

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

Montevideo, abril de 2021

4	RESUMEN GENERAL
6	I INTRODUCCION
9	II EL FIDEICOMISO Y LOS TITULOS MIXTOS
11	III LA ADMINISTRACION
16	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
22	V EL ENTORNO
32	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

**Actualización de la Calificación de Oferta Pública.
07 - abril - 2021**

Denominación:	Fideicomiso Financiero Forestal Montes de Este
Fiduciaria:	TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión SA
Operador:	Cambium Forestal Uruguay S.A
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 la primera emisión:	23 de junio de 2014.
Plazo:	23 años
Distribuciones:	Según resultados acumulados de acuerdo a procedimiento establecido
Activos del Fideicomiso:	Los inmuebles, los bosques y las mejoras e inversiones realizadas en aquellos, entre otros.
Vigencia:	30 de noviembre de 2021
Comité Calificación:	Martín Durán, Julio Preve y Adrián Tamber
Calificación de Riesgo:	BBB+.uy
Manual Utilizado:	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros.

Resumen General

CARE ha actualizado la calificación de los certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero 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 lleva adelante otros dos Fideicomisos (Terraligna y Boschetto) con similares características a éste, los cuales se vienen también desarrollando sin inconvenientes, aunque el último recién se inicia.
- Las compras de tierra, ya culminadas, se han realizado en forma razonablemente alineada con lo proyectado. Asimismo también han culminado las inversiones en las plantaciones forestales, lográndose las superficies proyectadas originalmente. 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 31 de diciembre de 2020 el patrimonio del fideicomiso según informa el operador alcanza a 10.827 hectáreas en 24 predios, en las que se han plantado un total de 7.043 hectáreas de montes forestales, alcanzándose un aprovechamiento del 65%.
- Se dispone de una nueva tasación de las tierras y montes del fideicomiso al 31 de diciembre de 2020. El activo se valoró usando el método del valor presente neto suponiendo dos flujos de caja separados para el bosque y la tierra. El resultado fue de 54,11 millones de dólares, levemente por debajo de la emisión y un 4,7% menor a la tasación realizada en 2019, por otra empresa tasadora y con una metodología diferente, que explica la pérdida del ejercicio que se detalla en la Sección III, y se analiza en detalle en la Sección IV.

- 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 ha comenzado a mostrar ya algunos signos de recuperación en los primeros meses de 2021. La caída de los stocks y la recuperación de la demanda, que debería continuar en la medida que se vaya superando la pandemia del Covid 19, estarían explicando el inicio de la recuperación de los precios. Por su parte el mercado de exportación de madera sólida también estaría comenzando a mejorar aunque por el momento los precios siguen bajos. La situación actual muestra que la recuperación de los valores viene siendo lenta en comparación con el resto de las commodities, pero no existen elementos para suponer que en el mediano y 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.
- La crisis sanitaria provocada por el Covid 19 a partir del primer semestre del año pasado no se prevé tenga un impacto de una magnitud tal que no haya sido contemplado en las sensibilizaciones.

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.

- 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), **(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

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

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%).
- 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.

b. Hechos salientes del período

- Al 31 de diciembre de 2020 el fideicomiso tiene en propiedad una superficie total de 10.827 hectáreas, de las cuales se forestaron 7.046, lo que implica un aprovechamiento del 65%, porcentaje que cumple con el objetivo planteado en el prospecto

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

Año de plantación	Aserrío		Pulpa		TOTAL
	Eucaliptus	Pinus	Eucaliptus		
2012	712	-	37		749
2015	140	35	0		174
2016	2.937	460	0		3.397
2017	1.271	-	366		1.637
2018	1	-	17		18
2019	133	-	0		133
2020	819		119		938
TOTAL FORESTADO	6.013	495	539		7.046
HECTAREAS TOTALES					10.827
Porcentaje forestado actual					65%

Fuente: El Operador

- En la primavera de 2020 se culminó finalmente con la etapa de plantación, que estuvo levemente demorada por problemas en la obtención de las autorizaciones ambientales. Se forestó el último predio del patrimonio (Nueve de Julio) con un total de 726 há, un poco menos de lo planificado originalmente (824 has), debido a las restricciones impuestas por la DINAMA. Las heladas tardías dañaron algunas hectáreas que hubo que reforestar.
- El operador al cierre de este informe, reporta que en general el estado sanitario de las plantaciones es bueno. No se han detectado daños de importancia, tanto en Eucaliptus como en Pinus. Sin embargo se mantiene un monitoreo permanente de parte de las unidades de operaciones de Cambium y su asesora en sanidad.

