

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

*Montevideo, abril de 2021*

---

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

---

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

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

<sup>1</sup> 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:

- 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](http://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. Se destaca que la misma empresa lleva adelante otros dos Fideicomisos (Montes del Este y Boschetto) con similares características a éste, los cuales se vienen también desarrollando sin inconvenientes, aunque el último recién se inicia.
- 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 31 de diciembre de 2020 se ha adquirido una superficie total de unas 12.100 hectáreas y hay un boleto de reserva por 619 hectáreas más, con lo que se completará la inversión en tierras. La superficie final será de poco más de 12.700 hectáreas superando lo establecido en el prospecto (12.000 hectáreas). Al 31 de diciembre de 2020, ya se habían plantado unas 6.300 hectáreas, estimándose alcanzar un aprovechamiento final del 62%, unas 7.800 hectáreas, superficie en línea con la proyectada.
- 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 37,69 millones de dólares, una cifra levemente mayor a la tasación del año anterior (3,6%). Para el caso específico de la tierra el valor fue levemente mayor pero como consecuencia de la incorporación de una mayor superficie, mientras que el valor unitario de la hectárea fue menor. Esto se analiza en mayor detalle en la Sección IV.
- El precio de la celulosa parece haberse estabilizado luego de mostrar una caída muy fuerte desde fines de 2018 y ha comenzando 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 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](http://www.care.com.uy) así como en el del regulador: [www.bcu.gub.uy](http://www.bcu.gub.uy). El Comité de calificación estuvo integrado en este caso por Martín Duran, Julio Preve y Adrián Tamblor. 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.

- 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 y el reciente lanzamiento del Fideicomiso Financiero Boschetto, por un monto de hasta 79, 6 millones de dólares, ambos administrados por Cambium Forestal Uruguay SA.
- 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.

### **o Hechos salientes del período**

- Al 31 de diciembre de 2020 se habían adquirido un total de 12.100 hectáreas, y hay firmado un boleto de reserva por un predio de 619 hectáreas con lo cual se cierra la etapa de inversión en tierras. Finalmente el patrimonio en tierras del Fideicomiso será de más de 12.700 hectáreas un 6% más que lo estimado en el prospecto. El aprovechamiento forestal de las tierras adquiridas sería del 62%, levemente menor al establecido en el prospecto (65%), pero las hectáreas efectivamente forestadas quedarán alineadas con lo proyectado (entre 7800 y 7900 hectáreas efectivas). Del total de la superficie comprada, unas 1.700 hectáreas ya se encontraban forestadas, incluyendo 94 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 plantaciónsuperficie de Eucaliptus (has)					TOTAL
	Dunni	Globulus	Maidenni	Grandis	Otros	
2003		1				1
2010		59				59
2011		88	475			564
2012	15					15
2013	159	77	38			274
2015				8	5	13
2016	64	154		13	44	275
2017		45				45
2019	1.690				21	1.711
2020	3.204				15	3.219
<b>TOTAL FORESTADO</b>	<b>5.131</b>	<b>424</b>	<b>514</b>	<b>21</b>	<b>85</b>	<b>6.174</b>
HECTAREAS TOTALES						12.105
Porcentaje forestado actual						52%

Nota: existe un contrato con UPM del 2015 por 94,2 has adicionales  
Fuente: El Operador

