendamientos. Como ya fuera comentado se compró a un precio levemente menor al proyectado (2% menor), pero los valores de arrendamiento esperados se encuentran por debajo de lo previsto (16% más bajo es lo esperado para 2019).

Assumiendo el precio final de compra, y el valor promedio esperado en la coyuntura actual de la rentas el Operador presentó una nueva estimación de la tasa interna de retorno del proyecto. Esta proyección supone un incremento anual de la tierra del 8% y un aumento anual de un 3% en los ingresos por arrendamientos.

Cuadro 10. Reestimación de la TIR

Indicador	Inicial	Reestimada
TIR del Proyecto	8,54%	6,00%

Fuente: el Operador

Esta nueva TIR es más baja que la esperada originalmente en el Prospecto.

En el Prospecto se ha fundamentado con solvencia no solo en la valoración esperada de la tierra, sino el plus que significa el agregarle el proceso de "ambientación". Este agregado de valor en los campos seleccionados hace que los mismos cambien de destino productivo, o sea, se transformen en establecimientos básicamente ganaderos en campos con potencial agrícola, algunos de ellos con riego. Este hecho genera que el flujo esperado de ingresos "productivos" se modifique y conlleve una extra valorización de la hectárea.

Ello vuelve aceptable el guarismo de 8% de incremento anual de valor nominal en dólares del prospecto y también de la nueva estimación. Como se verá en el capítulo V en períodos de 12 años, en promedio el valor de la tierra se ha apreciado en 8,3% anual, aunque hubo períodos en que ese guarismo fue bastante menor. Sin embargo, hay que tener en cuenta que la serie de precios utilizada (DIEA) no considera la valorización por concepto de mejoras (ambientación) que si ocurrirá en las tierras del fideicomiso. Por otra parte, importa destacar que la liquidación final del activo tierra puede diferirse hasta tres años, de modo de mitigar una baja coyuntural de precios en el año 12.

En relación a los arrendamientos, el último flujo financiero considera un incremento nominal de 3% anual, levemente superior a la inflación americana; no considerando movimientos en la productividad producto de las ambientaciones propuestas, eventuales incrementos en los precios de los

productos, ni los aumentos de productividad derivados de la propia evolución tecnológica. En este caso, con una serie más corta (19 años) el incremento anual promedio en períodos de 12 años para los arrendamientos fue de 7,6%; este valor resulta muy alto al considerar los incrementos más recientes en las rentas consecuencia de los incrementos en los precios de las commodities, el crecimiento agrícola, el desarrollo forestal, etc..

Como ya lo planteara CARE en informes anteriores, el precio del arrendamiento es determinado por el precio de los productos, además del precio de la tierra. Esto explica el descenso del Cap Rate calculado, ya que los precios de los productos –y en consecuencia también de los arrendamientos- cayeron más que los precios de los campos.

2.1 Replanteo del Flujo de Fondos y sensibilización

El último flujo financiero presentado en abril de 2018 se basa en una serie de supuestos que en general son compartidos (evolución del precio de la tierra y de los arrendamientos). No obstante lo anterior, la evolución de los productos agrícolas y en consecuencia el valor de los arrendamientos, presentan a juicio de CARE, algunos motivos de replanteo que justificaron realizar otros cálculos. En base a ello y tomando en cuenta las proyecciones de precios internacionales y las perspectivas de largo plazo para las commodities, CARE recalculó en la calificación de octubre de 2018 el Flujo de Fondos suponiendo trayectorias de precios levemente menores a los proyectados en el modelo de negocios. Estas proyecciones se han mantenido incambiables con relación a la fecha de la sensibilización por lo que en esta instancia no se justifican nuevas sensibilizaciones. Las trayectorias de precios se basaron en las proyecciones del USDA, de FAO-OCDE y del Banco Mundial², que tendrían correlación con los valores de los arrendamientos y en consecuencia con los ingresos del fideicomiso. Se consideró un 2,5% de aumento para los ingresos por los arrendamientos (como valor más probable), porcentaje que considera un leve aumento en los precios nominales pero también un aumento en la productividad esperada.

Asimismo, a los efectos de estresar aún más el flujo financiero se supuso que el aumento del precio de la tierra fuera de un 4% anual, o sea un poco menos de la mitad del comportamiento histórico para períodos de 12 años.