- Respecto de las auditorías de seguridad, salud y medioambiente durante el trimestre hubo 7 inspecciones a terreno. El cumplimiento en Seguridad e Higiene promedió el 97.1 % mientras que el total fue de 98%.
- Es importante mencionar que en estas auditorías se incluyó el chequeo de cumplimiento del nuevo procedimiento para prevenir contagios de Covid19, con resultados positivos en todos los frentes de trabajo.

3. Información analizada

La nueva información analizada fue la siguiente:

- Estados Contables de Cambium al 30/06/2020, con informe de revisión limitada.
- Estados Contables del Fiduciario al 30/06/2020².
- Estados Contables del Fideicomiso al 31/12/2020.
- Informes trimestrales del operador el último a diciembre de 2020.
- Informe de tasaciones al 31 de diciembre de 2020. (Poyry)
- Información del sector forestal relevante.
- Informes de calificación de otros fideicomisos análogos.

². Si bien se dispone de los EE.CC intermedios a setiembre de 2020 se prefiere, por considerarlos más representativos los EE. CC al cierre del primer semestre.

II. EL FIDEICOMISO Y LOS TITULOS MIXTOS

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
suscripción:** 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, y dado además el tiempo transcurrido sin conflictos, *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 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 y unas 22.800 hectáreas. 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 81 millones y una superficie a forestar de 15.900 hectáreas; este proyecto ya está operativo y se encuentra en la fase de identificación de tierras a adquirir.

A la fecha los accionistas directos de Cambium Forestal Uruguay S.A. son Cambium Ltda., una sociedad de responsabilidad limitada constituida en la República de Chile, con un 99,9% de tenencia accionaria y Cambium S.A., una sociedad anónima constituida en la República de Chile con un 0,1% de tenencia.

Cambium Forestal Uruguay S.A. posee tres Gerencias, la Gerencia Técnica y dos Gerencias de Operaciones, cada una administrando los recursos en los Departamentos de Tacuarembó, Durazno y Rivera y la otra administrando los recursos de Florida, Lavalleja, Treinta y Tres, Cerro Largo y Rocha.

El grupo Cambium cuenta con 28 empleados directos en Chile y 24 en Uruguay, que administran inversiones forestales para terceros en estos dos países. A su vez, Cambium subcontrata en Uruguay a CPA Ferrere la función de contabilidad y finanzas y a Ferrere Abogados la función de asesorías legales.

La Gerencia General es desempeñada por Simón Berti. Ingeniero Forestal, chileno, con 40 años de experiencia en el Sector Forestal e Industrial Maderero.

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 30/6/20 con informe de revisión limitada realizado por CPA Ferrere.

A juicio de CARE la firma presenta una situación de solvencia que no permite suponer 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 Fideicomiso³

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, es decir, el Fideicomiso recibió USD 56.5 millones.

Su estado de situación y resultados al 31 de diciembre 2020 se expone en los cuadros siguientes.

Cuadro 4: Estado de Situación del Fideicomiso (en miles de u\$s)			
Concepto	31/12/2020	31/12/2019	31/12/2018
Activo	57.207	62.871	49.142
Activo Corriente	3.112	6.011	8.143
Activo no Corriente	54.095	56.860	40.999
Pasivo	491	533	348
Pasivo Corriente	405	434	348
Pasivo no Corriente	86	99	-
Patrimonio	56.715	62.338	48.795
Pasivo y Patrimonio	57.207	62.871	49.142
Razón Corriente	7,68	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.

De acuerdo al criterio mencionado, los valores de esos activos disminuyeron su valor en USD 2.8 millones entre el cierre de 2020 y 2019. En el caso de los activos biológicos, la tasación se hizo sobre 5.959 hectáreas (sobre un total de 7.046) por ser plantaciones mayores a dos años. En este caso, la disminución de valor fue de algo más de USD 2 millones. Por su parte, la tasación de la tierra determinó una caída de valor de USD 1.5 millones. En la sección IV se analizan esas diferencias que en principio se explican por cambio en los tasadores y en la metodología utilizada por la nueva empresa tasadora.

