

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

Montevideo, setiembre de 2020

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

Actualización de Calificación Oferta Pública
17 setiembre 2020

Denominación:	Fideicomiso Financiero Forestal Montes de Este
Fiduciaria:	TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión SA
Operador (Administrador) y Organizador:	Cambium Forestal Uruguay S.A y Protasi y Asociados respectivamente.
Agente de Registro y Pago:	TMF Uruguay AFISA
Entidad Representante:	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.
Títulos emitidos:	Certificados de participación
Moneda:	Dólares americanos
Importe de la emisión:	USD 56.500.000
Fecha de emisión:	23 de junio de 2014
Plazo:	23 años
Distribuciones:	Según resultados acumulados de acuerdo a procedimiento establecido
Activos del Fideicomiso:	Los inmuebles, los bosques y las mejoras e inversiones realizadas en aquellos, entre otros.
Vigencia:	30 abril de 2021
Comité Calificación:	Martín Durán, Julio Preve y Adrián Tamber
Manual Utilizado:	Manual de Calificación de Finanzas estructuradas administradas por terceros.
Calificación de Riesgo:	BBB+.uy

Resumen General

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

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

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico, ofrece las garantías necesarias tal como se apreció en el informe jurídico anexo a la calificación original. (Véase www.care.com.uy).
- Un proyecto que desde el punto de vista físico y económico, supera diversas pruebas; y al mismo tiempo se destaca por el nivel de cobertura de múltiples variables consideradas. Incluso se realizó una nueva estimación satisfactoria del Costo de Oportunidad del Capital, recogiendo las variaciones en la tasa de interés internacional y el índice riesgo país.
- Los informes de la empresa operadora del proyecto (Cambium Forestal Uruguay S.A.) resultan satisfactorios para la marcha del mismo. La empresa sigue demostrando capacidad de llevar adelante el proyecto, posee una sólida reputación nacional e internacional, con clientes de primera línea, y se somete a diversos controles de gestión. Se destaca que la misma empresa ya concretó un segundo Fideicomiso Financiero (Terraligna), bajo una construcción financiera de similares características a éste, y ya está aprobado por el BCU un tercer Fideicomiso Financiero (Boschetto).
- Las compras de tierra, ya culminadas, se han realizado en forma razonablemente alineada con lo proyectado así como la evolución de las superficies forestales está también en línea con el proyecto original. El precio de compra fue algo mayor al previsto –aunque consistente con los supuestos establecidos en el Prospecto de Emisión-, pero se compensa con el mayor porcentaje de área forestable, tal como se detalla más adelante. Los principales desvíos respecto de lo proyectado refieren a un mayor plazo para la instalación de los montes, lo que se explica básicamente por la demora en los trámites para la obtención de las autorizaciones por parte de la Dirección forestal del MGAP o DINAMA.
- Al 30 de junio de 2020 el patrimonio del fideicomiso según informa el operador alcanza a 10.827 hectáreas en 24 predios, de las cuales 6.309 ya están plantadas. Está programada para esta primavera la forestación del campo 9 de Julio, con aproximadamente 824 hectáreas lo que llevará el total plantado a 7.133 ha, que representa un aprovechamiento de 66% al cierre del 2020.
- La última tasación de los campos fue realizada a diciembre de 2019. Considerando el valor de la tierra al valor de mercado de los predios en sitios y ubicaciones similares y valorando las plantaciones por el método del Valor Presente Neto de los flujos futuros descontados al 7,5%, alcanzó a la cifra de 56.809.647 dólares, lo que equivale ya al monto de la emisión.

- La última actualización de la TIR a noviembre de 2019, con las inversiones y costos reales hasta esa fecha la ubicaba en el 9,34% para el inversor, 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.
- El precio de la celulosa parece haberse estabilizado luego de mostrar una caída muy fuerte desde fines de 2018 y hasta los primeros meses de 2020 (del orden del 35%). Por su parte el mercado de exportación de madera aserrada y rolliza de pino sigue enfrentando una demanda muy deprimida y reducciones importantes en los precios. Esta coyuntura desfavorable para todos los productos forestales, se explica en parte por la guerra comercial entre Estados Unidos y China y elevados stocks, sumado a los efectos de la pandemia sobre la demanda en muchos países desarrollados. Las perspectivas de corto plazo no son alentadoras, aunque no existen elementos para suponer que en el largo plazo esta situación se mantenga, ya que se espera que continúe el crecimiento tendencial en la demanda. En la Sección V se actualiza la información y se profundiza sobre estos aspectos, en particular la evolución del precio de la tierra y de la madera.
- No se advierten amenazas en lo que respecta a las políticas públicas.

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

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

La calificación de riesgo supone la expresión de un punto de vista especializado por parte de una empresa autorizada a ese propósito por el Banco Central del Uruguay (BCU), que realiza la supervisión y control del sistema financiero, así como de las calificadoras de riesgo. La nota obtenida no representa no obstante una recomendación o una garantía de CARE para los inversores, y por tanto la calificación debe considerarse a los efectos de cualquier decisión como un punto de vista a considerar entre otros. CARE no audita ni verifica la exactitud de la información presentada, la que sin embargo procede de fuentes confiables a su juicio¹.

El marco conceptual de esta actualización supone un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica el desempeño esperado del fideicomiso, su capacidad de generar en el tiempo utilidades, conforme al proyecto de ejecución del negocio forestal que su administración está mandatada a realizar. Admitido el rango de TIRs derivado de múltiples simulaciones como razonable para el proyecto en la primera calificación, las 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 depende 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 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 Martín Durán Martínez, Julio Preve Folle y Adrián Tamblor. Asimismo recurre regularmente cuando lo entiende necesario a la realización de informes de campo.

2. Antecedentes generales y hechos salientes del período

a. Antecedentes

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),

¹ 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.