La nueva TIR estimada bajo estos supuestos sería de 3,5%, sigue siendo positiva y refiere a un escenario muy desfavorable ya que prácticamente desconocería los efectos sobre el aumento de precios derivados de la mejora en los campos (ambientación, transformación agrícola, riego, etc.). En el siguiente cuadro se presenta la sensibilización de los flujos considerando también valorizaciones mayores de los arrendamientos derivados de mejoras en la productividad de los suelos, producto de la ambientación.

² OCDE FAO. Perspectivas agrícolas 2018 – 2027 (julio de 2018), USDA Agricultural projections to 2027 (febrero 2018) y World Bank Commodity Markets Outlook (octubre de 2018 con proyecciones a 2030).

Cuadro 11. Sensibilizaciones a distintas variaciones

Simulaciones	Tasa de evolución del precio de la tierra	Tasa de evolución arrendamientos	Tir proyecto
1	8%	7,0%	7,20%
2	8%	6,0%	6,90%
3	8%	5,0%	6,60%
4	8%	4,0%	6,30%
5 (*)	8%	3,0%	6,00%
6	4%	5,0%	4,30%
7	4%	4,0%	4,00%
8	4%	2,5%	3,50%

Fuente: CARE

Nota: Arrendamiento inicial: USD 125,77/HA

(*) valor esperado sin sensibilizar

2.2 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 en esta oportunidad 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.

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

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 primaria de bienes agrícolas 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.

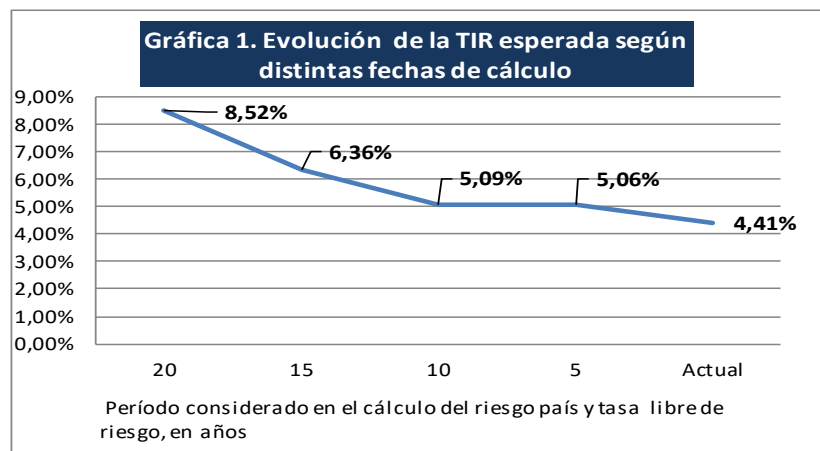
Por su parte el riesgo país, medido a través del índice UBI de República AFAP, también incorpora datos “anómalos” cuando se incluye el período de la crisis de 2002. Si bien es una realidad que la economía uruguaya atraviesa en determinados períodos crisis de esa magnitud, no se considera muy probable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

En esta ocasión y a la luz de estas discusiones, se calculó el $E(r_f)$ en distintos escenarios (el parámetro “beta unlevered” de Damodaram, para enero de 2019 se ubica en 0,48).

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 4,41%. Este valor es inferior a la TIR esperada del inversor para la última estimación previo a su sensibilización (6,0%), lo que nos indicaría que la tasa prevista es superior a la teórica. Si bien estas comparaciones coyunturales no pueden tomarse en sentido estricto, constituyen una referencia que – entre otras- ayuda a conformar un juicio acerca de la inversión original comparada con la coyuntura actual.

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.- Tasación de la Tierra

A diciembre de 2018 se realizó una nueva estimación de los campos del fideicomiso la cual mostró un importante ajuste a la baja para todos los campos para ubicarlos entre un 5 y un 10% por debajo de su precio de compra, con un valor de -8,6% para la hectárea promedio. Esa baja en los valores de los campos es coincidente con la información que reporta la DIEA en su último informe para las compraventas del 2018 (ver Sección V de este informe).

Si bien la reducción puede ser coincidente con lo que ha sucedido a nivel general en el país, llama la atención que los valores de los campos del Fideicomiso no recogen los avances en el proceso de ambientación. La empresa tasadora fundamentó esa baja en la mala situación del sector agropecuario, en la reducción de los precios agrícolas y en especial en los problemas financieros de la agricultura que tuvo un año muy malo en 2018, por lo que los valores estimados están muy afectados por esa coyuntura. También se tiene en cuenta los escasos negocios que se han hecho, la ausencia de un mercado fluido de tierras y una débil demanda.