Esto contribuyó a la disminución del patrimonio contable según se desprende del

³. El actual contexto de crisis sanitaria podría afectar la volatilidad en el corto plazo de los valores observados en el mercado de algunos activos relevantes para el Fideicomiso (tierras). No obstante lo anterior, el contrato de Fideicomiso prevé un plan de negocios a 23 años; por lo cual las oscilaciones en los valores razonables de corto plazo no necesariamente afectarían el valor de realización de los principales activos (tierras) una vez que se liquiden los mismos al finalizar el plazo contractual.

cuadro precedente en USD 5.6 millones el que quedó apenas por encima de la emisión recibida.

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

Concepto	31/12/2020	31/12/2019	31/12/2018
Ingresos Operativos	168	197	91
Otros ingresos	5		
Revaluación activos biológicos	(2.063)	15.079	(257)
Total Ingresos Operativos	(1.891)	15.276	(166)
Gastos Operativos	(1.094)	(200)	(233)
Gastos de Administración y Ventas	(1.029)	(1.014)	(975)
Resultado Operativo	(4.014)	14.062	(1.374)
Resultados Financieros	(76)	2	98
Resultados Diversos	(1.593)	(341)	197
Resultados antes de IRAE	(5.682)	13.723	(1.079)
IRAE	13	(231)	(183)
Resultado del Periodo	(5.669)	13.492	(1.262)

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. Sin embargo, a diferencia del ejercicio anterior en que se había registrado un importante ingreso por concepto de revaluación de activos biológicos, en el ejercicio 2020 dicho concepto fue negativo. Sumado al incremento de los gastos operativos y al ajuste en el valor razonable de la tierra, determinó un ejercicio deficitario.

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 ha completado 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 implantaron en 2020 la superficie de montes será casi un 20% mayor a lo proyectado en el prospecto (poco más de 7.000 has). 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 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 precio de la Tierra	del 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.

Para CARE la TIR más probable sería 6,7%.

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 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). 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 (bonos del tesoro de EEUU a 10 años)

E(Rm) – Rf: Prima de Riesgo del mercado. Es el premio por riesgo específico al mercado que opera el proyecto. (La diferencia del rendimiento de los títulos de renta variable⁶ y la tasa libre de riesgo).

Erp: Prima por riesgo específico a la compañía o proyecto evaluado (se considera en este caso el riesgo país de Uruguay).

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 (5 a 7%), así como también los valores muy bajos de los últimos años (cerca de cero en 2020). En los últimos diez años, ese rendimiento se ubicó en 2,11%, y en la actualidad se encuentra en aproximadamente un 1,6%⁷.

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 0,89 (1,01 para el promedio de los últimos 5 años), lo que indica que la inversión en la producción forestal tiene casi el mismo riesgo y variabilidad que el promedio de todas las actividades en ese mercado.

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 1,96% y para el riesgo país (índice UBI), se consideraron 1,63 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 6,49%. Este valor es menor a la TIR que CARE considera como más probable (6,7%), lo que nos indicaría que la tasa prevista es superior a la teórica. Si bien estas comparaciones no pueden tomarse en sentido estricto,

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

⁵ Se consideraron los betas promedio de empresas de producción primaria de bienes agrícolas en mercados emergentes según A. Damodaram

⁶ Equity Risk Premium del S&P 500

⁷ Han venido recuperando luego de los valores extremadamente bajos de 2020 y hoy se ubican entorno al 1,5%.

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 de los bonos del tesoro de EEUU (tasa libre de riesgo) y el riesgo país.

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 diciembre de 2020.

Cuadro 7. Presupuesto y ejecución real de costos totales del año 2020

Actividad	Miles de dólares		
	Real	Presupuesto	Diferencia
Mantenimiento	17	42	-25
Establecimiento	848	1.151	-303
Manejo pino	71	89	-18
Manejo Eucaliptus	743	994	-251
Plagas	1	10	-9
Gastos de Administración	328	355	-27
Total de costos	2.008	2.641	-633

Fuente: el operador

Como puede observarse, no se generaron mayores desvíos sobre lo presupuestado originalmente, y los mismos fueron favorables para el fideicomiso.

- Durante el año 2020 se plantaron 926 hectáreas de Eucaliptus, 200 en el primer semestre y 723 en 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 cumplió razonablemente con lo presupuestado

5. Tasación de la Tierra y los Montes Forestales

A diciembre de 2020 se realizó una nueva tasación de la tierra y los montes del Fideicomiso, en esta oportunidad por parte de la empresa Poyry. Los resultados se presentan en el cuadro siguiente.