- (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 a la comercialización en el mercado uruguayo e internacional, y
- (c) la distribución de los fondos resultantes de tal implementación del Proyecto entre los Titulares, en la forma que se establece en el Contrato de Fideicomiso.
 - La emisión resultó de 56,5 millones de dólares con entregas diferidas según detalla el artículo 3.3.2 del contrato de Fideicomiso. Con fecha 22 de junio de 2018 se llevó a cabo la quinta y última integración de Certificados de Participación del Fideicomiso Financiero Forestal Montes del Este.
 - Se han adquirido un total de 24 establecimientos, con una alta a muy alta aptitud forestal, ubicados en el noreste y este del país, en los departamentos de Treinta y Tres (46%), Cerro Largo (29%), Tacuarembó (18%) y Rivera (7%).

b. Hechos salientes del período

- Al 30 de junio de 2020 el fideicomiso tiene en propiedad una superficie total de 10.827 hectáreas, de las cuales 6.309 ya se encuentran forestadas. Quedan por plantar unas 824 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. Las últimas plantaciones serán realizadas en primavera de este año y el atraso se debió a la demora en la obtención del permiso de la DINAMA en uno de los predios.

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

Año de plantación	Aserrío		Pulpa	
	Eucaliptus	Pinus	Eucaliptus	TOTAL
2012	712	-	36	748
2015	140	35	0	175
2016	2.937	460	0	3.397
2017	1.273	-	365	1.638
2018	1	-	17	18
2019	133	-	0	133
2020	200	-	-	200
TOTAL FORESTADO	5.396	495	418	6.309
HECTAREAS TOTALES				10.827
Porcentaje forestado actual				58%

Fuente: El Operador

- En marzo de 2020 se decreta en el país la emergencia sanitaria como consecuencia de la llegada del Covid 19, que implican una serie de restricciones operativas. En tal sentido, Cambium estableció y ejecutó un nuevo protocolo de higiene y seguridad, de manera de poder continuar con las principales actividades planificadas. Tanto los contratistas como el personal propio asumieron el compromiso de llevarlo a cabo y en consecuencia se logró continuar con las operaciones minimizando atrasos.

- En otoño 2020 se forestaron 200 hectáreas en el predio Tres Islas y continuaron las tareas de mantenimiento en lo que refiere a control de hormigas y malezas.
- Finalmente se obtuvo la autorización ambiental de la DINAMA del predio 9 de julio que había sido clasificado como B, por lo que fue necesario presentar un estudio de impacto ambiental con propuestas de mitigación. De esta forma ya puede comenzar la plantación y en la primavera 2020 se plantarán 824 hectáreas y de esa forma quedaría completada la etapa de plantaciones.
- El operador al cierre de este informe, reporta que las plantaciones muestran buen desarrollo y estado sanitario. Se destaca el buen desarrollo de las plantaciones de pino, que habilitaron el comienzo del manejo para madera de calidad (podas y raleos), aunque éstos debieron suspenderse como consecuencia del stress hídrico ocasionado por la sequía del verano 19/20.
- Durante noviembre de 2019 se realizó la auditoría para certificación FSC de Montes del Este. El trabajo fue ejecutado por la empresa GFA, que son auditores internacionales con base en Alemania. El 12 de febrero de 2020 se recibió el certificado FSC para Montes del Este, lo que acredita el cumplimiento de los principios y criterios de este organismo. Este certificado es válido por 5 años.
- Respecto de las auditorías de seguridad, salud y medioambiente que se realizan en terreno, hubo 17 visitas durante el primer semestre de 2020, con un puntaje total promedio de 97,35%

3. Información analizada

La nueva información analizada fue la siguiente:

- Estados Contables de Cambium al 30/06/2019, con informe de revisión limitada.
- Estados Contables intermedios del Fiduciario al 30/06/20
- Estados Contables intermedios del Fideicomiso al 30/06/2020.
- Informes trimestrales del operador el último a junio de 2020
- Información del Sector Forestal relevante.
- Informes de calificación de otros fideicomisos análogos.

II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

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

1. Descripción general

Denominación: Fideicomiso Financiero Forestal Montes del Este

Fiduciaria: TMF Uruguay AFISA

Operador administrador: Cambium Forestal Uruguay S.A.

Agente de Registro y Pago: TMF Uruguay AFISA

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

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

Organizador: Protasi y Asociados

Títulos emitidos: Certificados de participación

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

Moneda: Dólares

Plazo: 23 años

Fecha de emisión: 23 de junio de 2014.

Importe de la Emisión: USD 56.500.000

Distribuciones: Según resultados acumulados de acuerdo a procedimiento establecido

Calificación de Riesgo: BBB +.uy

El análisis jurídico

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

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

1. Riesgos considerados

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

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

III. LA ADMINISTRACIÓN

Las características de la emisión hacen necesario analizar dos empresas administradoras: TMF Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A. en su condición de emisora y fiduciaria del fideicomiso financiero, y Cambium Forestal Uruguay S.A. en su capacidad de gestionar el proyecto. Se trata de evaluar la capacidad de gestionar un patrimonio, para lograr el cumplimiento de las obligaciones de administración que se establecen en el contrato que constituye el fideicomiso. Ambas firmas fueron analizadas exhaustivamente en ocasión de la calificación original y su idoneidad y solvencia para llevar adelante la tarea de administrar este negocio se considera comprobada. El seguimiento realizado por CARE de las mismas confirma el juicio emitido oportunamente, no obstante se reiteran y actualizan los principales conceptos tenidos en cuenta.

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

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

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

TMF Uruguay

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

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

Un resumen de los principales rubros del estado de situación y resultados intermedios al 30/6/20 y su comparativo con ejercicios anteriores se presenta en los cuadros siguientes.

Cuadro 2: Estado de Situación (en miles de \$)

Concepto	30/06/2020	31/12/2019	31/12/2018
Activo	112.344	85.019	74.608
Activo Corriente	22.849	5.306	4.257
Activo no Corriente	89.495	79.713	70.351
Pasivo	96.225	71.187	61.016
Pasivo Corriente	96.225	71.187	61.016
Pasivo no Corriente	-	-	-
Patrimonio	16.119	13.831	13.592
Pasivo y Patrimonio	112.344	85.019	74.608
Razón Corriente	0,24	0,07	0,07

Fuente: EE.CC TMF

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

Concepto	30/06/2020	30/06/2019	31/12/2019
Comisiones ganadas	10.230	8.022	16.964
Costo Servicios Prestados	(1.633)	(1.178)	(2.086)
Resultado Bruto	8.598	6.844	14.878
Gastos Administración y Vtas.	(4.809)	(2.752)	(11.534)
Resultado Operativo	3.789	4.091	3.344
Resultado Financiero	10	(814)	(1.480)
IRAE	(1.511)	(1.069)	(1.623)
Resultado del Periodo	2.287	2.208	239

Fuente: EE.CC TMF

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

Al 30/6/20, TMF Uruguay AFISA administraba varios fideicomisos financieros que operan en diversas áreas y varios fideicomisos de administración y garantía. Su actividad en Uruguay es creciente lo que se refleja en la facturación.