OKARA solicitó una segunda tasación de todos los campos, de las cuales CARE pudo analizar las realizadas a dos de los establecimientos, las cuales mostraron resultados muy diferentes. Estas nuevas tasaciones ubicaron los precios de los campos en valores levemente por encima de los del año anterior (5,2%). Esta segunda empresa tasadora fundamentó sus precios en el potencial de producción y calidad de los campos.

CARE entiende que esta segunda tasación se adaptaría mejor al objetivo del análisis, ya que hoy los predios no están en venta, por lo que la coyuntura particularmente adversa no debería afectar su valor; por otra parte considera el potencial futuro de producción de los campos que es el mejor estimador del precio. En el siguiente cuadro se presenta la evolución de los valores en el correr de los años, considerándose para el año 2018 los valores estimados en la segunda tasación.

Cuadro 12. Tasación de los campos			
Establecimiento	Precio de Compra	Tasación Dic. de 2017	Tasación Dic. 2018
Predio 1	3.465	3.627	3.837
Predio 2	5.500	5.600	6.482
Predio 3	3.944	3.944	4.124
Predio 4	3.400	3.550	3.248
Predio 5	6.400	6.401	6.800
Total	3.900	4.016	4.224

Fuente: CARE en base a informes de Tasaciones

Para CARE, una evolución razonable en el valor de los inmuebles rurales debería ubicarse en el entorno de un 4 % anual, considerando la depreciación del dólar más un par de puntos por concepto de mejoras en la productividad. Partiendo del valor actual de los inmuebles y si se diera un aumento anual promedio de 4% en los próximos 10 años, implicaría que durante los 12 años

del fideicomiso el aumento promedio del precio de la tierra sería del 3,8%. En ese caso la TIR del inversor sería del 3,5%, menor a la esperada pero positiva. En este caso particular, dada la propuesta de ambientación de los campos, el incremento anual en el precio de la tierra podría ubicarse por encima de ese 4% y en ese caso la TIR sería mayor. En virtud de todo lo anterior, se considera muy importante la próxima tasación que tendrá lugar a fines del corriente año 2019.

Como ya fuera analizado en profundidad, el valor final de los campos es un componente muy importante de la rentabilidad final del proyecto, por lo que la evolución de este indicador deberá seguir analizándose con la debida atención en futuras actualizaciones.

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 el modelo de negocios planteado en el Proyecto además el permanente seguimiento que se hará al cumplimiento en plazo y forma por CARE de los compromisos de arrendamiento, *se considera que existe un riesgo medio bajo y posible de ser controlado a tiempo 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 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, productos, bienes, así como con el análisis de políticas públicas capaces de incidir directamente en el cumplimiento de los objetivos planteados. Por políticas públicas se entiende no solo las domésticas sino las de los países con los que existe comercio. En el caso de los productos agrícolas, luego de varios años de condiciones de mercado relativamente tranquilas, los mercados mundiales enfrentan hoy riesgos crecientes, incluida la incertidumbre política por las tensiones comerciales. Por otra parte, permanecen en cambio como riesgo el de políticas públicas domésticas asociado a los permisos administrativos, también con una cierta incertidumbre ante un cambio de administración.

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 los commodities agrícolas y de la tierra.

1 Riesgo Económico y de Mercado

Cabe destacar que los aspectos favorables sobre el negocio agrícola que fueron argumentados en profundidad en el prospecto de emisión y en la calificación original, siguen siendo válidos en términos generales. En esa ocasión se dieron razones fundadas sobre el crecimiento a largo plazo del precio de la tierra, tales como los referidos a la demanda mundial de alimentos, la urbanización, la mejora de la productividad agrícola, el crecimiento del ingreso de los países menos desarrollados, etc.

No obstante este escenario de largo plazo, se han registrado modificaciones en la economía mundial que se reflejan en algunos cambios en el comportamiento de los precios tanto de la tierra como de los productos agropecuarios en el corto plazo, tales como:

- La desaceleración del dinamismo de la economía mundial como resultado de la prolongada incertidumbre en torno a las políticas, debido a que persisten las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China.
- Se proyecta una desaceleración del crecimiento de las economías avanzadas en la medida que se disipen los efectos del estímulo fiscal en Estados Unidos y a medida que el flojo aumento de la productividad y el envejecimiento de la población desmejoren las perspectivas a largo plazo para las economías avanzadas.
- Las economías de los mercados emergentes que fueron el sostén de la década pasada, mediante el sostenido aumento de la demanda derivada del crecimiento económico, muestran un enlentecimiento en esa dinámica determinando una reducción de la tasa de crecimiento de la demanda por materias primas y alimentos.