Cuadro 8. Valores de Tasación a Diciembre de cada año en dólares.			
	Tripan 2019	Poyry 2020	Variación
Plantaciones	26.488.657	25.346.154	-4,3%
Tierra. 24 Establecimientos	30.320.990	28.764.380	-5,1%
TOTAL	56.809.647	54.110.534	-4,8%

Fuente: TRIPAN Soluciones Forestales y Poyry

Esta nueva tasación muestra una reducción en los valores de la tierra y de los bosques, que se entiende que responden en gran medida al cambio en la metodología aplicada. Estos son:

- En 2019 la tasadora anterior (TRIPAN) tasó la tierra al valor de mercado, y los montes considerando los flujos de ingresos futuros descontados a una tasa del 7,5% como costo de oportunidad.
- En 2020 la empresa tasadora POYRY para el caso de la tierra considera también el flujo de ingresos futuros (que sería la renta que el bosque le paga por su uso 140 USD/ha) descontado en este caso al 4%. Y para los bosques al igual que TRIPAN descuenta los flujos futuros pero a un 8%.
- La forma de estimar el precio de la tierra castiga su valor, ya que su ingreso por renta es menor que la tasa de descuento aplicada (el precio se mantiene constante), y en consecuencia el precio al que se llega es más bajo que el del mercado en la actualidad. CARE tiene dificultades con este enfoque, que no obstante podría entenderse si se le asignara un aumento de valor a la tierra en el largo plazo.
- Descontar el flujo de fondos de los montes con una tasa más alta (8%) que en el año anterior explica la caída observada en el valor de la tasación. Esa mayor tasa tiene una significación muy importante, ya que si en vez de utilizar un 8% de tasa de descuento se utilizara el 7%, el valor neto actual de los montes sería de 60,1 millones de dólares, casi 4 millones superior al año anterior.

- También en esta nueva estimación se considera una tasa menor de crecimiento para los montes, lo que afecta el valor actual de los mismos. Pero este efecto es de menor significación que los puntos anteriores.

El valor de las nuevas tasaciones está ahora levemente por debajo de la emisión.

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. Con relación a la política sectorial del país, se destaca el proyecto de ley que propone limitar la forestación a los suelos de prioridad forestal y poner un tope a la plantación de montes de rendimiento; ese proyecto tiene ya media sanción aunque no parece claro que vaya a aprobarse en la cámara de senadores tal como se encuentra ahora. La primera lectura es que esa ley sería perjudicial para el sector, aunque no para este fideicomiso ya que ha culminado las inversiones en campos y plantaciones. En lo que refiere al mercado internacional de los productos forestales, al menos hasta el momento, el cúmulo de barreras está relativamente sujeto a disciplinas predecibles, por lo que no se prevén mayores riesgos; 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.

La aparición de la pandemia derivada del Covid/19 ha tenido impacto tanto en la oferta como en la demanda internacional de la madera durante prácticamente todo el año 2020, pero a partir de 2021 ya comienza a mostrar algunos signos de recuperación.

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.

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. Luego de un marcado pico al alza de precios durante 2018, los valores de la madera a nivel internacional, regional y doméstico, mostraron una caída muy significativa del orden del 35-40%, la mayor caída se verificó en 2019 para luego atenuarse o mantenerse en esos niveles deprimidos. La actual coyuntura se inicia como consecuencia de algunos conflictos comerciales entre EEUU y China, por la existencia de elevados stocks y de una abundancia de pulpa de celulosa en el mercado producto de una sobreoferta de algunos países. Los efectos de la pandemia del Covid 19 sumaron distorsiones en el comercio de la madera ya que la demanda cayó en forma coyuntural en algunos países desarrollados como consecuencia de la recesión económica, los confinamientos y la menor movilidad.

