

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

Montevideo, setiembre de 2020

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

Calificación Emisión de Oferta Pública 22 - setiembre - 2020

Denominación:	Fideicomiso Financiero Forestal Terraligna
Fiduciario:	TMF Uruguay AFISA
Operador y estructurador:	Cambium Forestal Uruguay S.A.
Agente de Registro y Pago:	TMF Uruguay AFISA
Entidad Representante:	TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos AFISA
Títulos emitidos:	Certificados de participación
Moneda:	Dólares americanos
Importe de la emisión:	USD 60.450.000
Distribuciones:	Según resultados acumulados de acuerdo a procedimiento establecido
Fecha de Suscripción:	2 de octubre de 2017
Activos del Fideicomiso:	Proyecto de compra y explotación de un patrimonio forestal.
Vigencia:	hasta el 30 de abril de 2021
Plazo del Fideicomiso :	25 años a partir de la fecha de emisión
Comité Calificación:	Martín Durán, Julio Preve y Adrián Tambler.
Calificación de Riesgo:	BBB (uy) ¹
Manual utilizado:	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros

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

Resumen General

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

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

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

- Los supuestos utilizados en el proyecto (precios de la tierra y de la madera, tasas de evolución, etc.) siguen siendo consistentes con otros proyectos forestales de oferta pública calificados por CARE.
- Al 30 de junio de 2020 se han adquirido un total de 21 predios por una superficie de 11.263 hectáreas de las cuales unas 3.000 ya se encuentran forestadas. La superficie total aprovechable sería del entorno a las 7.100 hectáreas lo que implica un aprovechamiento de aproximadamente un 63%. El período de inversión en campos aún no se ha cerrado, pero se encuentra muy cerca de su finalización. Con posterioridad al 30 de junio se firma la compra de un predio de 375 hectáreas y quedan 317 hectáreas con boleto de reserva
- La última tasación de los campos fue a diciembre de 2019 considerando el valor de la tierra al valor de mercado de 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%, alcanza a la cifra de 36.382.341 dólares. Esta tasación considera solamente 2.906 hectáreas de montes, de las cuales aproximadamente un 60% fueron plantadas en 2019.
- 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%). Esta coyuntura desfavorable para 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 Terraligna".

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

El marco conceptual de esta calificación supone un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica el desempeño esperado del fideicomiso, su capacidad de generar en el tiempo utilidades, conforme al proyecto de ejecución del negocio forestal que su administración está mandatada a realizar. Admitido el rango de TIRs derivado de múltiples simulaciones, como razonable para el proyecto en la primera calificación, las siguientes no se vinculan estrictamente con la obtención de estas cifras. En efecto, no se trata en este caso de una emisión con compromiso de rentabilidad fijo. Por tanto la nota no dependerá estrictamente del alcance de las Tasas Internas de Retorno calculadas en el proyecto ni de los costos de oportunidad del capital de los inversores. En definitiva, la nota seguirá entre otros criterios el cumplimiento del proyecto y el alcance de una rentabilidad mínima que se juzgue aceptable en ocasión de cada recalificación.

CARE Calificadora de Riesgo es una calificadora con registros y manuales aprobados por el Banco Central del Uruguay a partir de abril de 1998. Califica conforme a su metodología oportunamente aprobada por dicha autoridad, seleccionando los profesionales necesarios para integrar en cada caso el comité de calificación, el que juzga en función de sus manuales. Estos, su código de ética, registros y antecedentes se encuentran disponibles en el sitio web: www.care.com.uy así como en el del regulador: www.bcu.gub.uy. El Comité de calificación estuvo integrado en este caso por Martín Duran, Julio Preve y Adrián Tamber. Asimismo, en oportunidad de la calificación original, CARE contrató los servicios del Dr. Leandro Rama.

2. Antecedentes y hechos salientes del período

o Antecedentes

El Fideicomiso Financiero Forestal Terraligna tiene como objetivo proveer a los inversores retornos a largo plazo logrados esencialmente a través del producto de las ventas de la madera y bosques en pie y la valorización del activo tierra, y a la vez, aunque en menor medida, del pastoreo de las tierras forestadas y no forestadas, siguiendo protocolos de inversión y administración, con adecuados estándares productivos, ambientales y sociales. Al cierre del proyecto el ingreso total estimado por ventas corresponderá en un 82% a la venta de madera, un 15% a la venta de la tierra al final del proyecto, y 3 % a ingresos por pastoreo.