- Este enlentecimiento en el crecimiento mundial ha determinado que la demanda por alimentos creciera por debajo del incremento de la oferta y por lo tanto se comenzaron a generar excedentes y en consecuencia precios más deprimidos para las materias primas.

En línea con los informes anteriores, se describen los aspectos salientes de los dos precios que inciden en los retornos de la inversión: el precio de la tierra y el precio de los arrendamientos. Como ya fue expuesto, CARE considera que las proyecciones de precios de los productos agrícolas representan una variable proxy de mayor correlación con los arrendamientos que la de un porcentaje fijo del valor de la tierra, motivo por el cual se tendrán en cuenta también estas variables.

2 Sobre el precio de los productos agrícolas.

La trayectoria esperada de los precios de los productos agrícolas afecta de forma relevante la renta que se paga por la tierra y por ende, el resultado de la inversión.

Los precios agrícolas mostraron un fuerte aumento en sus valores a partir de 2005 para alcanzar sus máximos valores entre 2007-2009. La producción respondió rápidamente a los estímulos del mercado alcanzando en el año 2017 los mayores niveles para prácticamente todos los cereales, carnes y lácteos. Al mismo tiempo el crecimiento de la demanda comenzó a debilitarse.

Entre las causas que impulsaron la demanda durante la pasada década se destaca: (a) el sostenido crecimiento de la demanda y el comercio de granos a nivel mundial explicado en gran medida por el aumento de los ingresos per cápita de China, (b) una mayor apertura y desregulación de los mercados globales (c) el desarrollo y la promoción de los biocombustible que al masificarse, vincularon la trayectoria de precios de los mercados de alimentos también con los mercados de los bienes energéticos y (d) el debilitamiento del dólar que generó aumentos en los precios nominales de las commodities.

Como se verá, las principales causas que impulsaron los precios al alza en el pasado no se mantienen y el panorama es bastante diferente. CARE consultó diversas fuentes de información y todas coinciden con lo que a continuación de describe⁶.

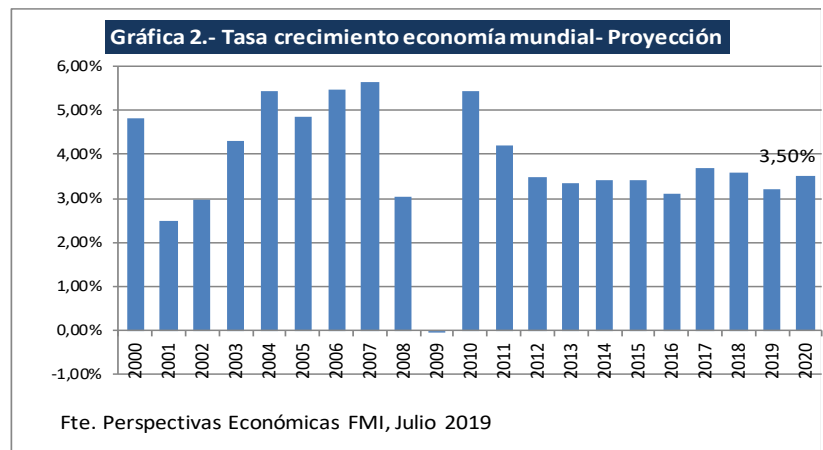
En el mediano plazo, el crecimiento en la demanda general de cereales será más moderado que la década anterior como resultado de la desaceleración de la demanda de China y es probable también que un aumento en el uso industrial de los cereales, especialmente el del almidón y los biocombustibles, sea más modesto. Por el lado de los alimentos, el consumo per cápita de la mayoría de los cereales ya ha alcanzado niveles de saturación en buena parte del mundo, sin embargo la demanda igualmente crecerá levemente, impulsada por el rápido crecimiento de la población en África y Asia, donde los alimentos básicos de cereales siguen siendo los principales componentes de la dieta.

Por su parte, la demanda de harinas proteicas se ha reducido debido a la imposición de aranceles adicionales por parte de China a las exportaciones de soja de EE.UU., y las medidas posteriores para reducir la proporción de harinas proteicas en las raciones de alimentos. La peste porcina africana afectó fuertemente al sector ganadero de China, frenando la demanda de alimentos, y generando efectos adicionales que contribuyeron a deprimir los precios de la soja.

