

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

*Montevideo, marzo de 2019*

|    |   |
|----|---|
| 4  | RESUMEN GENERAL                                       |
| 6  | I INTRODUCCIÓN  |
| 10 | II EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION |
| 12 | III LA ADMINISTRACION                                 |
| 18 | IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS   |
| 24 | V EL ENTORNO  |
| 31 | VI CALIFICACIÓN DE RIESGO                             |

---

**Actualización de Calificación Oferta Pública  
14-marzo-2019**

|  |   |
|--|---|
| <b>Denominación:</b>                           | Fideicomiso Financiero Forestal Montes de Este  |
| <b>Fiduciaria:</b>                             | TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión SA  |
| <b>Operador (Administrador) y Organizador:</b> | Cambium Forestal Uruguay S.A y Protasi y Asociados respectivamente.                         |
| <b>Agente de Registro y Pago:</b>              | TMF Uruguay AFISA   |
| <b>Entidad Representante:</b>                  | Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.   |
| <b>Títulos emitidos:</b>                       | Certificados de participación   |
| <b>Moneda:</b>                                 | Dólares americanos  |
| <b>Importe de la emisión</b>                   | : US\$ 56.500.000   |
| <b>Fecha de emisión:</b>                       | 23 de junio de 2014   |
| <b>Plazo:</b>                                  | 23 años   |
| <b>Distribuciones:</b>                         | Según resultados acumulados de acuerdo a procedimiento establecido                          |
| <b>Activos del Fideicomiso:</b>                | Los inmuebles, los bosques y las mejoras e inversiones realizadas en aquellos, entre otros. |
| <b>Vigencia:</b>                               | 30/11/19  |
| <b>Comité Calificación:</b>                    | Cr. Martín Durán, Ing. Julio Preve e Ing. Adrián Tambler                                    |
| <b>Manual utilizado:</b>                       | Manual de Calificación de Finanzas estructuradas administradas por terceros.                |
| <b>Calificación de Riesgo:</b>                 | 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 anexado a la calificación original. (Véase [www.care.com.uy](http://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 la emisión y ha puesto en marcha un segundo Fideicomiso Financiero (Terraligna), bajo una construcción financiera de similares características a éste.
- Hasta la fecha, 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 obtenido hasta el momento –aunque consistente con los supuestos establecidos en el Prospecto de Emisión- fue algo mayor, lo que se compensa con el mayor porcentaje de área forestable, tal como se detalla más adelante.
- Al 30 de diciembre de 2018 el patrimonio del fideicomiso según informa el operador alcanza a aproximadamente 10.825 hectáreas en 24 predios, de las cuales 5.972 ya están plantadas, quedando por forestar 1.215 hectáreas, lo que daría un aprovechamiento del 66%. De la superficie total, unas 2.220 hectáreas fueron adquiridas en el segundo semestre de 2018, en 6 predios.
- La Consultora Forestal Pike tasó la tierra adquirida hasta el año 2017 (8.607 hectáreas) estimando un precio de 2.792 dólares por hectárea lo que hace un total de 24.032.000 dólares al 31 de diciembre de 2018. También tasó la madera de 5 de los predios (924 hectáreas de bosques), estimando unos 3,35 millones de dólares según la metodología de Valor Presente Neto (VPN), descontado a una tasa de 7,5%, siendo el valor de mercado de la madera en pie hoy disponible en los predios de 645 mil dólares. El valor de la tasación está por debajo de la emisión, no obstante no está considerada la totalidad de las compras de campos ni los montes con menos de 3 años.

- 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.
- Aunque los precios de los commodities agrícolas han registrado un descenso en años recientes, desde hace ya algún tiempo las proyecciones más confiables señalan una relativa estabilidad de los mismos. En particular, la celulosa y los productos forestales han mostrado una clara recuperación, separándose del resto de las commodities, en respuesta a una demanda muy sostenida. En la Sección V se actualiza la información y se profundiza sobre este aspecto, 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 juicio<sup>1</sup>.

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 T.I.R.s 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](http://www.care.com.uy) así como en el del regulador: [www.bcu.gub.uy](http://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 Tambler. Asimismo recurre regularmente cuando lo entiende necesario a la Ing. Agr. Martha Tamosiunas para los 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

<sup>1</sup>. CARE no se responsabiliza por el uso que de este informe se haga por parte de terceros con otros fines para el que fue elaborado, máxime cuando se tomen del mismo aspectos parciales que distorsionen su real sentido

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.