- El proceso de compra culminará con la compraventa del último predio adquirido que se encuentra bajo boleto de reserva y será escriturado en el primer trimestre de 2021.
- Se cuenta con todas las autorizaciones emitidas por Dinama y por la DGF del MGAP de los predios en plantación, quedando aún pendientes (están en proceso) los permisos de los predios comprados durante el último semestre de 2020.
- En el año 2020 se plantaron un total de 3.115 hectáreas, esta superficie fue menor a la proyectada inicialmente (418 hectáreas menos), ya que la compra y entrega de campos fue más lenta a lo proyectado y además la Dinama impuso restricciones importantes en algunos predios, lo que definió que el aprovechamiento real fuera inferior al estimado inicialmente.
- Las heladas tardías produjeron la pérdida de 242 ha recién plantadas de un total de 3.115 (8%), y pérdida de plantas aisladas distribuidas al azar que debieron ser repuestas. Todas las plantas dañadas fueron repuestas, lo que tuvo un costo de USD 146.000. Hubo daños de heladas también en plantaciones de 2019, la mayor parte de la superficie dañada evolucionó favorablemente pero unas 107 hectáreas debieron ser cortadas y esperar el rebrote, por lo que son ahora plantaciones de 2020.
- El operador reporta que las plantaciones se vienen desarrollando con normalidad, a igual manera que el control de malezas y hormigas. En general el estado sanitario de las plantaciones es bueno y no se han detectado daños de importancia. 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 que realiza el auditor externo, hubo 23 visitas durante el trimestre, el cumplimiento de los estándares fue satisfactorio, sin hallazgos importantes que comentar, obteniendo un 96.8 % promedio de cumplimiento general.
- Las auditorías mantienen el chequeo de cumplimiento del nuevo procedimiento para prevenir contagios de Covid19, con resultados positivos en todos los frentes de trabajo.
- Al 31 de diciembre de 2020 se realizó una nueva tasación de las tierras y montes del Fideicomiso, cuyo resultado total fue de 37,69 millones de dólares. Esta nueva tasación muestra una caída en los precios de la hectárea, aunque el valor total por concepto de tierra aumenta levemente como consecuencia de la incorporación de una mayor superficie.

### 3. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- Estados Contables de Cambium al 30/06/20, con informe de revisión limitada.
- Estados Contables del Fiduciario al 30/06/2020<sup>2</sup>.
- Estados Contables del Fideicomiso al 31/12/2020.
- Informes trimestrales del operador el último a diciembre de 2020
- Información del Sector Forestal relevante.
- Informes de calificación de otros fideicomisos análogos.
- Informe de tasaciones realizada por la empresa POYRY al 31 de diciembre de 2020.

<sup>2</sup>. 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 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

<b>Denominación:</b>	Fideicomiso Financiero Forestal Terraligna
<b>Fiduciario:</b>	TMF Uruguay AFISA.
<b>Operador y estructurador:</b>	Cambium Forestal Uruguay S.A.
<b>Agente de Registro y Pago:</b>	TMF Uruguay AFISA.
<b>Entidad Representante:</b>	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.
<b>Plazo del Fideicomiso</b>	25 años desde la emisión, pudiéndose extender según disposiciones contractuales hasta 30 años.
<b>Títulos a emitirse:</b>	Certificados de participación
<b>Activos del Fideicomiso:</b>	El Fideicomiso invertirá en la creación de un patrimonio forestal. Esto incluye la compra de inmuebles rurales y la plantación de los montes.
<b>Moneda:</b>	Dólares
<b>Importe de la Emisión:</b>	Hasta USD 60.450.000
<b>Distribuciones:</b>	Según resultados acumulados de acuerdo a procedimiento establecido, contingente durante el proyecto.
<b>Calificación de Riesgo:</b>	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
<b>Activo</b>	<b>112.344</b>	<b>85.019</b>	<b>74.608</b>
Activo Corriente	22.849	5.306	4.257
Activo no Corriente	89.495	79.713	70.351
<b>Pasivo</b>	<b>96.225</b>	<b>71.187</b>	<b>61.016</b>
Pasivo Corriente	96.225	71.187	61.016
Pasivo no Corriente	-	-	-
<b>Patrimonio</b>	<b>16.119</b>	<b>13.831</b>	<b>13.592</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>112.344</b>	<b>85.019</b>	<b>74.608</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>0,24</b>	<b>0,07</b>	<b>0,07</b>

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)
<b>Resultado Bruto</b>	<b>8.598</b>	<b>6.844</b>	<b>14.878</b>
Gastos Administración y Vtas.	(4.809)	(2.752)	(11.534)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>3.789</b>	<b>4.091</b>	<b>3.344</b>
Resultado Financiero	10	(814)	(1.480)
IRAE	(1.511)	(1.069)	(1.623)
<b>Resultado del Periodo</b>	<b>2.287</b>	<b>2.208</b>	<b>239</b>

Fuente: EE.CC TMF

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

Al 30/6/20, 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.