⁶ Perspectivas Agrícolas FAO-OCDE 2019-2028 (abril 2019), USDA Agricultural Projections to 2028 (march 2019) y Banco Mundial-Commodity Markets Outlook (abril 2019) y World Bank Commodity Prices (agosto 2019).

Al no estar presente aquel fuerte crecimiento de la demanda se dieron varios años en que el crecimiento de la producción superó al consumo, lo que resultó en grandes existencias, y en consecuencia los precios internacionales bajaron. Para el mediano plazo, se proyecta que el crecimiento esperado de la producción sea superior al aumento de la demanda y en tanto cabe esperar que los precios caerán en términos reales, aunque en dólares nominales crecerán levemente (por debajo de la inflación del dólar).

Las previsiones del Fondo Monetario Internacional (FMI) para el comportamiento de la economía mundial para los próximos años son de un crecimiento moderado.



El Informe sobre las perspectivas de la economía mundial del FMI de julio de 2019, confirma que el crecimiento mundial sigue siendo moderado. Desde su anterior informe de abril Estados Unidos incrementó aún más los aranceles sobre ciertas importaciones chinas y China respondió elevando los aranceles de un subconjunto de importaciones de Estados Unidos. Las cadenas mundiales de suministro de tecnología se vieron amenazadas por la posibilidad de que Estados Unidos imponga sanciones, no se ha disipado la incertidumbre relacionada con el BREXIT y las crecientes tensiones geopolíticas han alterado los precios de la energía.

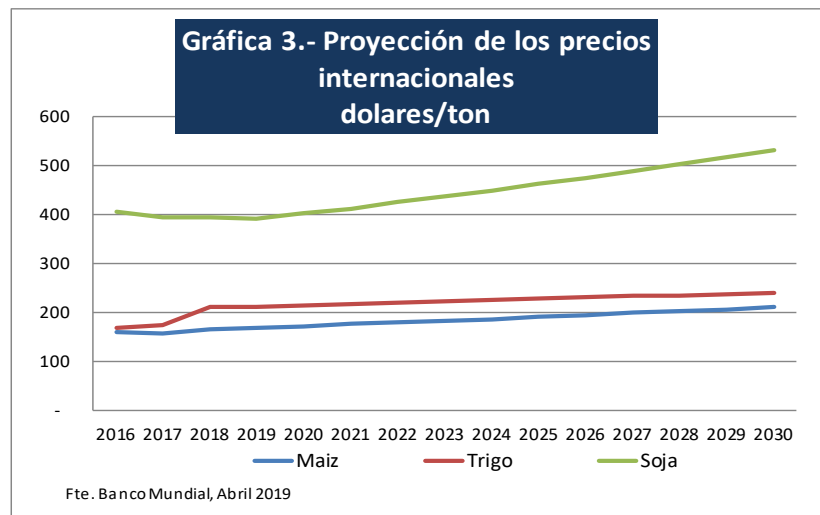
En este contexto, se pronostica un crecimiento de 3,2% para 2019, con un repunte a 3,5% en 2020 (0,1 puntos porcentuales menos que lo proyectado para ambos años en el informe de abril). Los datos sobre el PIB en lo que va del año, sumados a una moderación general de la inflación, apuntan a una actividad mundial más débil de lo previsto. La inversión y la demanda de bienes de consumo duraderos han sido moderadas en las economías avanzadas y de mercados emergentes, dado que las empresas y los hogares continúan postergando el gasto a largo plazo. El repunte del crecimiento proyectado para 2020 es precario, y supone la estabilización de las economías de mercados emergentes y en desarrollo que están atravesando tensiones y avances hacia la resolución de las diferencias en torno a políticas comerciales.

Las perspectivas del Banco Mundial, OCDE - FAO y el USDA⁷ coinciden en describir un panorama de recuperación muy bajo de los precios de productos agropecuarios durante la próxima década, pero también coinciden en que ese incremento no compensará seguramente la depreciación del dólar y en consecuencia caerán en términos reales.