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

2. Cambium Forestal Uruguay S.A.

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

Antecedentes

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

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

En particular la sociedad administra el patrimonio de dos fideicomisos, éste y otro de análoga naturaleza, ambos calificados por CARE y que hasta el momento se vienen desempeñando sin contratiempos. En conjunto se trata de emisiones de oferta pública por casi USD 117 millones. En ambos, además, participa del riesgo del negocio a través de la adquisición de CP's. Adicionalmente, con fecha 24 de agosto de 2020, el BCU autorizó la inscripción de certificados de participación de oferta pública de una tercera operación, denominada "Fideicomiso Financiero Forestal Boschetto", análoga a las anteriores; en este caso por un monto de hasta USD 79.6 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. Esa especialización abarca tanto a aspectos productivos de la madera, su procesamiento y su comercialización haciendo de Cámbium una empresa altamente especializada y focalizada en su misión específica.

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

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

En tal sentido, Cambium 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 Cambium e información productiva preparada por el propio Administrador.

Situación económica y financiera

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

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

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

3. El Fideicomiso

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

De la totalidad de dichos certificados, 5.645, fueron adjudicados a beneficiarios institucionales y 5 fueron adjudicados a Cambium Forestal Uruguay S.A., con quienes se celebraron los correspondientes Compromisos de Integración, en los cuales se establecen los montos, plazos y condiciones para la integración de los mismos.

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

El estado de situación y resultados intermedio del Fideicomiso al 30 de junio de 2020 se expone en los cuadros siguientes

Cuadro 4: Estado de Situación del Fideicomiso (en miles de u\$s)			
Concepto	30/06/2020	31/12/2019	31/12/2018
Activo	62.100	62.871	49.142
Activo Corriente	4.971	6.011	8.143
Activo no Corriente	57.129	56.860	40.999
Pasivo	935	533	348
Pasivo Corriente	620	434	348
Pasivo no Corriente	315	99	-
Patrimonio	61.165	62.338	48.795
Pasivo y Patrimonio	62.100	62.871	49.142
Razón Corriente	8,02	13,85	23,40

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 segundo año a partir del cual se harán tasaciones. Cuando se adquieren campos ya forestados (cosa que ha ocurrido) se valúa según tasación independiente.

En este caso no hay nuevas tasaciones ni de montes ni de campos las que se hacen anualmente antes del cierre de ejercicio. Al 30/6/20, el valor contable por 6.309 háts forestadas era de USD26.630.974 mientras que el de la tierra, por 10.827 háts era de USD30.320.990. El patrimonio contable a esa fecha, según cuadro precedente, es algo superior a USD61 millones que compara bien con el monto recibido por la emisión de CP's que fue USD56.5 millones.

Cuadro 5: Estado de Resultados del Fideicomiso (en miles de u\$s)			
Concepto	30/06/2020	30/06/2019	31/12/2019
Ingresos Operativos	88	511	197
Otros ingresos			
Revaluación activos biológicos	-	-	15.079
Total Ingresos Operativos	88	511	15.276
Gastos Operativos	(442)	(127)	(200)
Gastos de Administración y Ventas	(544)	(493)	(1.014)
Resultado Operativo	(898)	(109)	14.062
Resultados Financieros	(59)	8	2
Resultados Diversos	-	-	(341)
Resultados antes de IRAE	(957)	(101)	13.723
IRAE	(216)	121	(231)
Resultado del Periodo	(1.173)	20	13.492

Fuente: EE.CC del Fideicomiso

Los ingresos operativos por venta de productos siguen siendo marginales en consonancia con la fase en que se encuentra el proyecto. Como se ha explicado, en los EECC intermedios no se registran cambios de valor en los activos biológicos ni de inmuebles. Las últimas tasaciones se realizaron a fin del ejercicio 2019, previo a la pandemia del covid 19.

En tal sentido, la gerencia destaca el posible impacto negativo en los valores como consecuencia de la pandemia. Sin embargo, si bien es una circunstancia todavía incierta se estima que puede afectar los valores en el corto plazo pero que el Fideicomiso cuenta con un plan de negocios a 23 años por lo que, en el largo plazo, se entiende no debería afectarse lo hasta ahora proyectado. CARE comparte este análisis.

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

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.

En noviembre de 2020 el operador presentó una actualización de las proyecciones financieras a noviembre de 2019, considerando las inversiones y costos operativos reales hasta esa fecha. La nueva tasa de retorno esperada para el inversor con esta última proyección es de 9,34%, valor muy similar al estimado en el Prospecto de emisión (9,48%). No existen elementos que justifiquen realizar una nueva estimación, ya que el Fideicomiso recién está completando las inversiones y no tiene aún ingresos.

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.

2. Replanteo del flujo de fondos y sensibilización

Al 31 de diciembre de 2019 la superficie efectivamente plantada ya superaba a la proyectada (6.000 hectáreas), y sumando los bosques que se terminarán de implantar en 2020 (1.024 hás) la superficie de montes será casi un 20% mayor a lo proyectado en el prospecto. Asimismo algunos predios se adquirieron con montes ya instalados lo que acelera la generación de ingresos, y contribuye a mejorar la TIR. En contrapartida, la extensión del período de plantación atenta contra la TIR al diferir algunos ingresos.

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

El último flujo financiero (noviembre de 2019) se basó en una serie de supuestos que en general son razonables teniendo en cuenta la trayectoria pasada: 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, ya que estimó una inflación en EEUU de 2,3%.