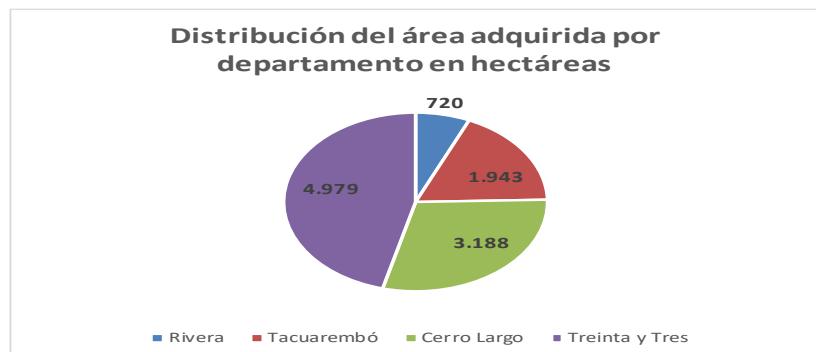
- La emisión resultó de 56,5 millones de dólares con entregas diferidas según detalla el artículo 3.3.2 del contrato de Fideicomiso. Con fecha 22 de junio de 2018 se llevó a cabo la quinta y última integración de Certificados de Participación del Fideicomiso Financiero Forestal Montes del Este. La respectiva integración correspondió al 5,5% del monto adjudicado, ascendiendo a U\$S 3.107.500 el monto integrado por los Beneficiarios de los Certificados de Participación.
- En el segundo semestre de 2018, se adquirieron 6 predios que suman un total de 2.220 hectáreas, algunos de estos ya forestados. Los predios forestados, datan del 2012 y están plantados con Eucalyptus grandis (140 ha efectivas) y Eucalyptus dunnii (41 ha efectivas).

**Cuadro 1. Campos adquiridos en el segundo semestre de 2018**

| Departamento   | Área Total   | Situación  |
|----------------|--------------|------------|
| Rivera         | 30           | a forestar |
| Treinta y Tres | 240          | a forestar |
| Treinta y Tres | 201          | a forestar |
| Cerro Largo    | 111          | forestado  |
| Treinta y Tres | 192          | forestado  |
| Treinta y Tres | 1.446        | a forestar |
| <b>TOTAL</b>   | <b>2.220</b> |            |

Fuente: El Operador

- Al 31 de diciembre de 2018, el patrimonio del fideicomiso es de una superficie total de aproximadamente 10.825 hectáreas, de las cuales 5.972 ya se encuentran forestadas. Estas áreas de bosques están plantadas mayoritariamente por eucaliptus (5.058 con destino aserrío y 421 hectáreas para pulpa), existiendo también unas 495 hectáreas de pino con destino a aserrío. Quedan por plantar unas 1.215 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.
- Al 31 de diciembre de 2018 se habían comprado 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%).



- Se ha finalizado con el proceso de elaboración y presentación de proyectos ante Dirección General Forestal y DINAMA de los predios sin forestar comprados en el año 2018. Algunas autorizaciones ya se han obtenido y en otras se está a la espera; no obstante el operador estima que las autorizaciones llegarán a tiempo y se podrán forestar los nuevos predios en la primavera de 2019.
- El operador al cierre de este informe, reporta que las plantaciones presentan a nivel general un desarrollo y estado sanitario acorde a lo esperado, a excepción de los montes implantados en el predio Clara que sufrieron fuertes daños consecuencia de un temporal de viento y granizo en diciembre de 2018. El granizo y provocó una fuerte defoliación además de heridas severas en la corteza. A modo de cuantificar el daño, la superficie preliminar afectada fue de 447 has totales (432 has plantación 2017 y 15 hectáreas plantación 2018). De esa superficie, cerca de un tercio (142 has) presentó daños muy severos, por lo que su evolución es incierta.
- La Consultora Forestal Pike realizó una estimación del valor de las tierras forestales del Fideicomiso y también del valor de la madera a diciembre de 2018. Dicho informe refiere a los campos adquiridos hasta el 2017, por lo que alcanza solamente a 8.607 hectáreas. Asimismo en lo que se refiere a la valorización de los bosques, solamente se consideran los que tienen más de 3 años, lo que incluye solamente 5 de los predios y por un total de 924 hectáreas de montes.
- El valor actual de la madera se estima 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       | Área       | 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            |
| <b>TOTAL</b> | <b>924</b> |             | <b>3.346.716</b> | <b>644.400</b> |

Fuente: Consultora Forestal Pike

### **3. Información analizada**

La nueva información analizada fue la siguiente:

- Estados Contables de Cambium Forestal al 30/6/2018 con informe de revisión limitada.
- Estados Contables Intermedios de la Fiduciaria al 30/09/2018
- Estados Contables del Fideicomiso al 31/12/2018<sup>2</sup>.
- Informes del tercer y cuarto trimestre del Comité de Vigilancia.
- Informes trimestrales del operador el último al 31/12/2018.
- Informe de la Consultora Forestal Pike “Valuación de Tierras Forestales y Bosques en Pie del Fideicomiso Financiero Forestal Montes del este a Diciembre de 2018”.
- Información del Sector Forestal relevante.
- Informes de calificación de otros fideicomisos análogos.

<sup>2</sup>. CARE aún debe recibir la información definitiva.