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<sup>3</sup>

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 mismo

Al cierre del ejercicio 2020 se habían producido integraciones (en régimen de capital call) por un total acumulado de USD 44 millones. Posteriormente, en febrero de 2021, es decir, no se registra en el ejercicio informado, el Fideicomiso recibió una 5ta. integración por USD 4.5 millones lo que lleva el total de CP's emitidos a la fecha de redactar este informe a USD 48.5 millones; restando en consecuencia, USD 11.95 en relación al total autorizado.

En los cuadros siguientes se presentan en forma resumida los estados de situación y resultados del Fideicomiso al 31/12/20.

<b>Cuadro 4: Estado de Situación Fideicomiso</b>			
<b>Concepto (miles u\$s)</b>	<b>31/12/2020</b>	<b>31/12/2019</b>	<b>31/12/2018</b>
<b>Activo</b>	<b>42.532</b>	<b>39.276</b>	<b>31.466</b>
Activo Corriente	1.413	4.214	4.270
Activo no Corriente	41.119	35.063	27.196
<b>Pasivo</b>	<b>1.061</b>	<b>994</b>	<b>332</b>
Pasivo Corriente	265	499	332
Pasivo no Corriente	796	495	-
<b>Patrimonio</b>	<b>41.470</b>	<b>38.283</b>	<b>31.133</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>42.532</b>	<b>39.276</b>	<b>31.466</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>5,56</b>	<b>8,44</b>	<b>12,86</b>

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Como se ha dicho, la 5ta. integración por USD 4.5 no se registró 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 ejercicio, o sea USD 44 millones. Puede comprobarse que el patrimonio contable es algo menor a la emisión.

También, como hecho posterior (el 25/2/2021) se da cuenta de la compraventa de 619 hectáreas cuyo boleto de reserva se había firmado en diciembre de 2020. El monto de esta transacción fue de casi USD 1.8 millones. De esta forma, el Fideicomiso supera las 12.700 hectáreas adquiridas.

<sup>3</sup>. El contexto actual 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 25 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.

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

<b>Cuadro 5: Estado de Resultados Fideicomiso</b>			
<b>Concepto (miles u\$s)</b>	<b>31/12/2020</b>	<b>31/12/2019</b>	<b>31/12/2018</b>
Ingresos Operativos varios	679	4.725	11.532
Resultado valuación activo biológico	754	455	
Gastos Operativos	(258)	(3.122)	(1.687)
Gastos de Administración	(921)	(886)	(4.502)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>255</b>	<b>1.172</b>	<b>5.343</b>
Resultado Financiero	(29)	44	(132)
Resultado por valuación de tierra	(1.447)	(619)	-
<b>Resultado antes de IRAE</b>	<b>(1.221)</b>	<b>597</b>	<b>5.211</b>
IRAE	(183)	(732)	(1.701)
<b>Resultado del Periodo</b>	<b>(1.404)</b>	<b>(135)</b>	<b>3.510</b>

Fuente: EE.CC Fideicomiso

En esta oportunidad, como ocurre regularmente al final de cada ejercicio anual, se realizaron tasaciones tanto de los activos biológicos como de tierras.