Como se verá en la Sección V, las perspectivas para la demanda de la madera –más allá de la actual coyuntura- son buenas para el mediano y largo plazo. No obstante, no son tan claras las expectativas de crecimiento de los precios en magnitudes similares a las del pasado. En general, quienes proyectan precios lo hacen sobre la

base de un 1,5 a 2% en términos nominales, apenas cubriendo la devaluación del dólar. Son proyecciones preliminares y a 10 años, cuando este plan de negocios tiene una duración bastante mayor.

Para el caso de la tierra, como se verá los precios en el Uruguay ya se ajustaron a la baja y comenzaron a estabilizarse, no obstante ya no parece tan fácil que en el mediano plazo se vuelvan a verificar tasas de crecimiento como las que se dieron hasta el 2014. Esto es consecuencia de que las proyecciones de precios internacionales y las perspectivas de largo plazo para las principales commodities (alimentos), son de mantenimiento de los actuales valores o de un crecimiento muy moderado en términos nominales.

Para CARE un valor razonable de incremento anual del precio de la tierra debería contemplar a la inflación americana (1,5 a 2%) más el incremento en la productividad de la tierra (aproximadamente un 2%), por tal motivo el incremento de largo plazo en el precio de la tierra debería ubicarse para una hipótesis razonable para realizar proyecciones entre un 3 y un 4% en dólares corrientes.

Considerando este panorama de precios esperados para la madera y la tierra CARE recalculó en la actualización de abril de 2020 y con el último modelo financiero presentado por el operador, 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 nominal del precio de la tierra entre 1 y 4%
- Aumento nominal del precio de la madera entre 1 y 3%.

Cuadro 6: TIR del inversor bajo diferentes situaciones

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

Fuente: CARE

Las TIR's estimadas bajo estos supuestos se ubicarían entre 4,8% y 8,2%, 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 baja probabilidad en una tendencia de más de 20 años.

3. Nueva estimación del Costo de oportunidad del Capital

En el prospecto se consideró un costo de oportunidad del capital equivalente al 7%.

El costo de oportunidad del capital teóricamente pone un piso a la rentabilidad esperada de un proyecto y es el indicador clave para descontar los flujos de fondos esperados. En este sentido CARE realizó una actualización de la estimación del costo de oportunidad del capital, utilizando el modelo de valoración CAPM (Capital Asset Pricing Model) y, siguiendo a Damodaran² se adicionó a éste una prima que contempla el riesgo específico del mercado en el que se ejecuta el proyecto (se consideró el riesgo país en este caso). En consecuencia para el cálculo del costo de los fondos propios se aplica la siguiente fórmula:

². A. Damodaran, "Estimating Equity Risk Premiums" Stern School of Business.

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

Donde:

$E(r_i)$: Tasa de retorno esperada del capital

β_{im} : Riesgo sistemático propio respecto del riesgo de mercado³.

r_f : tasa libre de riesgo

$E(R_m) - R_f$: Prima de Riesgo del mercado⁴. Es el premio por riesgo específico al mercado que opera el proyecto.

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

Por lo general, se considera como la tasa libre de riesgo a los rendimientos de los Treasury Bonds 10 Years de la Reserva Federal de los Estados Unidos. Se opta normalmente por utilizar los promedios de 5 o 10 años de dichos rendimientos, evitando de esta manera los elevados 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%. En los últimos diez años, ese rendimiento se ubicó en 2,19%, y en la actualidad se encuentra en valores menores a uno⁵. Luego del repunte de la tasa de interés de estos bonos a partir de julio de 2016 y hasta noviembre de 2018, el rendimiento comienza a caer y todo parece indicar que por el momento se mantendrán en estos mínimos niveles.

Por su parte para medir el riesgo del país se consideran los rendimientos de los bonos soberanos uruguayos medidos a través del índice UBI de República AFAP. En este caso deben evitarse también los valores “anómalos” del 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.

El parámetro “beta unlevered” de Damodaram, para enero de 2020 se ubica en 1,17, lo que indica que la inversión en la producción forestal tiene un mayor riesgo y variabilidad que el promedio de todas las actividades en ese mercado, lo que llama la atención.

A los efectos de calcular estos indicadores se tuvieron en cuenta los promedios de los últimos 5 años, 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 2,05% y para el riesgo país (índice UBI), se consideraron 1,83 puntos básicos. Ambos valores son particularmente bajos en relación con los históricos.

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 7,5%. Este valor es inferior a la TIR esperada del inversor (8,61%) y análoga a las tasas de descuento utilizadas por los tasadores internacionales que actuaron sobre todos los fideicomisos forestales a los cuales CARE tuvo acceso, lo que nos indicaría que la tasa prevista es superior a la teórica. Si bien estas comparaciones no pueden tomarse en sentido estricto, constituyen una referencia que –entre otras- ayuda a conformar un juicio acerca de la inversión.

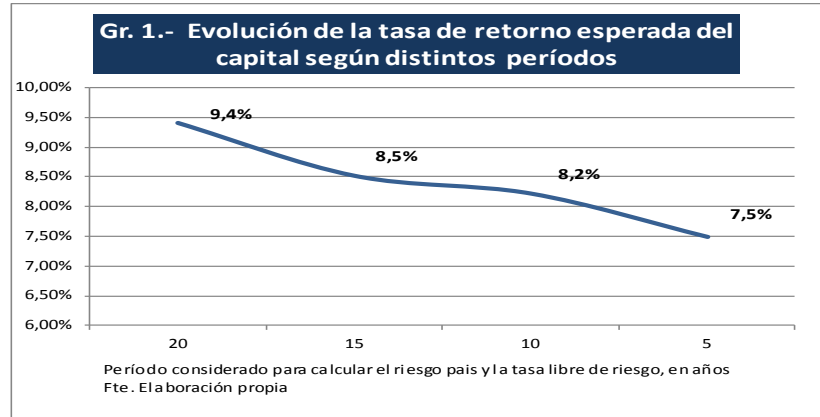
El costo de oportunidad del capital propio con los parámetros considerados es bajo si se compara con el pasado, esto es consecuencia de la caída en los retornos

³. Se consideraron los betas promedio de empresas de producción papel y productos forestales en mercados emergentes según A. Damodaram

⁴. Equity Risk Premium del S&P 500.