## 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 liquidez.** Los certificados se han diseñado para ser líquidos. Por este motivo, la liquidez puede considerarse adecuada dadas las características del mercado uruguayo. No obstante este proceso no es instantáneo, puede llevar un tiempo difícil de determinar y en algunos casos podría ocasionar una pérdida de parte del capital invertido. *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.

Al 30 de setiembre de 2018, TMF Uruguay AFISA presenta estados contables intermedios con informe de compilación. Un resumen de los principales rubros del estado de situación y resultados a dicha fecha y su comparativo con ejercicios anteriores se presenta en los cuadros siguientes.

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

| Concepto                   | 30/9/2018     | 31/12/2017    | 31/12/2016    |
|----------------------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Activo</b>              | <b>50.316</b> | <b>43.151</b> | <b>26.024</b> |
| Activo Corriente           | 3.486         | 1.752         | 2.367         |
| Activo no Corriente        | 46.830        | 41.399        | 23.657        |
| <b>Pasivo</b>              | <b>36.780</b> | <b>33.069</b> | <b>16.706</b> |
| Pasivo Corriente           | 36.780        | 33.069        | 16.706        |
| Pasivo no Corriente        | -             | -             | -             |
| <b>Patrimonio</b>          | <b>13.536</b> | <b>10.082</b> | <b>9.318</b>  |
| <b>Pasivo y Patrimonio</b> | <b>50.316</b> | <b>43.151</b> | <b>26.024</b> |
| <b>Razón Corriente</b>     | <b>0,09</b>   | <b>0,05</b>   | <b>0,14</b>   |

Fuente: EE.CC TMF

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

| Concepto                      | 30/9/2018    | 30/9/2017    | 31/12/2017   |
|-------------------------------|--------------|--------------|--------------|
| Comisiones ganadas            | 7.931        | 4.061        | 6.712        |
| Costo Servicios Prestados     | (825)        | (510)        | (820)        |
| <b>Resultado Bruto</b>        | <b>7.106</b> | <b>3.551</b> | <b>5.892</b> |
| Gastos Administración y Vtas. | (3.550)      | (2.721)      | (3.968)      |
| <b>Resultado Operativo</b>    | <b>3.556</b> | <b>829</b>   | <b>1.924</b> |
| Resultado Financiero          | 58           | (123)        | (792)        |
| IRAE                          | (161)        | (86)         | (368)        |
| <b>Resultado del Periodo</b>  | <b>3.454</b> | <b>619</b>   | <b>763</b>   |

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 30/9/18, TMF Uruguay AFISA administraba cuatro fideicomisos financieros de oferta pública, incluyendo este y otros tres (forestal, agropecuario e inmobiliario) así como tres fideicomisos de administración o garantía. Posteriormente suma un nuevo fideicomiso financiero en el área agropecuaria.

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 ambos, además, participa del riesgo del negocio habiendo adquirido una parte de los CP's emitidos. La inversión bajo administración de Cambium entre ambas operaciones alcanza una cifra cercana a los u\$S 120 millones.

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. Esta 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 relevante 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 30/6/18 con informe de revisión limitada realizado por CPA Ferrere.

Tal como se comentara en la anterior actualización, a juicio de CARE la firma sigue mostrando sólidos niveles de solvencia y liquidez por lo 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 US\$ 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 del Fideicomiso al 31 de diciembre de 2018 se expone en los cuadros siguientes.

**Cuadro 5: Estado de Situación del Fideicomiso (en miles de u\$s)**

| Concepto                   | 31/12/2018    | 31/12/2017    | 31/12/2016    |
|----------------------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Activo</b>              | <b>49.142</b> | <b>47.291</b> | <b>42.381</b> |
| Activo Corriente           | 8.143         | 14.489        | 10.836        |
| Activo no Corriente        | 40.999        | 32.803        | 31.545        |
| <b>Pasivo</b>              | <b>348</b>    | <b>335</b>    | <b>342</b>    |
| Pasivo Corriente           | 348           | 335           | 342           |
| Pasivo no Corriente        | -             | -             | -             |
| <b>Patrimonio</b>          | <b>48.795</b> | <b>46.956</b> | <b>42.039</b> |
| <b>Pasivo y Patrimonio</b> | <b>49.142</b> | <b>47.291</b> | <b>42.381</b> |
| <b>Razón Corriente</b>     | <b>23,40</b>  | <b>43,25</b>  | <b>31,68</b>  |

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.

El valor razonable de la tierra al 31/12/18 se estableció en u\$s 30.826.467 correspondiente a unas 10.827 hás (7.278 hás forestables)

Hasta el momento se cuenta con 5.972 hás forestadas de las cuales tan solo 924 hás superan los tres años y por tanto sujetas a tasación.