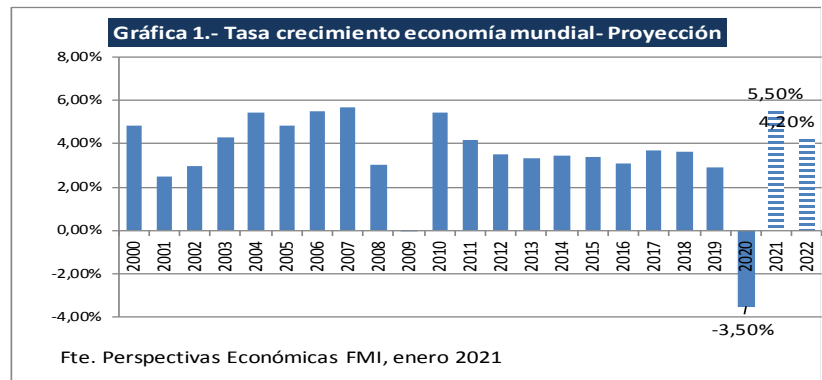
En lo que tiene que ver con madera con destino final a pulpa de celulosa, la reducción en el consumo de distintos tipos de papel (impresión, packaging, papel de oficina), no fue compensada por el aumento en el consumo del papel tissue, asimismo algunas industrias tuvieron que parar como consecuencia de casos de Covid 19 en sus empleados. Esta situación llevó a un descenso en flujo de importación de pasta de celulosa y madera con destino a la producción de celulosa (rolos y chips) por parte de los principales mercados (China, Japón, Europa). Sobre finales del año 2020 y especialmente en los primeros meses de 2021, los precios internacionales de la celulosa parecen comenzar a recuperarse.

Para el caso de la madera de eucaliptus con destino aserrío, el comportamiento de los precios y de la demanda ha mostrado un comportamiento similar al de la celulosa, aunque la recuperación de la demanda parece más sostenida. Tras un comienzo de año 2020 muy incierto, marcado por el enlentecimiento en las exportaciones registrado sobre fines de 2019 y la declaración de pandemia a comienzos de 2020, el 2do semestre mostró un gran empuje y consolidó la recuperación. Cabe destacar que el registro de exportaciones del cuarto trimestre del 2020 es el más alto de la serie histórica; no obstante al cierre del año las exportaciones acumuladas de este producto estuvieron por debajo del pico de 2018.

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. Como ya se puede vislumbrar, en la medida que se vayan consumiendo los stocks y comience la recuperación de la economía mundial, los precios de los productos forestales seguirán aumentando 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 Fondo Monetario Internacional (FMI), en sus previsiones de crecimiento de la economía mundial para los próximos años ha venido ajustando sus

proyecciones las cuales califican de altamente inciertas dado el impacto que está teniendo la pandemia del Covid19, lo que ha llevado al mundo a transitar por una crisis sin precedentes. En su último informe del 26 de enero de 2021 el FMI estima una caída del 3,5% de la economía mundial para el 2020 y un aumento del 5,5% para el 2021 y del 4,2% para 2022. En el año 2020 solamente China habría crecido, y habría sido un crecimiento del 2,3%.

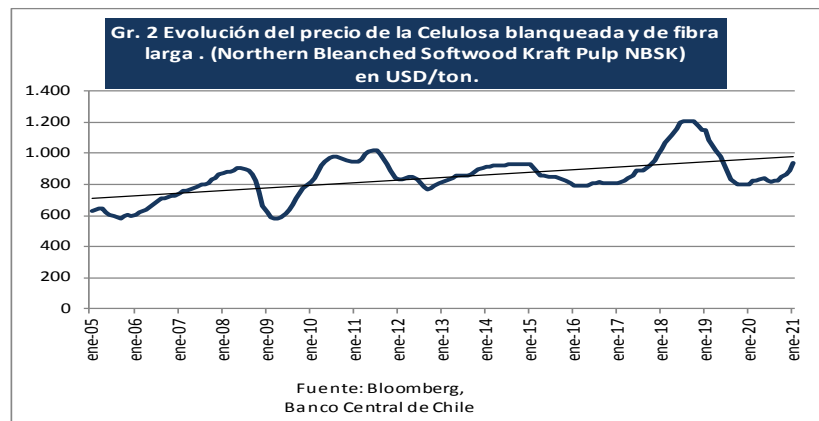


Según las últimas proyecciones del FMI para 2021, las mismas “se han revisado al alza en 0,3 puntos porcentuales con respecto al pronóstico anterior, en vista de las expectativas de un fortalecimiento de la actividad gracias a las vacunas y al respaldo adicional de las políticas en algunas grandes economías. La recuperación del crecimiento proyectada para este año se produce tras el fuerte colapso registrado en 2020, que ha tenido graves repercusiones para las mujeres, los jóvenes, los pobres, los empleados del sector informal y los trabajadores en sectores de contacto personal intensivo. Se estima que la contracción del crecimiento mundial en 2020 fue de -3,5%, 0,9 puntos porcentuales mejor de lo proyectado anteriormente (lo que refleja un dinamismo mayor de lo esperado en el segundo semestre de 2020).