⁵. Los efectos de la pandemia del coronavirus afectaron los mercados financieros y en la actualidad los rendimientos de estos bonos están con tasas muy bajas en el entorno de 0,6%

de los bonos del tesoro de EEUU (tasa libre de riesgo) y el riesgo país. En la siguiente gráfica se observa el costo oportunidad considerando diferentes períodos 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.

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 dónde están presentes importantes firmas en la producción primaria, en los servicios a la producción, en la producción industrial, en el sector logístico y en el comercio exterior.

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

Se detalla a continuación la comparación de lo presupuestado inicialmente contra la ejecución real hasta junio de 2020 proyectado al año.

Cuadro 7. Presupuesto anual y ejecución real estimada para el año 2020

Actividad	Miles de dólares		
	Real	Presupuesto	Diferencia
Mantenimiento	32	42	-10
Establecimiento	1.007	1.016	-9
Manejo pino	74	89	-15
Manejo Eucaliptus	862	994	-132
Plagas	10	10	0
Gastos de Administración	357	355	2
Total de costos	2.342	2.506	-164

Fuente: el operador

Como puede observarse, no se prevén mayores desvíos sobre lo presupuestado originalmente, con excepciones de algunos costos algo menores en algunos ítems.

- Durante el año 2020 se plantarán 1024 hectáreas de Eucaliptus, 200 en el primer semestre (ya plantadas) y 824 que se plantarán en esta primavera.
- En lo que respecta al manejo de los montes de eucaliptus y pino, las actividades de mantenimiento, de poda y de raleo se vienen desarrollando con mínimos retrasos derivados de la pandemia, ya que en el mes de abril el ritmo de las actividades fue muy bajo. No obstante se ha recuperado el ritmo y se piensa cumplir con las metas propuestas para el año.

5. Tasación de la Tierra y los Montes Forestales

La última tasación disponible es a diciembre de 2019. En esa oportunidad la tasación fue realizada por la consultora TRIPAN Soluciones Forestales y abarcó a la totalidad de los 24 predios y las plantaciones realizadas hasta esa fecha.

El valor de la tierra fue determinado por el precio de mercado de predios en sitios y ubicaciones similares. Por su parte, la valorización de las plantaciones fue determinado por el método del "Valor Presente Neto de los flujos futuros" que se generan en el horizonte de planificación especificado, según la norma IAS 41 que considera el flujo de cada rodal hasta su edad de corta, sin replante, utilizando una tasa de descuento de 7,5 % anual. Las plantaciones de eucaliptus con objetivo de producción de madera pulpable consideran la corta y el manejo de rebrotes hasta la cosecha de éstos, por cuanto el activo biológico son los tocones vivos de los árboles.

Sobre la base de esta metodología, la tasación del patrimonio forestal de Montes del Este, considerando el valor de las plantaciones y la tierra los 24 establecimientos, se muestra resumida en el cuadro siguiente:

Cuadro 8. Valores de Tasación a Diciembre de 2019

	Hectáreas	Dólares	Dólares/ha
Plantaciones (Valor Presente Neto descontado al 7,5%)	6.110	26.488.657	4.335
Tierra. 24 Establecimientos	10.827	30.320.990	2.800
TOTAL		56.809.647	5.247

Fuente: TRIPAN Soluciones Forestales

Puede notarse que el valor de tasación ya es similar al de la emisión de los CP.

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*.

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, y previo a la pandemia del coronavirus, el cúmulo de barreras estaba 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. Asimismo, supone que la crisis derivada del coronavirus se resolvería en algunos meses y luego los mercados volverán razonablemente a la normalidad.

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 el negocio del Fideicomiso.

A) El precio de la madera

El precio más importante y por tanto el juicio más determinante para la calificadora es el de la madera. Esto se fundamenta en que el 85% de los retornos de la inversión se explican por el valor de la madera.

La tendencia de largo plazo esperada para los precios de la madera, es que todo indica que los precios deberían mostrar una tendencia creciente, al menos en valores nominales, y ello se sustenta en el hecho de que la demanda crecerá de la mano del incremento de la población mundial y del crecimiento económico de los países emergentes. Esta mayor demanda se espera tanto para madera sólida destinada a la construcción de muebles o viviendas como de celulosa por mayor consumo de papel "tissue". 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. Por su parte, las políticas destinadas a atenuar los impactos del cambio climático también promueven la protección de los montes al ser éstos importantes sumideros de carbono.

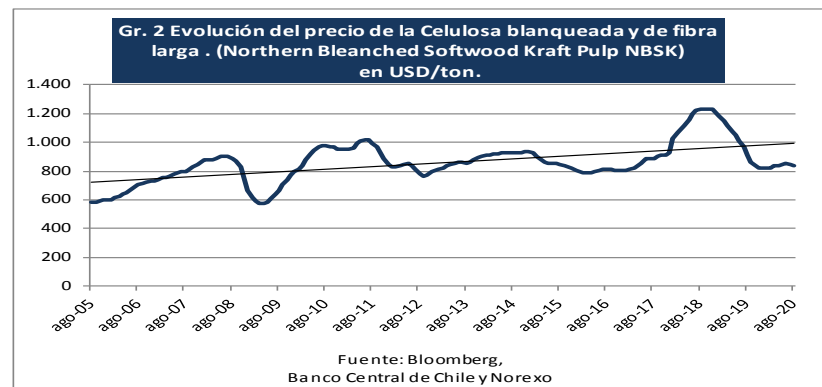
No obstante, en el corto plazo el sector está atravesando por una coyuntura desfavorable. Durante todo el año 2019 los precios de la madera a nivel internacional, regional y doméstico, mostraron una caída muy significativa en los precios, del orden del 35-40%. A partir de enero de 2020 los precios internacionales habrían dejado de caer, pero manteniéndose en niveles similares a los de 2017 y relativamente estables. La actual coyuntura de corto plazo es consecuencia del enfrentamiento comercial de EEUU y China, de altos

stocks y de una abundancia de pulpa de celulosa en el mercado producto de una sobreoferta de algunos países. Por su parte, la demanda cayó en forma coyuntural en algunos países desarrollados como consecuencia de la crisis sanitaria. Si bien la demanda por productos de higiene y de embalaje ha crecido debido a la compra por efecto del pánico y al aumento del consumo en el hogar, es probable que la demanda por otro tipo de productos se haya debilitado (papel de oficina), y haya más que compensando el aumento anterior, derivando en una reducción global de la demanda.

