

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

Montevideo, abril de 2024

4	RESUMEN GENERAL
7	I INTRODUCCIÓN
11	II EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION
13	III LA ADMINISTRACION
18	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
23	V EL ENTORNO
34	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

Calificación Emisión de Oferta Pública 02 - abril - 2024

Denominación:	Fideicomiso Financiero Forestal Terraligna
Fiduciario:	TMF Uruguay AFISA
Operador y estructurador:	Cambium Forestal Uruguay S.A.
Agente de Registro y Pago:	TMF Uruguay AFISA
Entidad Representante:	TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos AFISA
Títulos emitidos:	Certificados de participación
Moneda:	Dólares americanos
Importe de la emisión:	hasta USD 60.450.000
Distribuciones:	Según resultados acumulados de acuerdo a procedimiento establecido
Fecha de Suscripción:	2 de octubre de 2017
Activos del Fideicomiso:	Proyecto de compra y explotación de un patrimonio forestal.
Vigencia:	hasta el 30 de noviembre de 2024
Plazo del Fideicomiso	25 años a partir de la fecha de emisión
Comité Calificación:	Martín Durán, Julio Preve y Adrián Tambler.
Calificación de Riesgo:	BBB.uy ¹
Manual utilizado:	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros

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

Resumen General

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

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

- 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. Se realizó una nueva estimación del Costo de Oportunidad del Capital, recogiendo las variaciones en la tasa de interés internacional y el índice riesgo país, y el proyecto mantiene perspectivas satisfactorias.

- Los informes de la empresa operadora del proyecto (Cambium Forestal Uruguay S.A.), los del Fiduciario y los del Comité de Vigilancia, 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 (Montes del Este y Boschetto) con similares características a éste, los cuales se vienen también desarrollando sin inconvenientes.
- Se destaca la alineación de incentivos entre el Fideicomiso y el Operador, ya que este último reforzó su compromiso con el proyecto adquiriendo el 3% de los certificados de participación, 1,81 millones de dólares; monto que ya fue integrado.
- Culminada la etapa de inversión en tierras, la superficie total adquirida fue de 12.725 hectáreas superando lo establecido en el prospecto (12.000 hectáreas). Al 31 de diciembre de 2023 hay forestadas unas 7,922 hectáreas, valor que también supera levemente al establecido en el prospecto (7.800 has). El porcentaje de aprovechamiento es de 63%, algo menor al proyectado, debido a que se compró mayor superficie.
- La fuerte sequía ocurrida durante la primavera de 2022 y el verano de 2023 generó daños en el patrimonio forestal del fideicomiso, algunos de los cuales aún se están evaluando. En principio, por efecto de la sequía se puede concluir que si bien se afectó el crecimiento del año, no se perdió área productiva en niveles significativos. Hubo que cortar y esperar el rebrote de unas 30 hectáreas, hubo también pérdida de superficies marginales (20 has) y hay 159 hectáreas que fueron cosechadas en 2022 que vienen con una respuesta al rebrote muy lenta y heterogénea, y en consecuencia se sigue evaluando para ver si es necesario reforestar o esperar el rebrote.