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.

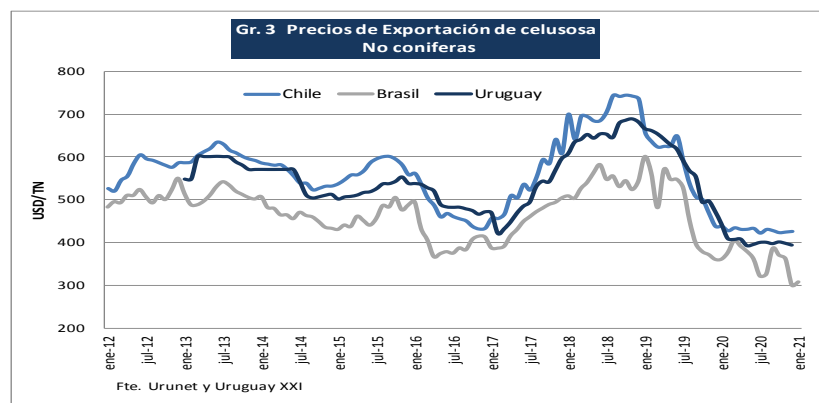
Los precios en Europa de la celulosa de pulpa de fibra larga, que se toma como referencia en general para definir la tendencia (coníferas NBSK⁸), se ubican en la actualidad en el entorno de los 940 dólares la tonelada, frente a los 1.230 de fines del año 2018.

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



Luego de haberse mantenido relativamente estable y en valores bajos durante el año 2020, sobre fines del año se nota una cierta recuperación, que va muy en línea con el resto de las commodities (alimenticias y no alimenticias). Todo parece indicar, que el escenario bajista y de incertidumbre estaría quedando atrás. 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 BHKP⁹ y la NBSK respectivamente.

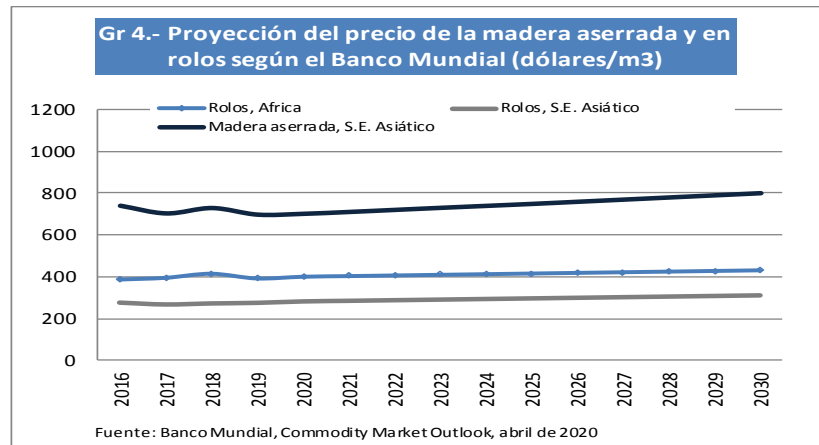
Las bruscas oscilaciones en los precios internacionales fueron recogidas por las exportaciones locales y regionales y de esta forma los precios regionales de las exportaciones de celulosa mostraron variaciones interanuales mayores al 30% entre enero de 2018 y diciembre de 2019. Para el caso concreto de Uruguay, los precios de exportación de la celulosa en diciembre de 2020 fueron de 394 dólares la tonelada, un 43% más bajos que los máximos de noviembre de 2018, resultando los más bajos de la serie. Los precios de las exportaciones de celulosa de Uruguay y de los vecinos de la región no muestran aún signos de recuperación a enero como se constatará para los valores en Europa.



Los precios de la madera en bruto y de los paneles también mostraron en 2020 un menor nivel de precios que en 2019, aunque la reducción de los valores fue menor a la verificada en 2019 respecto del año anterior. No obstante esa nueva reducción en los precios, las exportaciones en volumen crecieron en forma significativa, especialmente sobre el segundo semestre, esto fue consecuencia de la consolidación de nuevos mercados además de China (Camboya, India, Vietnam) y la reducción de la competencia de Nueva Zelanda, como consecuencia de la caída de la actividad por el Covid 19.

⁹. Bleached Hardwood Kraft Pulp

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 leve crecimiento en valores nominales en el largo plazo, tal cual lo detalla el Banco Mundial 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 1,0% acumulativo anual para rolos y un 1,27% anual para madera aserrada. Estos aumentos de precios, no alcanzarían a cubrir la devaluación del dólar, por lo que podrían estar cayendo levemente en términos reales.