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

| Concepto                          | 31/12/2018     | 31/12/2017     | 31/12/2016     |
|-----------------------------------|----------------|----------------|----------------|
| Ingresos por ventas               | 91             | 84             |                |
| Revaluación activos biológicos    | (257)          | 1.057          |                |
| <b>Total Ingresos Operativos</b>  | <b>(166)</b>   | <b>1.141</b>   | <b>602</b>     |
| Gastos Operativos                 | (233)          | (286)          | (474)          |
| Gastos de Administración y Ventas | (975)          | (964)          | (1.614)        |
| <b>Resultado Operativo</b>        | <b>(1.374)</b> | <b>(109)</b>   | <b>(1.485)</b> |
| Resultados Financieros            | 98             | 73             | (70)           |
| Resultados Diversos               | 197            | (2.236)        | (1.464)        |
| <b>Resultados antes de IRAE</b>   | <b>(1.079)</b> | <b>(2.273)</b> | <b>(3.019)</b> |
| IRAE                              | (183)          | 223            | 113            |
| <b>Resultado del Periodo</b>      | <b>(1.262)</b> | <b>(2.050)</b> | <b>(2.906)</b> |

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. Al cierre del ejercicio el fideicomiso contaba con varios contratos de pastoreo para aprovechamiento ganadero sobre 6.808 hás; posteriormente, en enero de 2019 se firman cuatro contratos más de similar tenor sobre 2.105 hás. Entre ambos se espera tener ingresos para el año en curso del orden de u\$s 118 mil.

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 descriptas en el modelo de negocios del prospecto de emisión se mantienen incambiadas 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 diciembre de 2018 la superficie efectivamente plantada ya casi alcanza a la proyectada (6.000 hectáreas), pero con las nuevas adquisiciones de campos se plantarán 1.215 hectáreas adicionales con lo que se superará en aproximadamente un 20% lo proyectado en el prospecto. Asimismo algunos predios se adquirieron con montes ya instalados lo que aceleró la generación de ingresos, lo que contribuiría a mejorar la TIR.

A fines de 2018, el fideicomiso contaba 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 basa 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 son buenas, 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 commodities, son de mantenimiento de los actuales valores o de un crecimiento muy moderado en términos nominales.

Por este motivo, CARE recalcó en esta oportunidad 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%  |
| <b>1,0%</b>                               | 4,13%                                     | 6,08% | 7,75% |
| <b>3,0%</b>                               | 4,73%                                     | 6,49% | 8,04% |
| <b>5,0%</b>                               | 5,51%                                     | 7,07% | 8,43% |

Fuente: CARE

Las TIR's estimadas bajo estos supuestos se ubicarían entre 4,13% y 8,43%, 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 presentado<sup>3</sup>, 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 (WACC<sup>4</sup>) 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 Damodaran<sup>5</sup> 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

$\beta_{im}$ : Riesgo sistemático propio respecto del riesgo de mercado<sup>6</sup>.

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

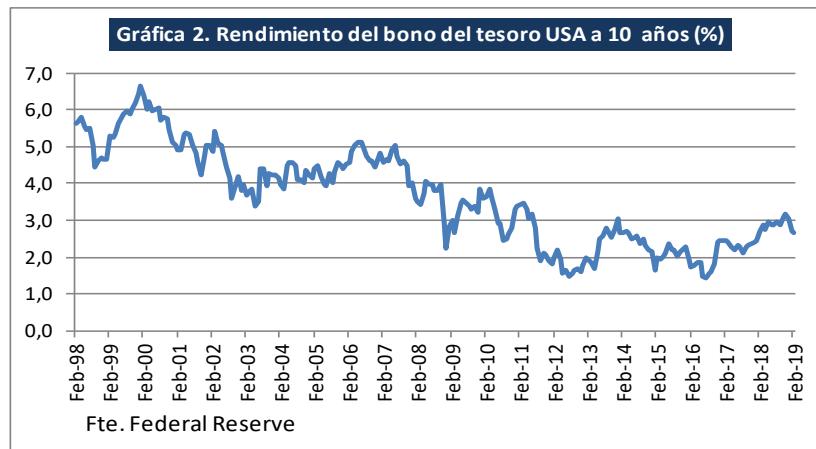
<sup>3</sup>. El prospecto de emisión supone una tasa de descuento del 7%.

<sup>4</sup>. Weighted Average Cost of Capital

<sup>5</sup>. A. Damodaran, "Estimating Equity Risk Premiums" Stern School of Business.

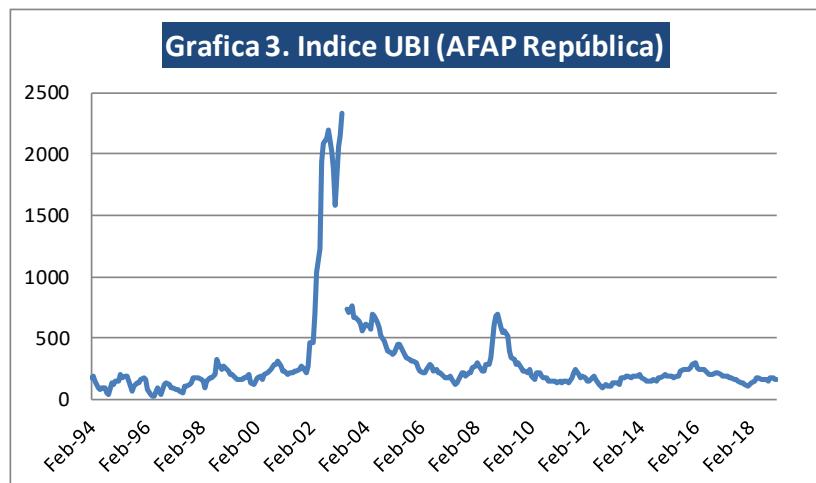
<sup>6</sup>. Se consideraron los betas promedio de empresas de producción papel y productos forestales en mercados emergentes según A. Damodaran

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 2,48%, y a febrero de 2019 se encuentra en 2,7%.