En lo que refiere a los **activos biológicos** se recuerda que el criterio es tasar, a través de perito independiente, únicamente las áreas forestadas con plantaciones de más de dos años. En tal sentido, cumplen tal condición aproximadamente el 20 % de lo forestado, o sea, unas 1.200 hectáreas. Esto arrojó una ganancia de USD 754 mil que se refleja en el cuadro precedente. El resto de las plantaciones, menores de dos años, se valúan al costo de producción.

En tanto que la **tierra**, que también fue tasada por perito independiente sobre un total de unas 12.100 hectáreas, arrojó un ajuste a la baja de algo más de USD 1.2 millones

Ambos aspectos se analizan con mayor detalle en otra sección de este informe.

#### 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 incambiables debido a que la emisión se realizó en octubre de 2017, en la primavera de 2019 se comenzaron a plantar los primeros montes de eucaliptus y recién se habría terminado con la compra de tierra en este primer semestre de 2021. No se identifican por el momento desvíos con la propuesta original ya que se ha adquirido una superficie levemente superior a la planificada y se forestará la superficie proyectada. Cerrado el período de compra de campos y una vez conocida la superficie final a forestar será necesario contar con un ajuste en el modelo financiero a la realidad de lo adquirido.

### 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% en dólares corrientes. 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 sensibilización

Con el objetivo de sensibilizar 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 conservadores<sup>4</sup>.

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/m<sup>3</sup> 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 adoptadas**

Variable	Mínimo	Más prob.	Máximo
Precio pulpa (USD/m <sup>3</sup> )	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.

<sup>4</sup> Un mayor detalle de la sensibilización realizada se encuentra en la calificación original.

## Cuadro 7. Escenario 2: Variables sensibilizadas y distribuciones adoptadas

Variable	Mínimo	Más prob.	Máximo
Precio pulpa (USD/m3)	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

### 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

El escenario 3, que es el más exigente sería también en la situación y con las perspectivas actuales el que a juicio de CARE sería el más probable. Este escenario estima una TIR del 8,5% para el inversor.

Tomando en cuenta que la moda de la TIR en todos los casos se encuentra por encima de la tasa de descuento (7,5%)<sup>5</sup> 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.

<sup>5</sup>. Tasa de descuento considerada en la última tasación.

### 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 Damodaran<sup>6</sup> 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

$\beta_{im}$ : Riesgo sistemático propio respecto del riesgo de mercado<sup>7</sup>.

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 variable<sup>8</sup> 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%<sup>9</sup>.

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 Damodaran, para enero de 2021 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.

<sup>6</sup>. A. Damodaran, “Estimating Equity Risk Premiums” Stern School of Business.

<sup>7</sup>. Se consideraron los betas promedio de empresas de producción primaria de bienes agrícolas en mercados emergentes según A. Damodaran

<sup>8</sup>. Equity Risk Premium del S&P 500

<sup>9</sup>. En las últimas semanas las tasas de estos bonos han venido creciendo probablemente como consecuencia de una previsión de mayor inflación en EEUU

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 6,49%. Este valor es inferior a la TIR esperada del inversor (8,5%), lo que nos indicaría que la tasa prevista es superior a la teórica. Si bien estas comparaciones no pueden tomarse en sentido estricto, constituyen una referencia que –entre otras– ayuda a conformar un juicio acerca de la inversión.

El costo de oportunidad del capital propio con los parámetros considerados es bajo si se compara con el pasado, esto es consecuencia de la caída en los retornos 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 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 diciembre de 2020.

**Cuadro 11. Presupuesto anual y ejecución real para 2020**

Actividad	Miles de dólares		
	Real	Presupuesto	Diferencia
Mantenimiento plantaciones 2019	150	355	-205
Establecimiento 2020	3.200	4.456	-1.256
Plagas	0	10	-10
Gastos administrativos	389	573	-184
<b>Total de costos</b>	<b>3.739</b>	<b>5.394</b>	<b>-1.655</b>
<b>Compra de campos</b>	<b>2.907</b>	<b>6.172</b>	<b>-3.265</b>
<b>Ingresos (pastoreo y silvícolas)</b>	<b>638</b>	<b>364</b>	<b>274</b>

Fuente: el operador

Los desvíos respecto de lo presupuestado refieren a que los costos de plantación fueron menores a lo presupuestado ya que se plantó una menor superficie que en la proyección para el año. Esto tuvo su explicación en la demora en la entrega de algunos campos que serán plantados en 2021.