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.

- El Plan de negocios supone la compra de una superficie aproximada de 12.000 hectáreas, con un aprovechamiento estimado en 65% a forestarse con *Eucalyptus dunnii* o *Eucalyptus grandis*, con destino a pulpa de celulosa de fibra corta, fundamentalmente.
- El plazo del Fideicomiso es de 25 años desde la fecha de la emisión pudiéndose extender hasta 30 años según disposiciones contractuales. También puede haber una extinción anticipada una vez que se liquiden en forma total los Certificados de Participación emitidos por el Fiduciario, y se cancelen las demás obligaciones del Contrato.
- La suscripción de los certificados de participación se realizó el 2 de octubre de 2017 por un total de USD 60.450.000, (sesenta millones, cuatrocientos cincuenta mil dólares estadounidenses). Las integraciones se están realizando en sucesivas "Capital Calls" en la medida de las necesidades de inversión.
- La administración está a cargo de Cambium Forestal Uruguay S.A., una compañía con probada habilidad en la administración de patrimonios forestales, quien reforzó el compromiso con el proyecto con la adquisición de certificados de participación, por el 3% de la emisión (USD 1,81 millones).
- Importa destacar la existencia del Fideicomiso Financiero Forestal Montes del Este, que emitió certificados de participación por un monto de 56,5 millones de dólares. Este fideicomiso es administrado por el mismo operador, tiene un similar plan de negocios y viene cumpliendo en forma satisfactoria con el plan de negocios. Asimismo, cabe destacar la aprobación por parte del Banco Central del Uruguay del Fideicomiso Financiero Boschetto, por un total de 79.600.000 dólares, y también será administrado por Cambium Forestal Uruguay SA.

o Hechos salientes del período

- Al 30 de junio de 2020 se habían adquirido 21 predios por un total de 11.263 hectáreas. En julio de 2020 se firma la compraventa de un predio por 375 há, quedando 317 hectáreas con boleto de reserva. El aprovechamiento forestal de las tierras adquiridas sería del 63%, alineado con lo establecido en el prospecto. Del total de la superficie comprada 1.798 hectáreas ya se encontraban forestadas, incluyendo 132 has de uno de los predios que corresponde a un contrato de arrendamiento con UPM mediante el cual Terraligna será propietaria del 27% de la madera.

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

Año de plantación	superficie de Eucaliptus (has)					TOTAL
	Dunni	Globulus	Maidenni	Grandis	Otros	
2003		1				1
2010		59				59
2011		88	475			563
2012	15					15
2013	159	77	38			274
2015				30	20	50
2016	87			48	43	178
2017		45				45
2019	1.795				21	1.816
2020					15	15
TOTAL FORESTADO	2.056	269	513	77	99	3.014
HECTAREAS TOTALES						11.263
Porcentaje forestado actual						27%

Fuente: El Operador

- La superficie más importante del fideicomiso se encuentra en los departamentos de Lavalleja y Treinta y Tres, existiendo también algunos predios en Durazno, Cerro Largo y Tacuarembó.
- 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.
- El proceso de compra aún no ha culminado, aunque la superficie ya adquirida se encuentra cercana a la establecida en el Prospecto (12.000); está pendiente la compra de establecimientos con una superficie total de 317. La oferta de predios ha sido escasa, manteniéndose un ritmo muy lento, consecuencia de que las expectativas de parte de los vendedores se mantienen un poco altas, para los precios que están dispuestos a pagar los compradores.
- En setiembre de 2019 se firmó la venta de 788 ha de bosque a Montes del Plata. El plazo de cosecha del bosque previsto inicialmente era hasta el 31/12/2020. Montes del Plata aplazó esa compra para el año próximo, pagando 470 mil dólares para contemplar el mayor crecimiento del bosque y los perjuicios derivados de correr las nuevas plantaciones.
- Ya están aprobadas todas las autorizaciones ambientales ante DINAMA para los predios que así lo requieren, mientras que queda solamente la aprobación de un plan (el último presentado) ante la Dirección General Forestal.
- En el segundo semestre del 2020 se están plantando 1.082 hectáreas

- El operador reporta que las plantaciones se vienen desarrollando con normalidad, a igual manera que el control de malezas y hormigas.
- Respecto de las auditorías de seguridad, salud y medioambiente que se realizan en terreno, hubo 35 visitas durante el primer semestre del año, con un puntaje total promedio de 96,3%

3. Información analizada

La 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 Terraligna, creado por contrato correspondiente de fideicomiso financiero. Este contrato, los certificados y los demás contratos citados se analizan en la presente sección.