El rendimiento de estos bonos ha venido creciendo en los años más recientes, superando el 3% en los últimos meses de 2018, consecuencia del aumento de la tasa de la FED. Sin embargo en los primeros meses de 2019 el rendimiento de los bonos ha bajado y muchos analistas ya estiman que el incremento de las tasas de la FED ya se estaría atenuando. En consecuencia, en el corto plazo no se deberían esperar mayores crecimientos en las tasas de interés de los bonos y no resulta razonable esperar que las mismas alcancen niveles tan altos como en el pasado.

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.



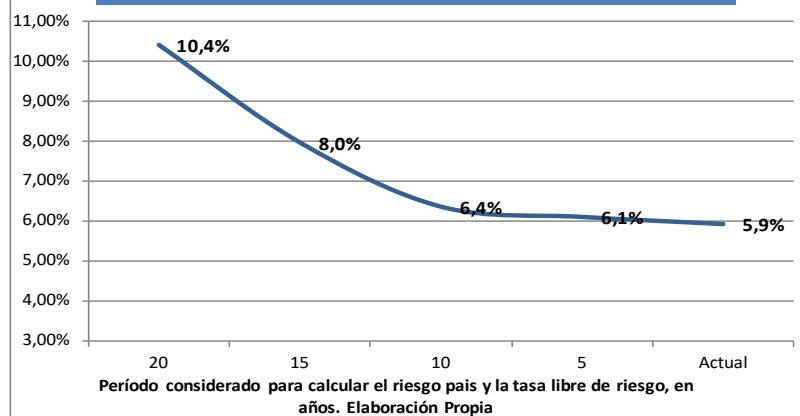
En esta ocasión y a la luz de estas discusiones, se calculó el  $E(r_f)$  en distintos escenarios (el parámetro “beta unlevered” de Damodaram, para enero de 2019 se ubica en 1,02).

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 2,66% un valor menor al promedio de los últimos 20 o 15 años pero superior al de los años más recientes (10 años o menos). Para el riesgo país (índice UBI), se consideraron 162 puntos básicos, un valor sensiblemente más bajo que en el pasado reciente, pero que responde a la realidad actual.

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 5,78%. Este valor es inferior a la TIR esperada del inversor (7,67%), lo que nos indicaría que la tasa prevista es superior a la teórica. Si bien estas comparaciones no pueden tomarse en sentido estricto, constituyen una referencia que – entre otras- ayuda a conformar un juicio acerca de la inversión.

El costo de oportunidad del capital propio ha aumentado en el pasado reciente como consecuencia del incremento en los retornos de los bonos del tesoro de EEUU (tasa libre de riesgo), no obstante aún está por debajo de los valores medios anteriores para períodos más largos y parecería estar estabilizándose. En este sentido interesa comparar los niveles actuales con los que cabía esperar con los valores promedio de los últimos 20, 15, 10 o 5 años. Puede verse claramente que si bien el costo de oportunidad ha aumentado recientemente, aún se mantiene por debajo de los valores esperados para períodos más largos.

**Gráfica 4. Evolución de la tasa de retorno esperada del capital según distintas fechas de cálculo.**



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 para el año 2018, y lo realmente ejecutado.

**Cuadro 8. Presupuesto y ejecución real de ingresos y costos totales de año 2018.**

| Actividad              | Miles de dólares |             |            |
|------------------------|------------------|-------------|------------|
|                        | Real             | Presupuesto | Diferencia |
| Mantenimiento          | 373              | 634         | -261       |
| Establecimiento        | 4                | 0           | 4          |
| Manejo pino            | 10               | 15          | -5         |
| Manejo Eucaliptus      | 1.009            | 1.387       | -378       |
| Plagas                 | 1                | 6           | -5         |
| Gastos Administración  | 229              | 331         | -102       |
| Ingresos ventas madera |                  |             | 0          |
| Ingresos Pastoreo      | 83               | 68          | 15         |
| Total                  | 1.543            | 2.305       | -762       |

Fuente: el operador

Como puede observarse, existió un ahorro importante consecuencia de menores costos de aplicación de herbicidas y control de malezas ya que por las condiciones climáticas no fue muy necesario.

## 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 esta 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 más del 80% de los retornos de la inversión se explican por el valor de la madera.