## 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 12. Valores de Tasación a Diciembre de cada año en dólares.**

	<b>Tripán 2019</b>	<b>Poyry 2020</b>	<b>Variación</b>
Plantaciones	5.045.484	6.049.655	19,9%
Tierra	31.336.857	31.637.858	1,0%
TOTAL	36.382.341	37.687.513	3,6%

Fuente: TRIPAN Soluciones Forestales

La nueva tasación muestra un aumento en el patrimonio forestal total, y especialmente en las plantaciones. De cualquier manera el resultado no sería comparable ya que son patrimonios forestales diferentes, en el año 2020 hay 1032 hectáreas más de tierra y también una mayor superficie de plantaciones forestales.

Es muy importante aclarar que además de que se están tasando patrimonios diferentes, se ha cambiado el tasador y con ello la metodología utilizada. CARE tiene algunas diferencias con respecto a la forma de tasar a la tierra por parte del nuevo tasador, ya que en general se termina asignando un precio menor al del mercado. Cabe hacer notar que el nuevo valor de la tierra es un 1 % mayor al de la tasación anterior, cuando se está tasando un 9% más de hectáreas.

Los principales cambios en la metodología aplicada son:

1. En 2019 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.
  2. En 2020 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 abordaje metodológico, que podría entenderse si se le asignara un aumento de valor a la tierra en el largo plazo, lo que sería bastante probable.

- Descontar el flujo de fondos de los montes con una tasa más alta (8%) contribuye a generar un valor actual menor que se hiciera a una tasa más baja. El aumento verificado en el valor de las plantaciones se explica porque se tasó una mayor superficie, lo que más que compensó el aumento de la tasa de descuento.
- También en esta nueva estimación se considera una tasa menor de crecimiento para los montes, esto también afecta el valor actual de los montes. Pero este efecto es de menor significación que los puntos anteriores.

**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. 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 prácticamente ha culminado las inversiones en campos y avanzado en las plantaciones. En lo que refiere al mercado internacional de los productos forestales, al menos hasta el momento, el cúmulo de barreras esta 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.

### 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.

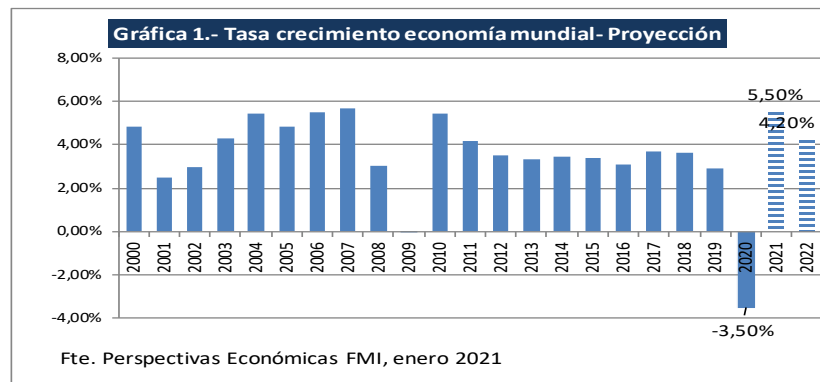
No obstante, en el corto plazo el sector está atravesando por una coyuntura desfavorable. Luego de un marcado pico al alza de precios durante 2018, los valores de la madera a nivel internacional, regional y doméstico, mostraron una caída muy significativa del orden del 35-40%, la mayor caída se verificó 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 proyecciones 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%.