1. Descripción general

Denominación:	Fideicomiso Financiero Forestal Terraligna
Fiduciario:	TMF Uruguay AFISA.
Operador y estructurador:	Cambium Forestal Uruguay S.A.
Agente de Registro y Pago:	TMF Uruguay AFISA.
Entidad Representante:	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.
Plazo del Fideicomiso	25 años desde la emisión, pudiéndose extender según disposiciones contractuales hasta 30 años.
Títulos a emitirse:	Certificados de participación
Activos del Fideicomiso:	El Fideicomiso invertirá en la creación de un patrimonio forestal. Esto incluye la compra de inmuebles rurales y la plantación de los montes.
Moneda:	Dólares
Importe de la Emisión:	Hasta USD 60.450.000
Distribuciones:	Según resultados acumulados de acuerdo a procedimiento establecido, contingente durante el proyecto.
Calificación de Riesgo:	BBB (uy)

2. El análisis jurídico

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

La conclusión del informe fue:

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

3. Riesgos considerados

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

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

III. LA ADMINISTRACIÓN

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

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

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

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

TMF Uruguay

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

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

Un resumen de los principales rubros del estado de situación y resultados intermedios al 30/6/20 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 USD79.6 millones. En este negocio, Cambium se compromete a participar con el 3 % del total de la emisión.

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

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

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

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

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

Situación económica y financiera

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

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

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

3. El Fideicomiso

El Fideicomiso se constituye formalmente mediante contrato celebrado el 20 de febrero de 2017 y sus modificaciones acordadas en julio de 2017 y agosto de 2018.

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

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

No se produjeron nuevas integraciones en el periodo analizado, por lo que al cierre de junio 2020 se mantiene lo ya informado de una integración de USD 39.5 millones, de los cuales Cambium aportó USD 1.185.000, el resto correspondió a inversores institucionales. Es decir, a esa fecha hay USD 20.950.000 suscriptos pero no integrados.

Sin embargo, luego del cierre de junio pasado, con fecha 10/7/20 se realizó una cuarta integración por USD 4.5 millones, por lo que el total acumulado a la fecha de redactar este informe es de USD 44 millones.

En los cuadros siguientes se presentan en forma resumida los estados de situación y resultados intermedios del Fideicomiso al 30/6/20.

Cuadro 4: Estado de Situación Fideicomiso

Concepto (miles u\$s)	30/06/2020	31/12/2019	31/12/2018
Activo	39.241	39.276	31.466
Activo Corriente	2.491	4.214	4.270
Activo no Corriente	36.751	35.063	27.196
Pasivo	1.481	994	332
Pasivo Corriente	448	499	332
Pasivo no Corriente	1.033	495	-
Patrimonio	37.760	38.283	31.133
Pasivo y Patrimonio	39.241	39.276	31.466
Razón Corriente	5,56	8,44	12,86

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Como se ha dicho, la cuarta integración no se registra en el cuadro precedente por haberse realizado en fecha posterior, en consecuencia, el patrimonio contable debe relacionarse con la integración acumulada hasta el cierre del semestre, o sea USD 39.5 millones. Puede comprobarse que es algo menor.

A la fecha de cierre del primer semestre de 2020, el Fideicomiso contaba con 11.263 háts aproximadamente, de las cuales aproximadamente 3.000 háts estaban forestadas. Adicionalmente se informa que a esa fecha contaba con boletos de reserva firmados por un total de 692 háts por un valor de USD 1.865.220. Posteriormente al cierre, con fecha 23/7/20, se firmó la compra venta de 375,21 háts por USD 938.025.