7. Idem 6.

La última publicación anual de FAO-OCDE Agricultural Outlook 2019-2028, dice que “La fortaleza de la oferta prolongada durante varios años impulsó la reducción de los precios internacionales de la mayoría de los productos básicos agrícolas, aunque los precios de los cereales, la carne de vacuno y la carne de ovino muestran una recuperación a corto plazo. Las proyecciones indican que, durante la próxima década, los precios reales de casi todos los productos básicos cubiertos en las Perspectivas se mantendrán en los niveles actuales o por debajo de ellos, dado que las mejoras en materia de productividad aún superan el crecimiento de la demanda”. Se refiere a que no habría repunte en términos reales, ya que el mismo documento plantea que si habrá pequeños incrementos en los precios nominales (entre 0,5 y 0,6% anual para trigo y maíz y del 1,1% anual para la soja).

Por su parte, el Banco Mundial actualiza periódicamente su proyección de precios de las commodities. La última actualización es de abril de 2019, muestra cómo los precios de todos los rubros se espera tengan un leve crecimiento en dólares corrientes hasta 2030, aunque a tasas bajas.



El USDA también espera incrementos en los precios nominales, pero menores a la inflación esperada. Los tres organismos proyectan aumentos de precio positivos en dólares corrientes pero en prácticamente todos los casos los valores caerían en valores reales.

Cuadro 13. Tasa de evolución de los precios proyectadas para la década

Cultivo	FAO-OCDE	Banco Mundial	USDA
Maíz	0,5%	2,1%	0,6%
Soja	1,1%	2,5%	0,9%
Trigo	0,6%	1,1%	0,5%

Fuente: CARE en base a BM, USDA y OECD-FAO

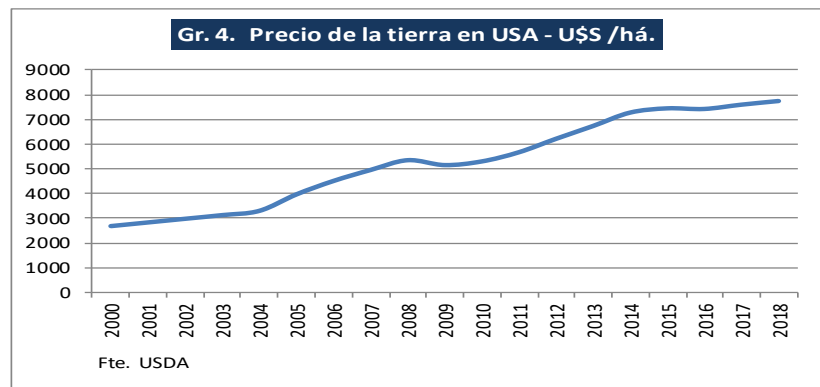
3 El precio de la tierra

El precio de la tierra, ha visto modificada su evolución de fuerte apreciación en dólares, con una caída 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 para el corto y mediano 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%.



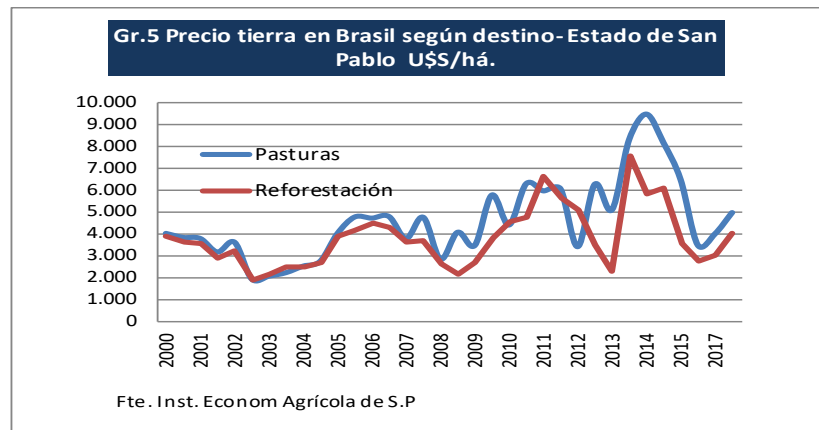
El USDA, reporta también el comportamiento de los precios de las tierras irrigadas y sin riego. Para el caso concreto de las tierras del "Corn Belt", en USDA en su reporte de Agosto de 2018, muestra que los precios de las tierras irrigadas se ubican en el entorno de un 40% por encima de las no irrigadas. En zonas más secas, como por ejemplo en California, las tierras irrigadas valen un 180% más que las que no lo tienen.