Como resultado de esta coyuntura internacional para el rubro, se verificó en el Uruguay para el año 2020 una reducción importante en los ingresos por las exportaciones de los productos forestales. Es así, que respecto de 2019 las exportaciones totales de 2020 cayeron un 23%.

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

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Variación
Celulosa	1.266	1.222	1.310	1.660	1.527	1.107	-28%
Rolos (excepto eucalipto)	1	5	88	150	89	132	49%
Tableros madera contrachapados	62	58	64	76	55	67	22%
Chips (eucalipto y pino)	57	82	64	95	102	21	-80%
Madera aserrada No Coníferas	42	38	47	53	46	44	-4%
Madera aserrada Coníferas	23	27	46	62	52	60	17%
Papel y Cartón	79	52	31	29	28	18	-37%
Rolos de eucalipto	24	17	21	29	14	21	48%
Total	1.555	1.500	1.670	2.156	1.914	1.471	-23%

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 celulosa que salen de ese destino.

El menor nivel de exportaciones se explica básicamente por la situación derivada de los bajos precios de la celulosa. Las exportaciones de pulpa caen en valor un 28% y las de chips -que tienen por destino la producción de celulosa en terceros países- caen en un 80%.

Las exportaciones de rolos de eucaliptos y de pinos, aumentaron en valor de forma muy significativa, pero igualmente se mantienen por debajo de las exportaciones de 2018, básicamente como consecuencia de que los precios han sido menores. Las exportaciones de pino comenzaron a aumentar a

¹⁰. World Bank Commodity Price Forecast. Octubre de 2020.

partir del segundo trimestre del año 2020 aprovechando las oportunidades que se dieron en el mercado, principalmente el "lock down" de Nueva Zelanda, que favoreció la venta de pinos desde el Uruguay. China continúa siendo el principal comprador, aunque comienza a aparecer ahora India luego de que se levantaran algunas restricciones fitosanitarias.

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, el mercado parece estar mejorando y 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.

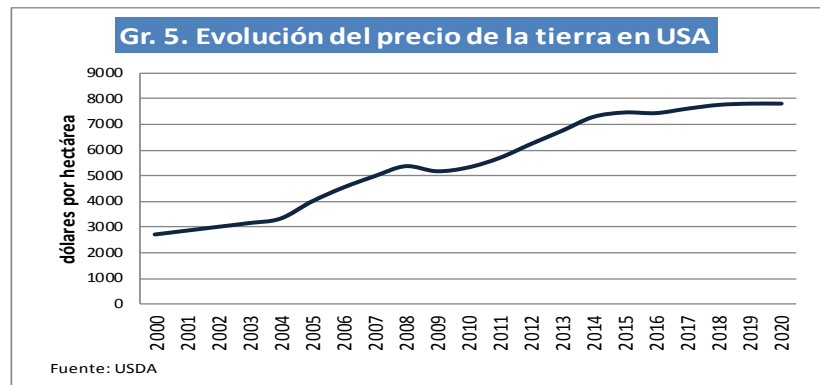
B) El precio de la tierra

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. Sin embargo cabría esperar para el corto plazo incrementos en los precios por encima de la tendencia. La baja en la tasa de interés a nivel internacional, la política expansiva de los países desarrollados y la debilidad del dólar, pudieran traer efectos positivos a mediano plazo sobre los valores de la tierra debido a un mayor flujo de capitales en búsqueda de activos reales, aunque este efecto no es inmediato.

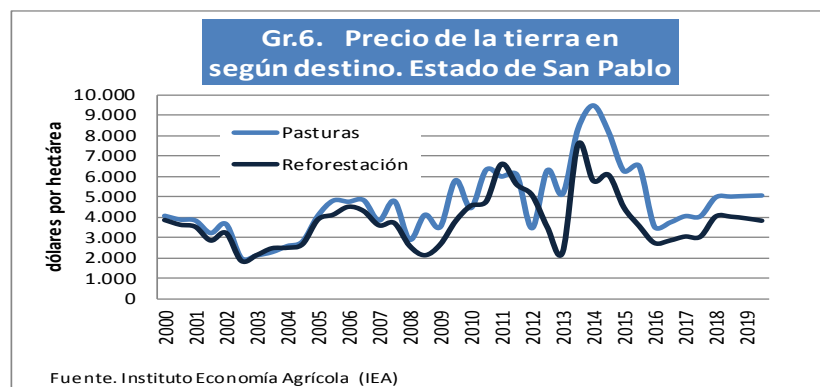
En este caso se actualiza el comportamiento de los precios en diferentes países considerados de importancia.