De acuerdo al cuadro precedente, el patrimonio contable al 30/6/20 es algo menor a la integración recibida hasta la fecha.

Respecto a los resultados parciales, los mismos se presentan en el cuadro siguiente.

Cuadro 5: Estado de Resultados Fideicomiso

Concepto (miles u\$s)	30/06/2020	30/06/2019	31/12/2019
Ingresos Operativos	611	377	6.600
Gastos Operativos	(60)	(20)	(3.080)
Gastos de Administración	(482)	(585)	(928)
Resultado Operativo	69	(228)	2.592
Resultado Financiero	(21)	35	44
Diversos (valuación tierra)			(619)
Resultado antes de IRAE	48	(193)	2.017
IRAE	(571)	(114)	(830)
Resultado del Periodo	(522)	(308)	1.186

Fuente: EE.CC Fideicomiso

En esta oportunidad no hay nuevas tasaciones de tierra ni de montes (se tasan los montes con una antigüedad superior a los dos años) porque, como se sabe, las mismas se producen anualmente en ocasión del cierre del ejercicio anual, en este caso fue a diciembre de 2019.

Se 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 25 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 bajo.*

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

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

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

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

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

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

Las proyecciones financieras descritas en el modelo de negocios del prospecto de emisión se mantienen incambiadas debido a que la emisión se realizó en octubre de 2017, aún no se han terminado de adquirir los campos y recién en la primavera de 2019 se comenzaron a plantar los primeros montes de eucaliptus. Por el momento no se identifican desvíos con la propuesta original que justifiquen el ajuste de las proyecciones consideradas en el prospecto.

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

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

Para el caso del precio de la tierra se supuso en el escenario base un incremento anual real de un 3%, que implicaría un aumento nominal anual del 5,3%. Esta cifra es menor a la tasa histórica (7,5%) para períodos de 20 años, pero podría resultar elevada si la tierra se compra a valores altos. 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 entre un 3 y un 4%. De cualquier manera, la venta de tierra representa un porcentaje relativamente bajo de los ingresos totales (15%) y como se verá en las sensibilizaciones, tiene una menor incidencia en la TIR que los valores de la madera

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

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

2. Replanteo del flujo de fondos y sensibilidad.

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

Como ya fuera comentado, los principales ingresos provienen de la venta de productos forestales (82%) y por la venta de tierra al final del período (15%). Es por ello que se procedió a sensibilizar el precio de la madera, así como la tasa de variación del precio de la tierra.

Para la sensibilización se generaron 3 escenarios que van incrementando el nivel de estrés al modelo. Cabe destacar que en algunos escenarios los valores no se alejan demasiado de los utilizados en el prospecto. Esto se debe a que ya se parte de valores conservadores².

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

Escenario 1

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

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

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

Cuadro 6. Escenario 1: Variables sensibilizadas y distribuciones

Variable	Mínimo	Más prob.	Máximo
Precio pulpa (USD/m ³)	45.0	60.0	75.0
Precio pulpa (var.anual))	-0.50%	0.50%	1.50%
Precio de la tierra (var.anual)	0.00%	3.00%	4.00%

Fuente: CARE

Escenario 2

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

Cuadro 7. Escenario 2: Variables sensibilizadas y distribuciones adoptadas

Variable	Mínimo	Más prob.	Máximo
Precio pulpa (USD/m ³)	45.0	60.0	75.0
Precio pulpa (var.anual))	-0.50%	0.50%	1.50%
Precio de la tierra (var.anual)	0.00%	2.00%	4.00%

Fuente: CARE

². Un mayor detalle de la sensibilización realizada se encuentra en la calificación original.

Escenario 3

Como último escenario, se asumió la misma distribución del precio de la madera de celulosa de los escenarios 1 y 2. Para la variación anual del precio real de la tierra se asume la misma situación que en el escenario 2, y finalmente para el caso del crecimiento real del precio de la madera para celulosa, ya no se tomó en cuenta una distribución probabilística, sino que se optó por suponer un crecimiento cero durante todo el período.

Cuadro 8. Escenario 3: Variables sensibilizadas y distribuciones adoptadas

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

Fuente: CARE

Conclusiones

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

Cuadro 9. Estadísticos resultantes de la TIR del proyecto.