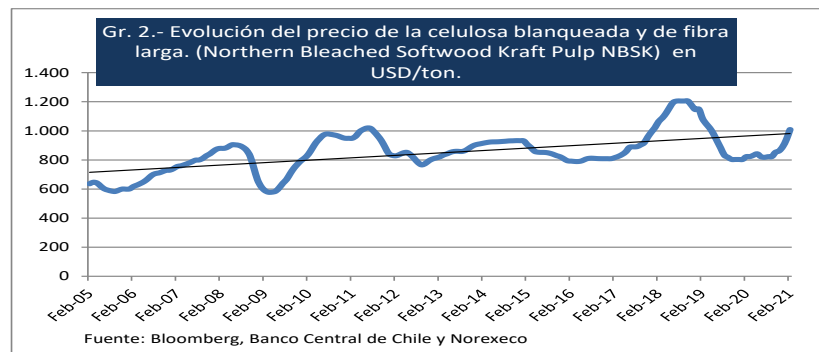


Según las últimas proyecciones del FMI para 2021, las mismas “se han revisado al alza en 0,3 puntos porcentuales con respecto al pronóstico anterior, en vista de las expectativas de un fortalecimiento de la actividad gracias a las vacunas y al respaldo adicional de las políticas en algunas grandes economías. 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.

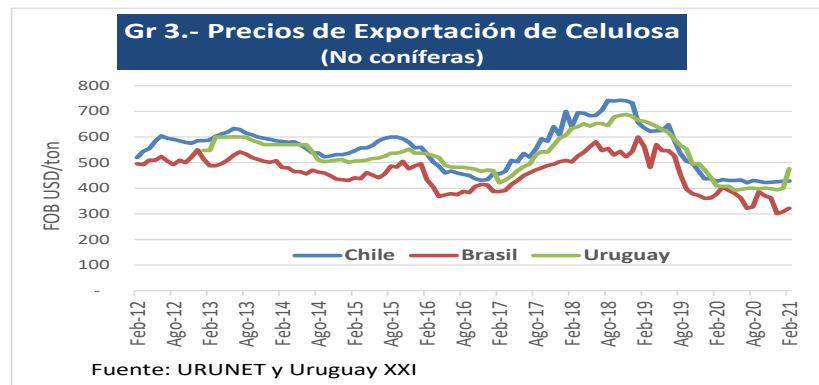
Los precios en Europa de la celulosa de pulpa de fibra larga, que se toma como referencia en general para definir la tendencia (coníferas NBSK<sup>10</sup>), se ubican en la actualidad en el entorno de los 940 dólares la tonelada, frente a los 1.230 de fines del año 2018.

<sup>10</sup>. 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 BHKP<sup>11</sup> y la NBSK respectivamente.

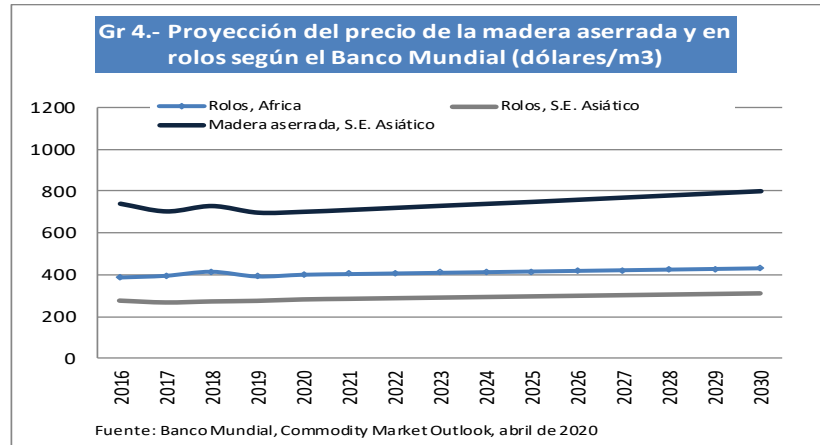
Las bruscas oscilaciones en los precios internacionales fueron recogidas por las exportaciones locales y regionales y de esta forma los precios regionales de las exportaciones de celulosa mostraron variaciones interanuales mayores al 30% entre enero de 2018 y diciembre de 2019. Para el caso concreto 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.