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%.

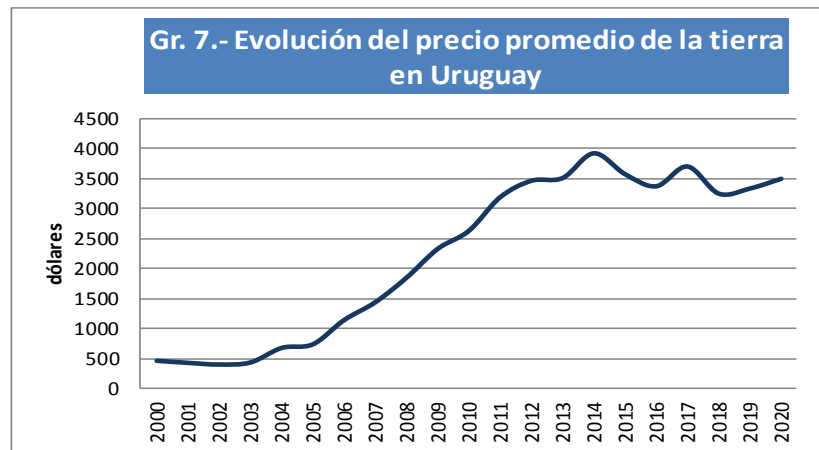


La particular situación de Argentina hace imposible disponer de una serie de precios actualizada y confiable de la tierra. La alta volatilidad de las políticas, las elevadas detracciones a las producciones agrícolas, los desajustes macroeconómicos y las restricciones al manejo de las divisas, generan 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 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 valores. 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.

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.

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

¹². SERAGRO, Agroclaro y operadores privados

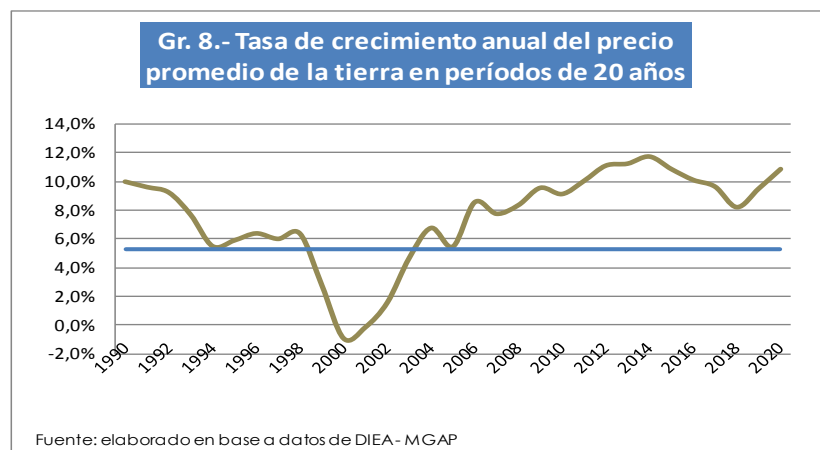
¹³. B. Lanfranco y G. Sapriza (Serie Técnica N° 187 de INIA, "El índice CONEAT como medida de productividad y valor de la tierra" 2011)

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.

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 este sentido, interesa destacar la existencia de un proyecto de ley para regular la forestación que ya cuenta con media sanción en el Parlamento. Dicho proyecto, en lo medular propone limitar la plantación de montes forestales a las tierras de prioridad forestal, así como poner un tope para la superficie total forestada de un 10% de la superficie agropecuaria del país. Este proyecto de Ley no afecta a este emprendimiento en concreto, ya que culminó tu etapa de inversión. No obstante, de aprobarse esta norma se estaría implementando una regulación que puede tener efectos sobre el sector forestal. La ley tiene media sanción y es muy probable que sufra cambios en su tratamiento en la cámara de senadores, o eventualmente que no se promulgue, por lo que aún no se conocen los efectos que pueda llegar a tener sobre el sector.

En resumen, habrá que esperar para conocer como se dilucida el trámite parlamentario y evaluar si habrá o no 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+ uy¹⁴ de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Sr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrian Tamber

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