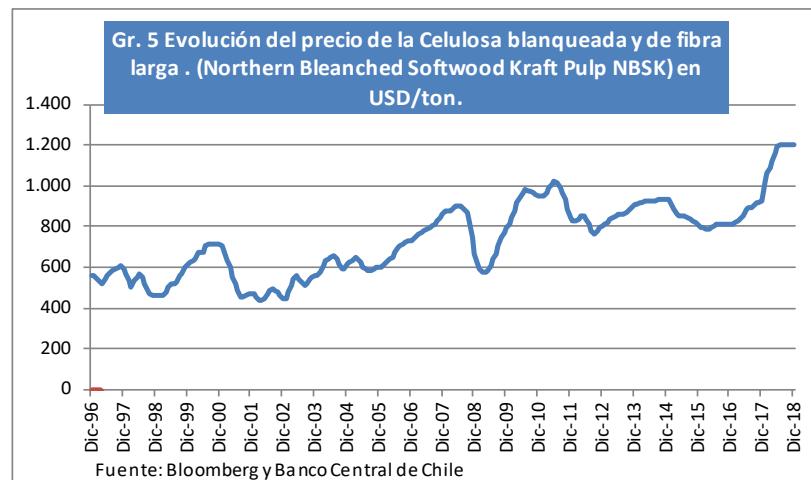
La tendencia de largo plazo esperada para los precios de la madera, que es compartida por toda la bibliografía consultada, es que todo indica que los precios deberían mostrar una tendencia creciente, y ello se sustenta en el hecho de que la demanda crecerá de la mano del incremento de la población mundial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

Los precios de la madera; a nivel internacional, regional y doméstico han evidenciado trayectorias acordes a las planteadas en el prospecto de emisión. Para esta calificación CARE realizó una actualización de la información clave del sector confirmado que no hay 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.

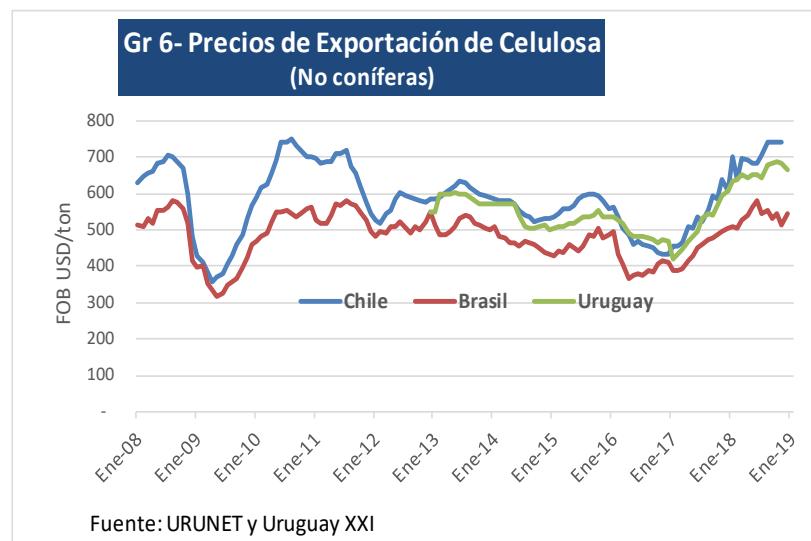
El rubro forestal en el Uruguay ha tenido en los últimos 30 años un gran progreso tanto en el área cultivada como en el desarrollo industrial para el procesamiento de la materia prima. En la actualidad la superficie afectada al rubro supera el millón de hectáreas, la mayoría con certificación de la gestión 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 como muy favorable para el sector, con precios en niveles muy elevados, tanto en pulpa de celulosa como en madera sólida.

Los precios de la celulosa se encuentran en niveles récord; en Europa el precio de la tonelada de pulpa de fibra larga (coníferas NBSK<sup>7</sup>), ha superado los mil dólares ubicándose en la actualidad en el entorno de USD 1.200. En China, principal mercado de pulpa (con el 35% de la demanda) la celulosa NBSK alcanzó los USD 875 por tonelada.