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

Fuente CARE

Cuadro 10. Estadísticos resultantes de la TIR del inversor.

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

Fuente CARE

Tomando en cuenta que la moda de la TIR en todos los casos se encuentra por encima de la tasa de descuento (7,5%)³ y que aun en el caso más exigente la TIR se encuentra en el 90% de los casos para el proyecto y para el 80% de los casos para el inversor, por encima de la tasa de descuento, se concluye que el modelo muestra resultados robustos ante escenarios exigentes planteados en la sensibilización.

3. Nueva estimación del Costo de oportunidad del Capital

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 Damodaran⁴ 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).

³. Tasa de descuento considerada en la última tasación.

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

En consecuencia para el cálculo del costo de los fondos propios se aplica la siguiente fórmula:

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

Donde:

E(ri): Tasa de retorno esperada del capital

β_{im} : Riesgo sistemático propio respecto del riesgo de mercado⁵.

rf: tasa libre de riesgo

E(Rm) – Rf: Prima de Riesgo del mercado⁶. Es el premio por riesgo específico al mercado que opera el proyecto.

Erp: 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 uno⁷. 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.

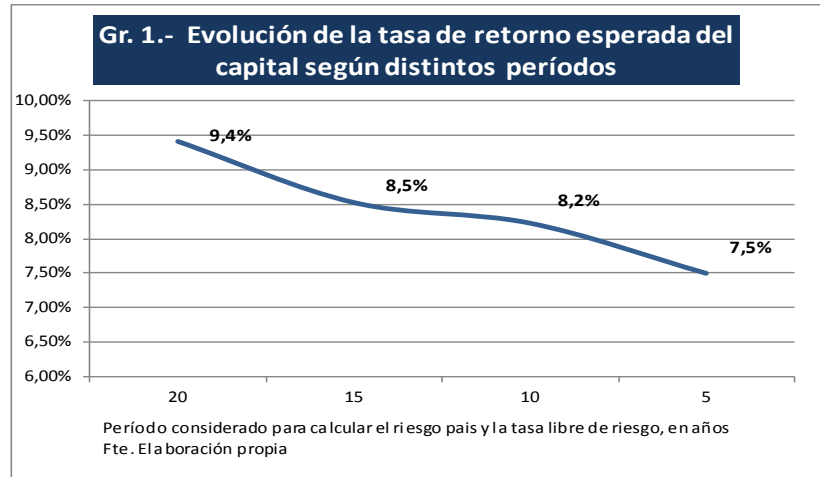
Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 7,5%. Este valor es inferior a la TIR esperada del inversor (8,61%) y análoga a las tasas de descuento utilizadas por los tasadores internacionales que actuaron sobre todos los fideicomisos forestales a los cuales 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.

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

⁶. Equity Risk Premium del S&P 500.

⁷. 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%

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 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 de manejo productivo forestal.

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

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

Asimismo, en lo que respecta a los riesgos biológicos, las especies elegidas presentan una adecuada performance en los ecosistemas elegidos y las patologías de éstas 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 11. Presupuesto anual y ejecución estimada para 2020

Actividad	Miles de dólares		
	Real	Presupuesto	Diferencia
Mantenimiento plantaciones 2019	149	355	-206
Establecimiento 2020	3.905	4.456	-551
Plagas	9	10	-1
Gastos administrativos	571	573	-2
Total de costos	4.634	5.394	-760
Compra de campos	6.084	6.172	-88
Ingresos (pastoreo y silvícolas)	987	364	623

Fuente: el operador

Los desvíos respecto de lo presupuestado refieren a que los costos de plantación y de mantenimiento serán menores a lo presupuestado.

5. Tasación de la Tierra y los Montes Forestales

La última tasación de los campos y bosques fue a diciembre de 2019 y fue realizada por la consultora TRIPAN Soluciones Forestales. En esa oportunidad se tasaron los 19 predios que se tenían en propiedad y todas las plantaciones realizadas hasta esa fecha (se consideraron 2.906 has).