Cuadro 14. Precio de la tierra regada y no regada en el Corn Belt de EEUU (dólares/ha)

	2014	2015	2016	2017	2018
Regada	11.737	12.676	12.602	13.096	12.898
No regada	9.217	9.143	9.044	9.143	9.143
Variación porcentaje	27%	39%	39%	43%	41%

Fuente: elaborado en base a datos de USDA

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.

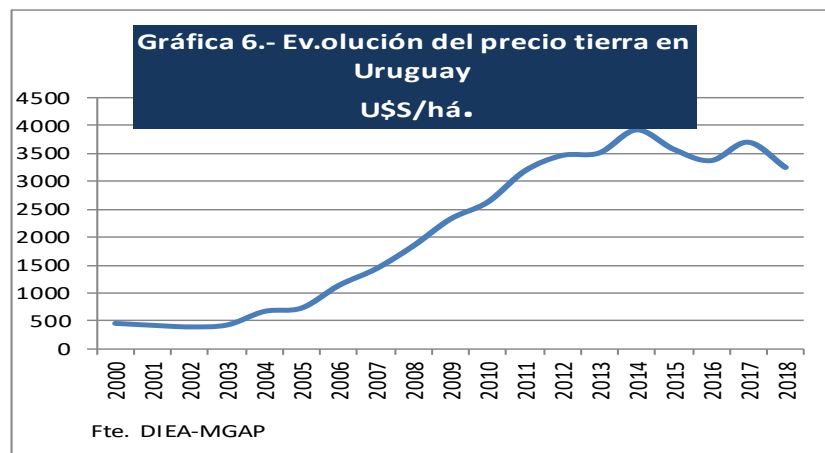
En los años en los que hubo gran demanda de campos y altos precios de la soja (2011-2014), los valores en la zona núcleo se ubicaban entre USD 18.000 y USD 22.000/Ha mientras que en 2019 esos mismos campos se ubican entre USD 12.000 y USD 15.000/Ha. Según operadores del mercado inmobiliario rural argentino, 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.

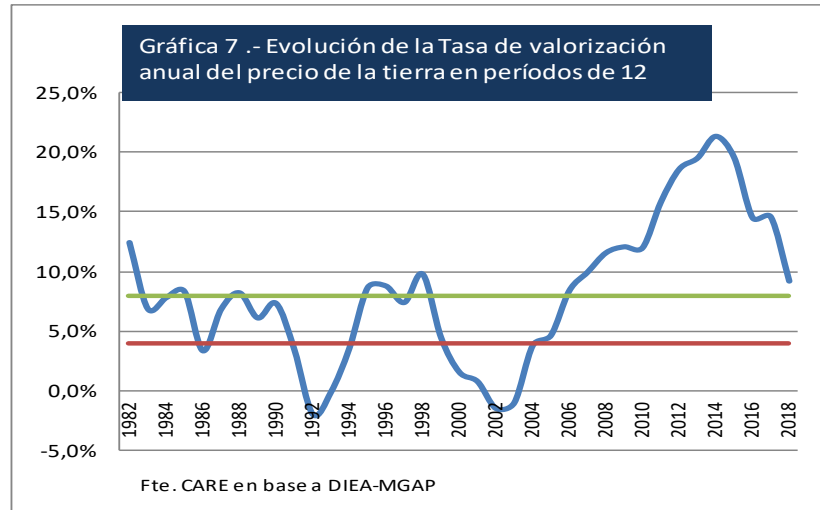


La valorización del precio de la tierra es un componente muy importante de ingreso final del fideicomiso (78%) por lo que lo que finalmente ocurra con su comportamiento tendrá una contribución sustancial con el retorno final de la inversión. El modelo financiero supuso una valorización acumulativa anual de un 8% (en dólares corrientes) durante 12 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 12, en donde se observa lo siguiente:

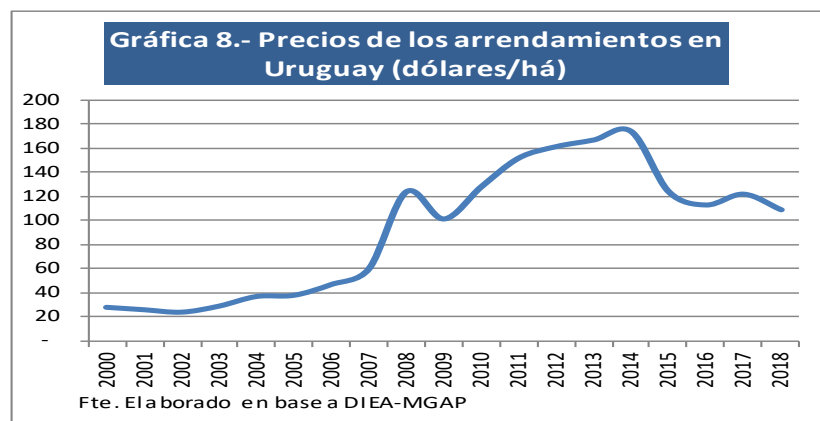
- En promedio, la evolución anual del precio de la tierra en períodos móviles de 12 años fue de 8,3%.
- No obstante en la serie aparecen 17 años (un 47%) en donde el aumento acumulativo anual en periodos de 12 años es menor al 8%, y 9 años en donde es menor al 4% valor sobre el que CARE recalculó la TIR.