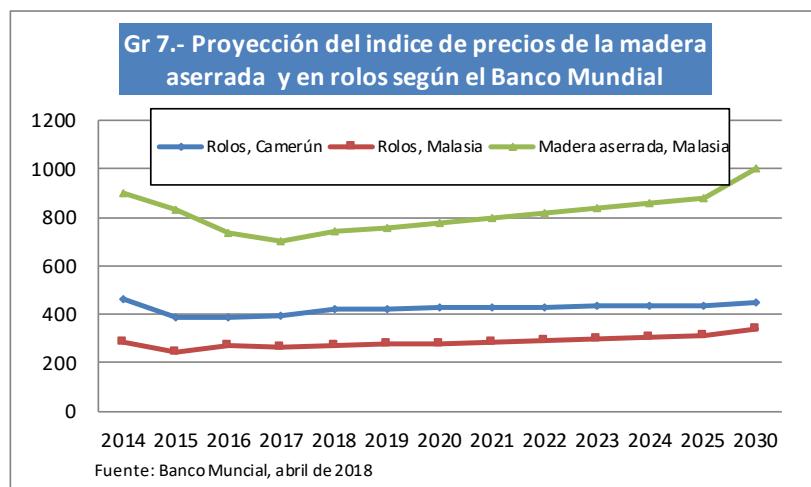
Desde principios del 2017 el precio de la celulosa ha mostrado un aumento muy importante como consecuencia de que el incremento de la demanda supera a la oferta y los stocks se mantienen en niveles bajos. Estos aumentos en los precios internacionales fueron recogidos por las exportaciones locales y regionales y de esta forma los precios regionales de las exportaciones de celulosa mostraron incrementos interanuales mayores al 30% entre enero y julio de 2018. La bibliografía consultada y los analistas sectoriales concuerdan en que es muy probable que estos precios tonificados se mantengan por algún tiempo.



<sup>7</sup>. 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 se encuentran en niveles muy altos en Estados Unidos, uno de los principales mercados de estos productor (Anuario de OPYPA, 2018).

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 este mercado internacional muy favorable para el rubro, se verifica en el Uruguay un fuerte aumento en prácticamente todos los productos de exportación del país, para alcanzar en el año 2018 el valor récord de exportaciones. Por su parte, la pasta de celulosa pasó a ser el principal producto de exportación.

**Cuadro 10. Exportación de productos forestales seleccionados (en millones de dólares FOB)**

|                                | 2015           | 2016           | 2017           | 2018           | Variación    |
|--------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|--------------|
| Celulosa                       | 1.266,1        | 1.242,3        | 1.327,8        | 1.660,0        | 25,0%        |
| Rolos (excepto eucalipto)      | 0,9            | 4,7            | 88,3           | 147,8          | 67,4%        |
| Tableros madera contrachapados | 62,2           | 57,8           | 63,5           | 76,3           | 20,2%        |
| Chips de eucalipto             | 56,5           | 82,0           | 62,7           | 103,6          | 65,3%        |
| Madera aserrada No Coníferas   | 42,3           | 38,4           | 46,5           | 53,0           | 13,8%        |
| Madera aserrada Coníferas      | 23,4           | 26,7           | 46,5           | 62,5           | 34,4%        |
| Papel y Cartón                 | 79,1           | 51,7           | 30,6           | 30,4           | -0,6%        |
| Rolos de eucalipto             | 24,4           | 16,9           | 20,6           | 29,5           | 43,2%        |
| Chips de pino                  | -              | 0,0            | 0,8            | 0,4            | -48,9%       |
| <b>Total</b>                   | <b>1.554,8</b> | <b>1.520,6</b> | <b>1.687,3</b> | <b>2.163,4</b> | <b>28,2%</b> |

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.

El incremento en las exportaciones de celulosa se explican básicamente por un mayor precio ya que las dos plantas se encuentran produciendo a capacidad plena. En cambio el aumento en el resto de los conceptos se debe también a un mayor volumen de exportaciones, respondiendo a un mercado muy dinámico (rolos, madera aserrada, tableros, chips de eucalipto)

Los rollos de eucalipto se exportan a Vietnam y China (aprox. 54% y 39% respectivamente), con pequeñas participaciones de otros países asiáticos. Los precios que se alcanzan en esos mercados, son mayores a los que se obtienen en la “exportación a zona franca”, actualmente en un 78%, pero se debe destacar que esa diferencia se ha venido reduciendo en la última década. Cabe destacar, que más del 95% de las exportaciones uruguayas de madera en bruto de eucalipto tienen como destino las plantas de celulosa que se encuentran en zona franca.

Las exportaciones de madera rolliza de pino tomaron impulso a partir de julio del año 2017 y fueron particularmente importantes durante el año 2018 en donde se exportaron casi 150 millones de dólares, un aumento de un 67% respecto del año anterior, constituyéndose en el segundo rubro en importancia. Prácticamente la totalidad de las exportaciones tuvo como destino a China.

Las exportaciones uruguayas de madera aserrada de pino se viene incrementando sostenidamente, en un marco de mayor disponibilidad de madera de coníferas. Este aumento en las exportaciones de los últimos dos años se explica fundamentalmente por una mayor demanda de China, mercado que explica el 45% del total exportado y le sigue Estados Unidos con un 24% que lo coloca también como un atractivo mercado.

Todo indica que las perspectivas para el rubro en lo que refiere a los precios de la madera son auspiciosas. El escenario internacional de precios para la pulpa de celulosa se va a mantener sostenido por la fuerte demanda de China, mientras que para el caso de la madera sólida además de China hay otros mercados contribuyendo a sostener los precios (EEUU, Vietnam, Europa, etc.).