Para el largo plazo no existen elementos para suponer cambios en las tendencias planteadas en el prospecto de emisión. Para esta calificación CARE realizó una actualización de la información clave del sector confirmando que no deberían existir en el futuro mayores desvíos respecto de la trayectoria esperada, una vez superada la actual coyuntura. Luego de que se consuman los stocks, los precios del producto tendrán que subir para equilibrar la oferta y la demanda. Esta perspectiva se sustenta en el hecho de que los bajos precios limitan la oferta y que la demanda recuperará su tendencia.

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.

Los precios en Europa de la celulosa de pulpa de fibra larga (coníferas NBSK⁶), se ubican en la actualidad en el entorno de los 840 dólares la tonelada, frente a los 1.230 de fines del año 2018.

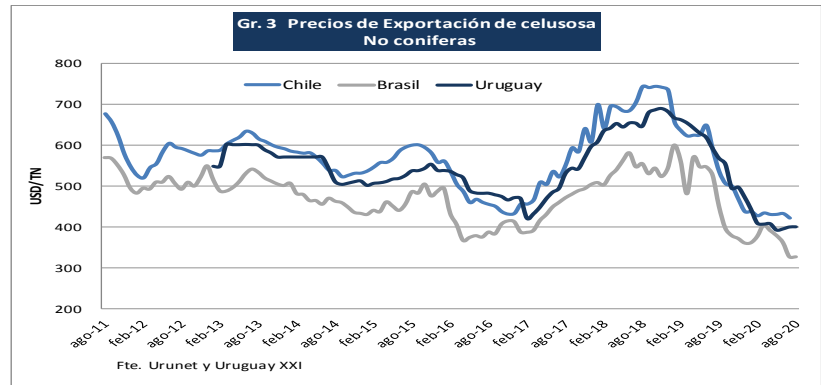


Todo parece indicar, que este escenario bajista y de incertidumbre se mantendrá seguramente durante todo el año 2020 debido a que para reducir la actual sobreoferta de celulosa será necesario algún tiempo mayor al previsto inicialmente. Para el mediano plazo, los asesores de J.P.Morgan Chase proyectan que los precios de la celulosa en los puertos de China aumentarían en los próximos 4 años un 5,2 y 3,3% acumulativo anual para la BHKP⁷ y la NBSK respectivamente.

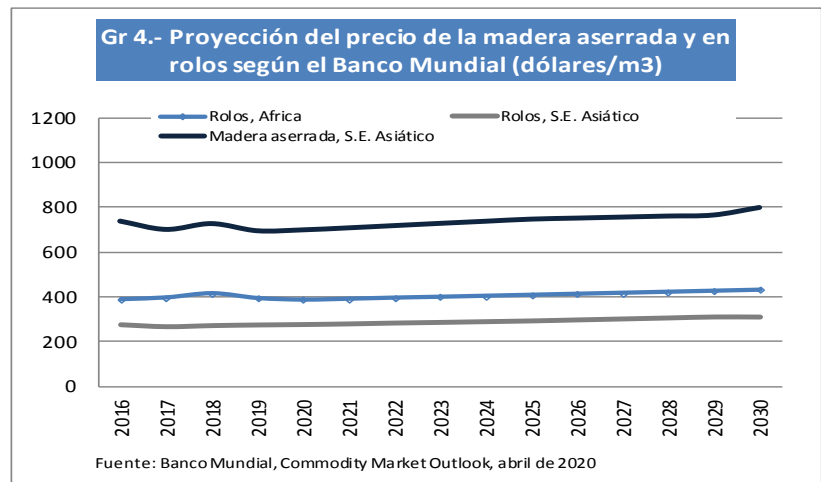
⁶. Northern Bleached Softwood Kraft. Pulpa de celulosa blanqueada de fibra larga.

⁷. Blanched Hardwood Kraft Pulp

Estás bruscas oscilaciones 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 variaciones interanuales mayores al 30% entre enero de 2018 y diciembre de 2019. Para el caso concreto de Uruguay, los precios de exportación de la celulosa en agosto de 2020 fueron de 400 dólares la tonelada, un 42% más bajos que los máximos de noviembre de 2018, resultando los más bajos de la serie.



Por su parte, los precios de la madera en bruto y de los paneles también mostraron durante 2019 y en lo que va de 2020, un menor nivel de precios que en 2018, como consecuencia también de una menor demanda de China. No obstante esta coyuntura menos favorable, las perspectivas para el mediano plazo para la madera en bruto para aserrío o aserrada, muestra la misma tendencia que para el caso de la celulosa, o sea un crecimiento en el largo plazo, tal cual lo detalla el Banco Mundial⁸ en la siguiente gráfica. Para el caso de la madera en bruto, el último reporte del BM muestra un crecimiento leve de aquí al 2030, promediamente de un 1,2% acumulativo anual para rolos y un 1,34% anual para madera aserrada.



⁸ Commodity Market Outlook, Abril de 2020.

Como resultado de esta coyuntura internacional para el rubro, se verificó en el Uruguay para los primeros 8 meses del año una reducción importante en los ingresos por las exportaciones de los productos forestales. Es así, que para el período enero-agosto de 2020 las exportaciones totales cayeron un 30% respecto del mismo período del año anterior.