<sup>11</sup>. Blanched 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<sup>12</sup> 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 13. 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%
<b>Total</b>	<b>1.555</b>	<b>1.500</b>	<b>1.670</b>	<b>2.156</b>	<b>1.914</b>	<b>1.471</b>	<b>-23%</b>

Fuente: Care en base a datos de URUNET, Uruguay XXI y OPYPA

**Nota:** No están consideradas las exportaciones a Zona Franca, ya que se consideran las exportaciones de pulpa de 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%.

<sup>12</sup> World Bank Commodity Price Forecast. Octubre de 2020.

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 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.

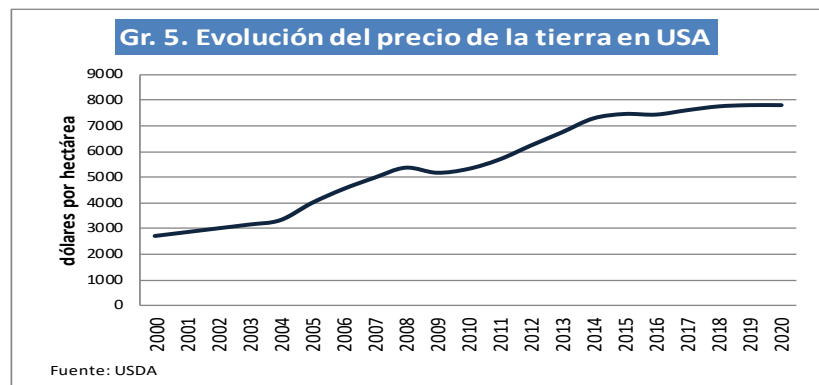
## **B) El precio de la tierra**

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.

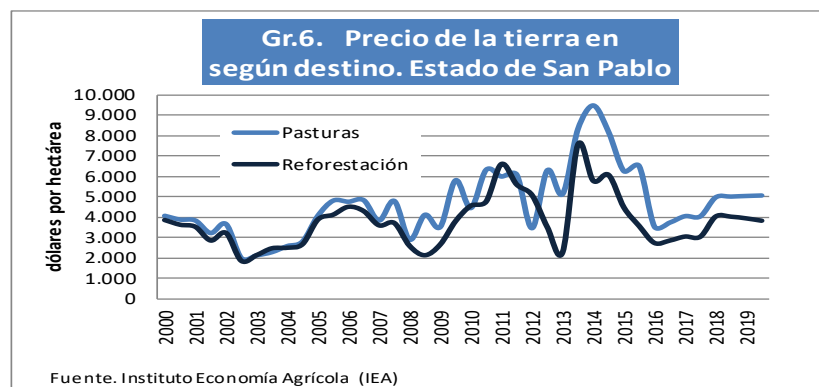
En este caso se actualiza el comportamiento de los precios en diferentes países considerados de importancia.

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 Volcker" 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%.