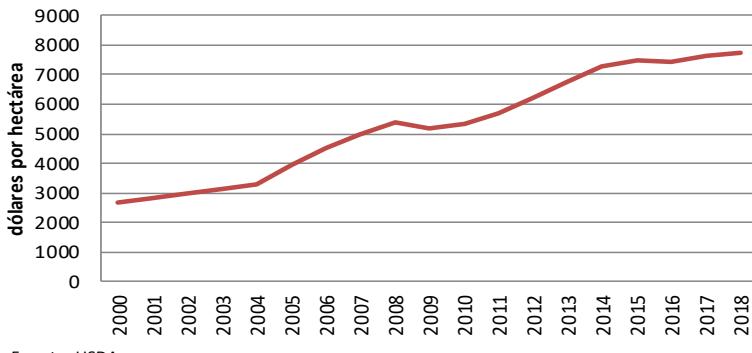
#### **4.3 El precio de la tierra**

El precio de la tierra, el segundo en nivel de importancia, ha visto modificada su evolución de fuerte apreciación en dólares, con 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 Volcker” 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%.

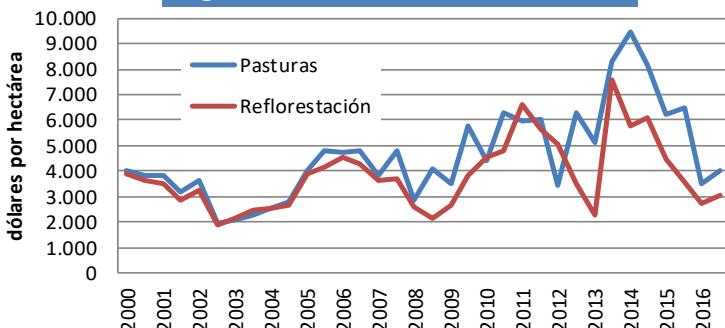
**Gr.8 . Evolución del precio de la tierra en USA**



Fuente: 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 parece comenzar a revertirse en 2017.

**Gr.9. Precio de la tierra en según destino. Estado de San Pablo**



Fuente. Instituto Economía Agrícola (IEA)

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 y las modificaciones en las políticas económicas generaron expectativas para el comienzo de una recuperación en los valores, lo que aún no ha ocurrido, explicado por la particular coyuntura económica con sus efectos sobre el tipo de cambio, la inflación y las expectativas de los inversores. Los periódicos desajustes macroeconómicos de la Argentina generan dificultades para la construcción de series de precios de la tierra confiables. En particular, en esta coyuntura hay muy pocos negocios y los mismos no permiten conocer lo que está ocurriendo en el mercado de tierras.

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 en el primer semestre de 2018 la misma oficina da cuenta de una reducción de un 17% en el precio promedio de la hectárea media del país. En la Serie "Precio de la Tierra" Compraventas Primer Semestre 2018, publicado en enero de 2019 por DIEA, se informa de una reducción de un 17% en los precios, pero el propio documento aclara que se analizan las transacciones de más de 1.000 hectáreas y si se estudia su destino "podemos afirmar que para el primer semestre del 2017 la distribución de rubros fue un 88% forestal, 6% ganadero y 6% agrícola-ganadero; mientras que para el primer semestre de 2018 fue de 66% forestal, 23% ganadero y 11 agrícola-ganadero. El aumento en la comercialización de campos de aptitud ganadera en estas operaciones de superficie significativa explicaría parte del descenso en el precio promedio".

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



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

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

En promedio, la evolución anual del precio de la tierra en períodos móviles de 20 años fue de 7,3%.

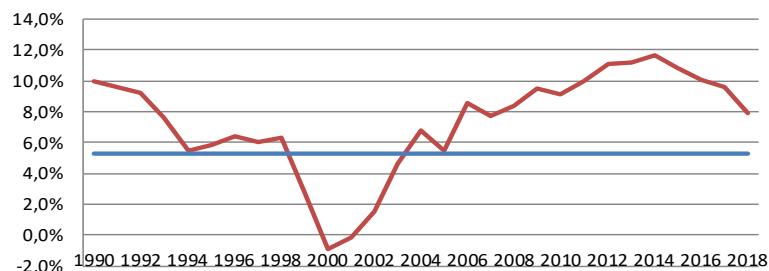
La tasa anual de crecimiento solamente fue menor al 5,3% para el caso de los campos que se vendieran entre 1999 y 2003, y si se hubieran comprado entre 1979 y 1983.

Para resto del período, el crecimiento anual del precio de la tierra supera el 5,3%.

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

La evolución anual de este indicador –para intervalo de 20 años- muestra una tendencia al alza que se atenúa hacia el final del período y parece estabilizarse en 2017, pero se mantiene en valores en el entorno del 8% de crecimiento anual.

**Gr. 11.- Tasa de crecimiento anual del precio promedio de la tierra en períodos de 20 años**



Fuente: elaborado en base a datos de DIAE- MGAP

#### 4.4 Las políticas públicas, el riesgo político

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

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

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

## VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

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

En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos - tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación BBB+ uy<sup>8</sup> 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

<sup>8</sup>. 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.**