El valor de la tierra fue determinado por el valor 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 19 establecimientos, se muestra resumida en el cuadro siguiente:

Cuadro 12. Valores de Tasación a Diciembre de 2019

	Hectáreas	Dólares	Dólares/ha
Plantaciones (Valor Presente Neto descontado al 7,5%)	2.906	5.045.484	1.736
Tierra. 19 Establecimientos	11.060	31.336.857	2.833
TOTAL		36.382.341	3.290

Fuente: TRIPAN Soluciones Forestales

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

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

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

5.1 Riesgo Económico y de Mercado

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

5.2 El precio de la madera

El precio más importante y por tanto el juicio más determinante para la calificadoradora es el de la madera y especialmente la que tiene por destino la producción de pulpa de celulosa. 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, 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.

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

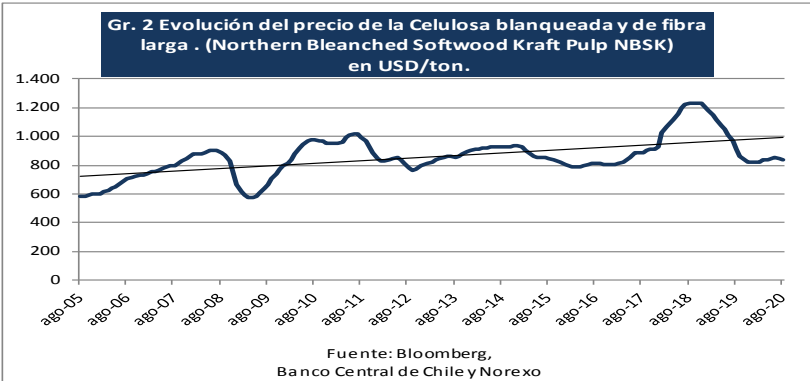
⁷. Blanched Hardwood Kraft Pulp

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 NBSK⁸), se ubican en la actualidad en el entorno de los 840 dólares la tonelada, frente a los 1.230 de fines del año 2018.

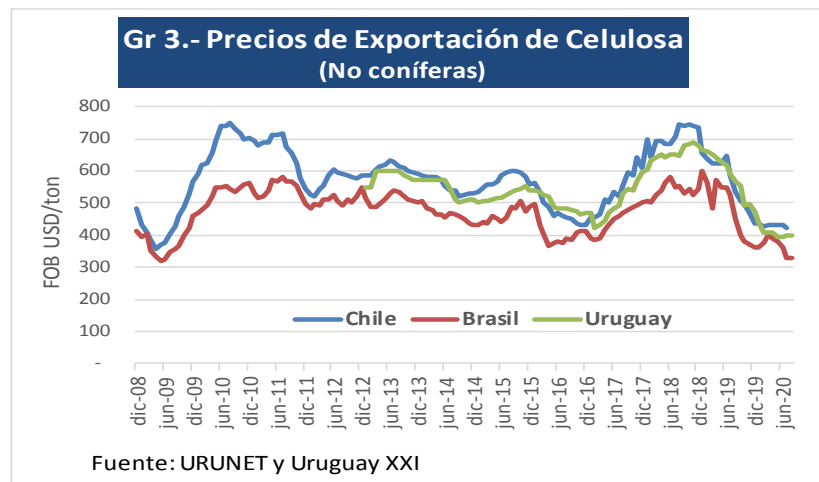


⁸. Northern Bleached Softwood Kraft. Pulpa de celulosa blanqueada de fibra larga

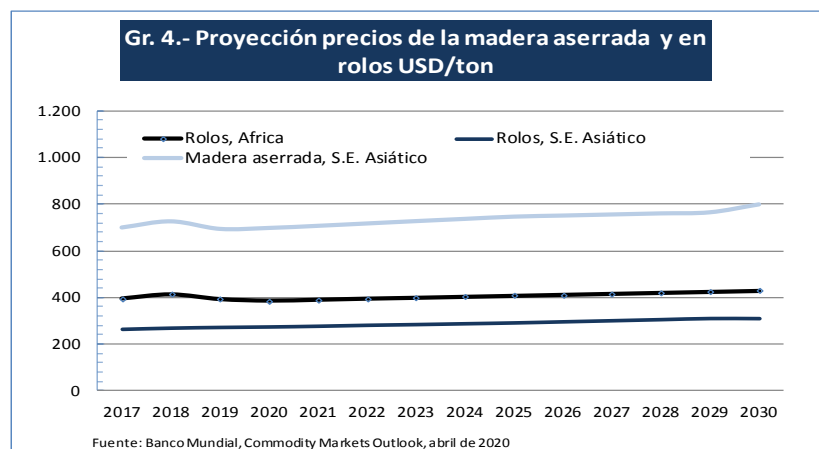
Todo parece indicar, que este escenario bajista y de incertidumbre se mantendrá seguramente durante todo el año 2020 debido a que para reducir la actual sobreoferta de celulosa será necesario algún tiempo mayor al previsto inicialmente. Para el mediano plazo, los asesores de J.P.Morgan Chase & Co.