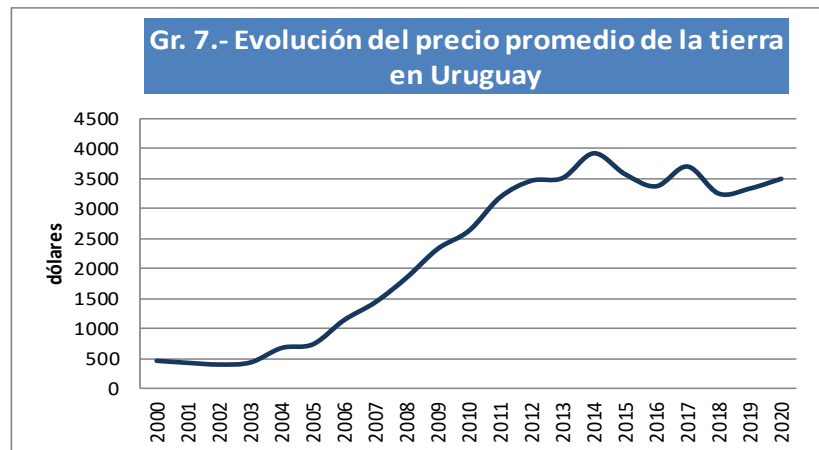


La particular situación de Argentina hace imposible disponer de una serie de precios actualizada y confiable de la tierra. La alta volatilidad de las políticas, las elevadas detracciones a las producciones agrícolas, los desajustes macroeconómicos y las restricciones al manejo de las divisas, generan 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 2020<sup>13</sup> 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 mercado<sup>14</sup>, 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 comprobada<sup>15</sup> 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.

<sup>13</sup>. "Precio de la Tierra" Compraventas Primer Semestre de 2020, publicado en setiembre de 2020.

<sup>14</sup>. SERAGRO, Agroclaro y operadores privados

<sup>15</sup>. B. Lanfranco y G. Sapriza (Serie Técnica N° 187 de INIA, "El índice CONEAT como medida de productividad y valor de la tierra" 2011)

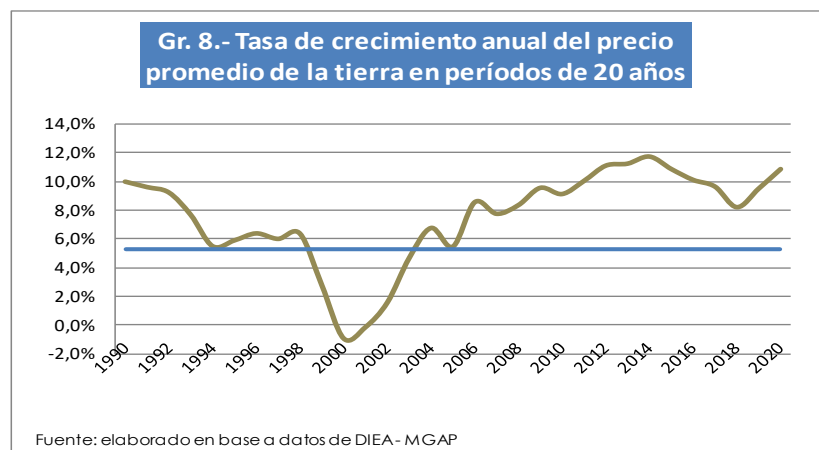


Para ello CARE analizó con la información de los precios de la tierra (en dólares corrientes) de una serie de 51 años (1970 a 2020) la variación anual en períodos de 20, en donde se observa lo siguiente:

- 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.

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.

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 prácticamente culminó tu etapa de inversión en tierras y falta poco para que culmine con las plantaciones. 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.

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

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

## VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

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

*En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos - tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación BBB (uy)<sup>16</sup> 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 Tambler

<sup>16</sup> **BBB (uy)**. Se trata de instrumentos que presentan un riesgo medio bajo para la inversión, ya que evidencian un desempeño aceptable y suficiente capacidad de pago en los términos pactados. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, y las características del entorno, dan en conjunto moderada satisfacción a los análisis practicados, sin perjuicio de alguna debilidad en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo. Podría incrementarse el riesgo del instrumento ante eventuales cambios previsibles en los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, o en la economía en su conjunto. La probabilidad de cambios desfavorables previsibles en el entorno es de baja a media baja, y compatible con la capacidad de la administradora de manejarlos aunque incrementando el riesgo algo más que en las categorías anteriores. **Grado de inversión mínimo.**