Importa destacar, que esta serie de precios de la tierra es un promedio nacional y por lo tanto no considera cambios en el valor de la misma por concepto de ambientación, cambio de destino en el uso de la tierra y mucho menos el desarrollo del riego, por lo que este comportamiento no debería trasladarse a las tierras de este fideicomiso, sino solamente considerarlo como una información adicional. Finalmente, como ya se informara el Contrato de Fideicomiso considera la posibilidad de extender el plazo por hasta tres años más, pudiéndose evitar de esta forma que se deba vender en una coyuntura muy desfavorable.



4 Sobre los arrendamientos

El comportamiento de los precios de los arrendamientos, en los últimos 18 años, ha mostrado una fuerte vinculación con los precios de los productos agropecuarios y al precio de la tierra. Según cifras de DIEA, este indicador ha ido en aumento hasta 2014 –con la sola interrupción en 2009- y a partir de 2015 se inició importante una caída hasta el 2016, se recupera levemente en el 2017 y vuelve a caer en 2018.



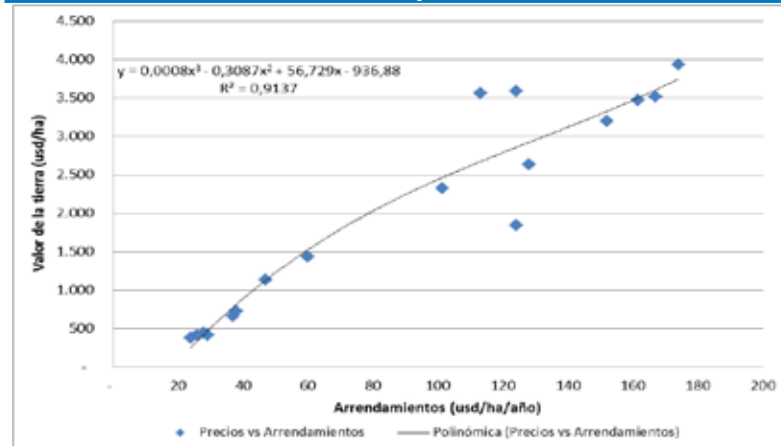
Cuadro 15. Precio promedio de arrendamientos

Año	Renta (USD/ha)	Índice base 2011=100
2010	128	84%
2011	152	100%
2012	161	106%
2013	167	110%
2014	174	114%
2015	124	82%
2016	113	74%
2017	122	80%
2018	109	68%

Fuente: DIEA-MGAP

La relación entre el valor de los arrendamientos y el de la tierra se puede observar claramente en la siguiente gráfica, en donde se observa una muy alta correlación entre los valores.

Gr. 9. Resultados de correlaciones precios arrendamiento/tierra



Para analizar la vinculación entre los precios de los arrendamientos y los de los productos agropecuarios, se hicieron las respectivas correlaciones simples a los efectos de evaluar las posibles sensibilizaciones a realizar, que arrojaron los siguientes resultados.

Cuadro 16. Coeficientes de Correlación

Año	R2
Arrendamiento - Novillo	0,93
Arrendamiento - Soja	0,92
Arrendamiento - Leche	0,94
Arrendamiento - Maiz	0,88

Fuente: CARE

Se concluye que el precio de los arrendamientos, en los últimos años, guarda estrecha relación con el valor de la tierra y también con los precios de los productos. Por tal motivo se entiende conveniente la sensibilización de los proyectos que basan parte de sus ingresos en arrendamientos, hacerla respecto del valor de la tierra y también con relación a las proyecciones de los precios agropecuarios.

5 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, 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, manteniéndose cierta incertidumbre ante un cambio de administración.

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 el agente/aparcero, 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.**