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 BHKP⁹ y la NBSK respectivamente.

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 Mundial¹⁰ 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.



⁹. Blanched Hardwood Kraft Pulp

¹⁰. 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 13. 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

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

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

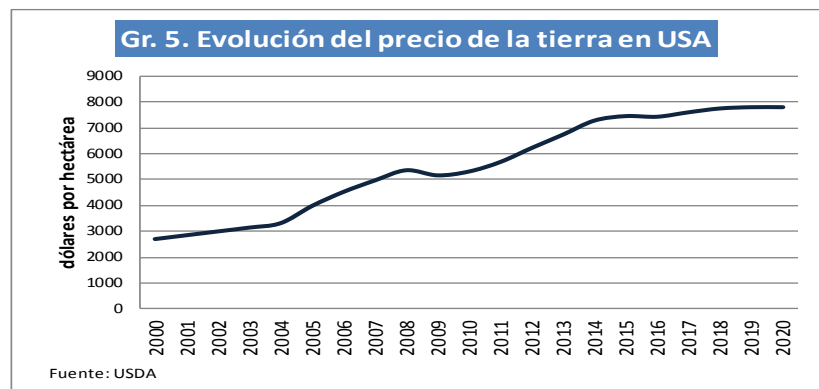
Como ya fuera comentado, el actual escenario internacional de precios está afectado por los altos stocks en China, la pandemia del Coronavirus y el conflicto comercial de China con los EEUU, hechos que han afectado fuertemente los precios. No obstante esta coyuntura adversa, las perspectivas para el 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.

5.3 El precio de la tierra

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

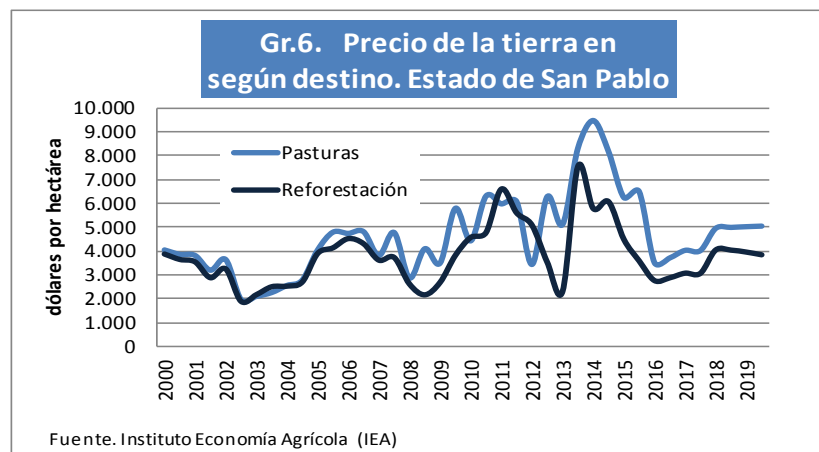
Las perspectivas de demanda internacional por tierra siguen siendo alentadoras y ubicarían los precios en niveles crecientes para el corto y mediano plazo, pero a tasas más moderadas que en el pasado. En este caso se actualiza el comportamiento de los precios en diferentes países considerados de importancia.

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.