Cuadro 9. Exportación de productos forestales seleccionados (en millones de dólares FOB)

	2015	2016	2017	2018	2019	ene-agosto 19	ene-agosto 20	Variación
Celulosa	1.266	1.222	1.310	1.660	1.527	1.097	745	-32%
Rolos (excepto eucalipto)	1	5	88	150	89	81	74	-9%
Tableros de madera contrachapados	62	58	64	76	55	35	40	13%
Chips (eucalipto y pino)	57	82	64	95	102	75	21	-72%
Madera aserrada No Coníferas	42	38	47	53	46	33	26	-20%
Madera aserrada Coníferas	23	27	46	62	52	35	38	9%
Papel y Cartón	79	52	31	29	28	22	13	-40%
Rolos de eucalipto	24	17	21	29	14	9	10	6%
Total	1.555	1.500	1.670	2.156	1.914	1.387	967	-30%

Fuente: Care en base a datos de URUNET, Uruguay XXI y OPYPA exportaciones de pulpa de salen de ese destino.

Nota: No están consideradas las exportaciones a Zona Franca, ya que se consideran las

Como puede observarse, el valor de las exportaciones de celulosa –principal producto de exportación- cae un 32% en valor, explicado en gran medida por los menores precios internacionales, aunque también caen las exportaciones en volumen aunque en menor medida.

En el primer semestre del año 2020 se reactivó la actividad de exportación de rolos de pino hacia China, pero todo indica que eso no se mantendrá al mismo ritmo en el segundo semestre. La demanda de China disminuyó y las opciones son hacia la India con precios muy poco atractivos.

Como ya fuera comentado, el actual escenario internacional de precios está afectado por los altos stocks en China, la pandemia del Coronavirus y el conflicto comercial de China con los EEUU, hechos que han afectado fuertemente los precios. No obstante esta coyuntura adversa, las perspectivas para el rubro en lo que refiere a la demanda de largo plazo se mantienen, por lo que los precios de la madera siguen siendo auspiciosos para el mediano y largo plazo.

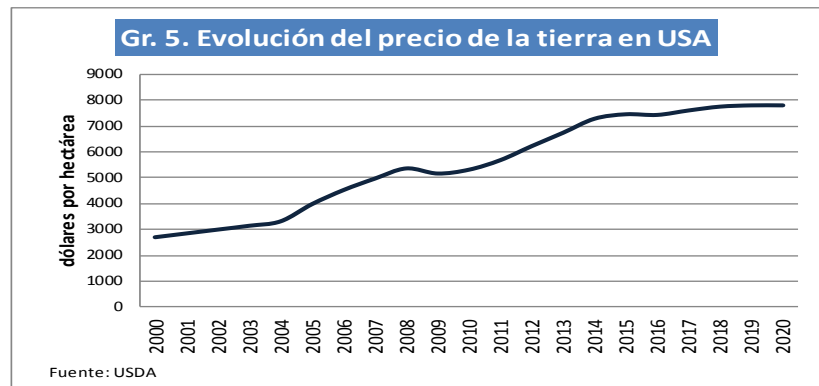
B) El precio de la tierra

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 siguen siendo alentadoras y ubicarían los precios en niveles crecientes para el corto y mediano plazo, pero a tasas más moderadas que en el pasado. En este caso se actualiza el comportamiento de los precios en diferentes países considerados de importancia.

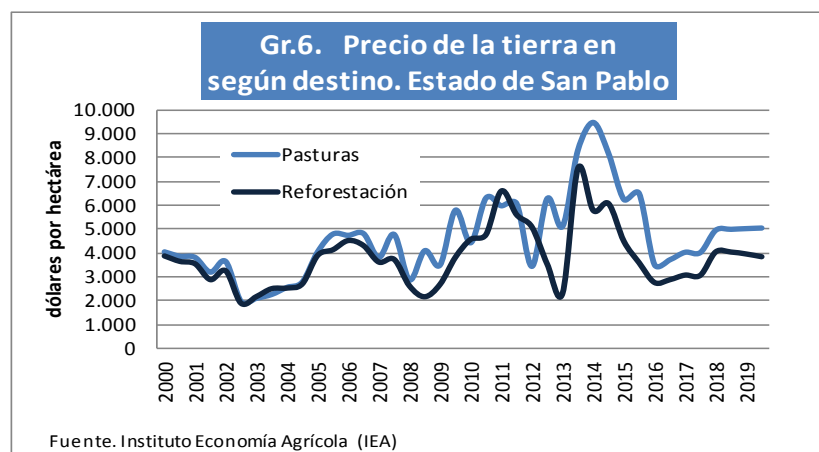
En lo que respecta al precio de la tierra en Estados Unidos, en lo que va del siglo XXI se observa una continua fase ascendente, con alguna excepción (2009 y 2015) en donde se verificaron mínimas reducciones, pero que no modifican la tendencia. El precio en Estados Unidos cayó únicamente en los primeros años de la década del ochenta ante el cambio de la política monetaria denominado "Plan Volker" y en menor medida, después de la crisis

financiera de Lehman Brothers, en ambos casos en forma muy moderada. Cualquiera de los dos shocks negativos en el nivel de precios, fueron revertidos en pocos años. No obstante, en los últimos años, si bien la tendencia se mantiene, los aumentos parecen ser cada vez menores. En 2018 los precios de la tierra (promedio) aumentaron un 2%, para 2019 el USDA reporta un aumento de un 0,6% en términos nominales y para el año 2020 mantiene el mismo valor nominal que en el año anterior. Si se analizan los datos para las tierras agrícolas y para las ganaderas por separado, el comportamiento de la evolución de los precios es el mismo.



El comportamiento del precio de la tierra en Brasil, está afectado 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.

Para el año 2019, último reportado por el Instituto de Economía Agrícola de San Pablo los precios de la tierra para pasturas crecen levemente (1%) mientras que las que tienen por destino la silvicultura y pasturas naturales caen un 4,9%.

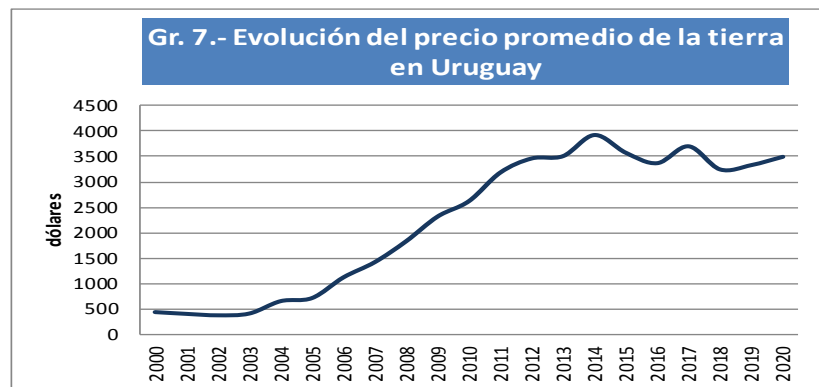


La particular situación de Argentina hace imposible disponer de una serie de precios actualizada y confiable de la tierra. Las alta volatilidad de las políticas, las elevadas detracciones a las producciones agrícolas, los desajustes

macroeconómicos y las restricciones al manejo de las divisas, generan distorsiones en los valores que nada tienen que ver con la tendencia que deberían tener los precios de los campos. Sobre la base de algunos trabajos técnicos a los cuales CARE tuvo acceso, en un período de 55 años (1956 a 2011) el precio de la tierra agrícola (de muy buena calidad) en Argentina, aumentó a un ritmo promedio de 3,5% acumulativo anual en términos reales.

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 9,8% en el valor de la tierra, luego en 2018 la misma oficina da cuenta de una reducción de un 12,3%, en 2019 se reporta un leve aumento de un 2,6% y luego para el primer semestre de 2020⁹ el precio promedio de la hectárea media del país estaría mostrando una recuperación de un 5%.

El escaso número de transacciones verificado en estos últimos años genera algunas dudas en cuanto a los valores obtenidos, lo que deberá ser corroborado en los siguientes años.



Existen otras fuentes de información realizadas por consultoras y operadores del mercado¹⁰, las que tratan de contemplar la calidad de las tierras corrigiendo los valores por el índice CONEAT¹¹ y de esta forma hacer más comparable los valores. Existe una proporcionalidad comprobada entre el índice de CONEAT y el precio con valores de campo con CONEAT por encima de 100, pero cuando los índices están por debajo de 100, los precios también caen pero no exactamente en la misma proporción que cuando están por encima de 100. Esto básicamente se explica porque muchos de los campos por debajo de 100 son demandados para producciones diferentes a la carne y a la lana (arroz, forestación), rubros considerados para determinar el valor del índice.

Realizando estas correcciones a la información disponible se obtienen series de precios que también muestran un comportamiento muy similar al obtenido por DIEA: un aumento sostenido y muy importante hasta el año 2014 y luego un descenso continuo hasta el presente. Con la diferencia de que ubican el precio actual con una caída mayor (30%) que la que se nota utilizando los

⁹. "Precio de la Tierra" Compraventas Primer Semestre de 2020, publicado en setiembre de 2020.

¹⁰. SERAGRO, Agroclaro y operadores privados

¹¹. B. Lanfranco y G. Sapriza (Serie Técnica N° 187 de INIA, "El índice CONEAT como medida de productividad y valor de la tierra" 2011)

valores medios de la Serie de DIEA (11%). Esto se explicaría por la elevada proporción de campos agrícolas y forestales (algunos ya forestados) en las compraventas de los últimos años.

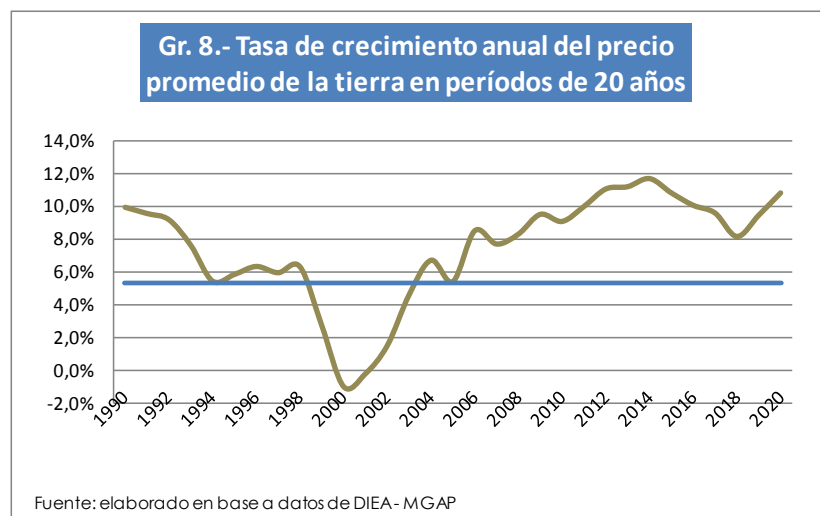
La valorización del precio de la tierra es un componente relativamente importante de ingreso final del fideicomiso (15%) por lo tanto lo que finalmente ocurra con la evolución de su precio tendrá una incidencia sustancial con el retorno final de la inversión. El modelo financiero supuso una valorización acumulativa anual de un 5,3% (en dólares corrientes) durante 25 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 51 años (1970 a 2020) 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 7,5%.
- 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 el 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 la tasa de crecimiento anual cae levemente (7,3%), y el mínimo crecimiento anual es de 5% y por lo prácticamente en ningún período estaría por debajo del valor considerado en el prospecto.

La evolución anual de este indicador –para intervalos de 20 años- muestra una tendencia al alza hasta el 2014, para luego comenzar a caer pero aún se mantiene en valores por encima del 5,3% (en el entorno del 10% de crecimiento anual).



Como ya fuera comentado en la Sección IV, CARE entiende que si bien cabe esperar para el mediano y largo plazo aumentos sostenidos en los precios de la tierra, éstos no serían de similar magnitud que el pasado. Muy probablemente los aumentos de precios compensarán la inflación de Estados Unidos, más un pequeño componente por incremento de la productividad de la tierra, de esta forma se deberían ubicar entre el 2 y el 4% anual.

5.2 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. En la actualidad, no surgen elementos que pudieran suponer que el gobierno pueda tomar medidas de política que atenten contra este tipo de emprendimiento.

En resumen, no se perciben condiciones que permitan advertir amenazas desde las políticas públicas.

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+ uy¹² de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.

Comité de Calificación.



Ing. Julio Preve



Sr. Martín Durán Martínez

¹². **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.**



Ing. Agr. Adrian Tambler