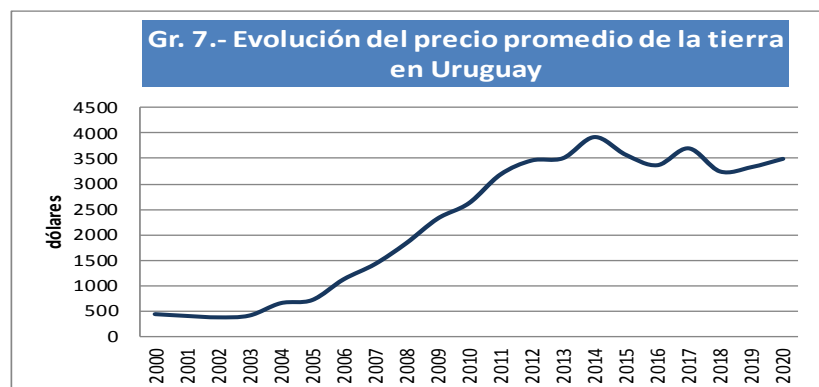
Para el año 2019, último reportado por el Instituto de Economía Agrícola de San Pablo los precios de la tierra para pasturas crecen levemente (1%) mientras que las que tienen por destino la silvicultura y pasturas naturales caen un 4,9%.



La particular situación de Argentina hace imposible disponer de una serie de precios actualizada y confiable de la tierra. La alta volatilidad de las políticas, las 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 2020¹¹ 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 mercado¹², las que tratan de contemplar la calidad de las tierras corrigiendo los valores por el índice CONEAT y de esta forma hacer más comparable los precios. Existe una proporcionalidad comprobada¹³ 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.

¹¹. "Precio de la Tierra" Compraventas Primer Semestre de 2020, publicado en setiembre de 2020.

¹². SERAGRO, Agroclaro y operadores privados

¹³. B. Lanfranco y G. Sapriza (Serie Técnica N° 187 de INIA, "El índice CONEAT como medida de productividad y valor de la tierra" 2011)

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 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.

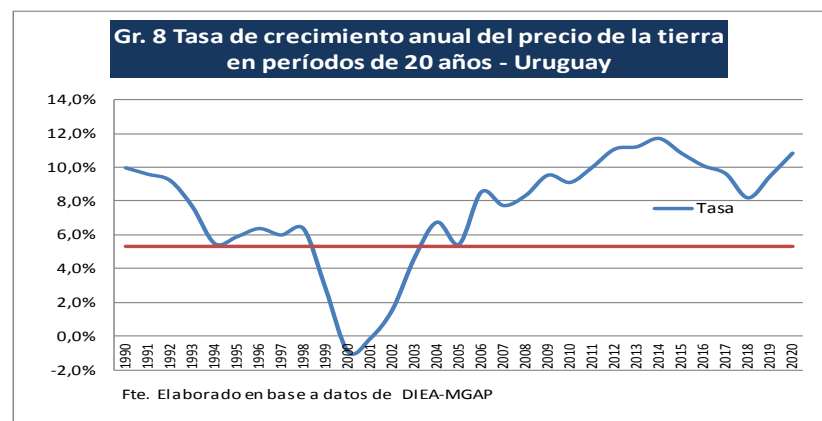
La valorización del precio de la tierra es un componente relativamente importante de ingreso final del fideicomiso (15%) por lo tanto lo que finalmente ocurra con la evolución de su precio tendrá una incidencia sustancial con el retorno final de la inversión. El modelo financiero supuso una valorización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

5.4 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. En el momento actual no existen elementos que pudieran suponer condiciones para que ello ocurra.

Por su parte, el cambio de Administración tampoco parece agregar riesgos para el desarrollo de emprendimientos como el propuesto en este caso.

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)¹⁴ de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.

Comité de Calificación.



Ing. Julio Preve



Sr. Martín Durán Martínez

¹⁴. **BBB (uy)**. Se trata de instrumentos que presentan un riesgo medio bajo para la inversión, ya que evidencian un desempeño aceptable y suficiente capacidad de pago en los términos pactados. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, y las características del entorno, dan en conjunto moderada satisfacción a los análisis practicados, sin perjuicio de alguna debilidad en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo. Podría incrementarse el riesgo del instrumento ante eventuales cambios previsibles en los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, o en la economía en su conjunto. La probabilidad de cambios desfavorables previsibles en el entorno es de baja a media baja, y compatible con la capacidad de la administradora de manejarlos aunque incrementando el riesgo algo más que en las categorías anteriores. **Grado de inversión mínimo.**



Ing. Agr. Adrian Tambler