- La Tasa Interna de retorno estimada por el operador con el flujo financiero actualizado a diciembre de 2022 fue de 6,2% para el inversor, un valor menor a la calculada en la calificación original (9,62%) que se explica en gran medida por la evolución de las variables macroeconómicas. CARE sometió a las proyecciones a situaciones un poco más severas, estimando una TIR más probable en el entorno del 6,0%, un valor menor, pero igualmente razonable. Las inversiones realizadas hasta el momento se mantienen en los rangos previstos, con las salvedades planteadas en el punto anterior y los montes están en pleno crecimiento.
- Se presenta en esta oportunidad una nueva tasación de las tierras y montes del fideicomiso al 31 de diciembre de 2023, por parte de la misma empresa que el año anterior (Indufor). Los bosques forestales se valoran según el método del valor presente neto suponiendo un pago teórico por la renta de la tierra. Para determinar los valores de la tierra se combinan los valores de mercado de transacciones similares con retornos por arrendamiento. El resultado fue de 47,77 millones de dólares, conformado por un 8,88 MM de bosques y de 38,88 MM de tierra².
- La economía global viene mostrando señales de enlentecimiento desde finales de 2022, y se proyecta que se mantengan los actuales niveles para los próximos años. Superada la pandemia, la economía mundial se viene recuperando más despacio de lo previsto, lo que se tradujo en un menor dinamismo del comercio mundial de bienes. Sumado a ello, se mantiene el conflicto entre Rusia y Ucrania que agrega interrogantes y efectos negativos sobre el comercio.
- En este contexto, los precios de la celulosa, principal producto forestal exportado por Uruguay, mostraron durante casi todo el año 2023 una evolución descendente en sus valores. Más allá de un leve repunte en los últimos meses, se espera que los valores se mantengan relativamente estables al menos durante el primer semestre de 2024. Por su parte, las exportaciones de madera sólida, debieron enfrentar un mercado poco demandante que implicó una significativa reducción en los volúmenes exportados y también en los ingresos, particularmente para el caso del pino. Las exportaciones de rolos de pino registraron durante 2023 una caída muy importante en los volúmenes y en los ingresos, explicado en gran medida por la muy escasa, o nula, presencia de China en el mercado. Por su parte, India se mantuvo en el mercado pero también con menor demanda. Las exportaciones de madera sólida de eucalipto también cayeron, aunque en menor medida, enfrentando un mercado un poco más demandado que el pino.
- El mercado de tierra agrícola (incluida la forestal), presenta para el largo plazo tendencias de incremento en sus precios, como consecuencia del aumento sostenido de la demanda de alimentos, fibras y maderas, y a que en general la posibilidad de expansión de la frontera agrícola está cada vez más limitada. Para el caso del Uruguay, los incrementos esperados en los precios de la tierra serán seguramente más moderados que los ocurridos en la década entre 2004 y 2014. Luego de un período de ajuste y de un comportamiento errático con escasos negocios entre 2015 y 2020, el precio de la tierra lleva tres años de aumentos: 6,2% en 2021, 6,9% en 2022 y 5% para el primer semestre de 2023, lo que lleva los valores medios a niveles muy cercanos al récord de 2014. Estos incrementos se dan con

². Las tasaciones de bosques consideran solamente los montes de más de 2 años, se incluyen en esta oportunidad montes que no estaban considerados en la tasación de 2022.

un aumento en el número de operaciones, lo que le da mayor fortaleza, y en parte se explica en un principio por la mejora en los precios de algunos productos, y por la alta inflación internacional, la baja del dólar en el país y la ausencia de aumentos desde 2015.

- Respecto de las políticas públicas, no se advierten por el momento cambios en la política hacia el sector forestal que pudieran suponer amenazas para este proyecto.

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

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

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

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

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

2. Antecedentes generales y hechos salientes del período

o Antecedentes generales

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 proyectaba la compra de una superficie aproximada de 12.000 hectáreas, con un aprovechamiento estimado en 65% a forestarse con *Eucaliptus dunnii* o *Eucaliptus globulus*, 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 realizaron en sucesivas "Capital Calls" en la medida de las necesidades de inversión. La última integración se realizó el 15 de setiembre de 2022, fue la sexta, y con ella se completó la totalidad de la emisión (60,45 millones de dólares).
- 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 del Fideicomiso Financiero Boschetto, por un monto de hasta 79,6 millones de dólares, ambos administrados por Cambium Forestal Uruguay SA y calificados por CARE con nota de grado inversor.
- En febrero de 2021 con la adquisición de un último predio se cerró el proceso de compra de tierras del fideicomiso, alcanzando un total de 12.725 hectáreas localizadas en los departamentos de Lavalleja, Cerro Largo, Treinta y Tres, Durazno y Tacuarembó, adquiridas a un precio de USD 3.142 por hectárea, de las cuales aproximadamente 8.000 son forestales. La superficie total adquirida fue finalmente un 6% más que lo estimado en el prospecto. El aprovechamiento forestal de las tierras adquiridas fue de 63%, levemente menor al establecido en el prospecto (65%), pero las hectáreas efectivamente forestadas quedarán alineadas con lo proyectado (aproximadamente 8.000 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 plantación	Superficie de Eucaliptus (has)				
	Dunni	Globulus	Grandis	Smithii	Otros
2014 y anteriores		39			13
2015			30		20
2016	87	168	48	44	
2017		45			
2019	1.686			13	1
2020	3.193	533		21	
2021	341			26	
2022	556	450		191	
2023	410			8	
TOTAL FORESTADO	6.273	1.235	77	303	33
HECTAREAS TOTALES					12.725
Porcentaje forestado actual					63%

Fuente: El Operador

Nota: existe un contrato con UPM del 2015 por 94,2 has que hay que descontar de los totales.

Los cambios en el cuadro en relación al presentado en la anterior calificación están asociados a la plantación de primavera 2023 y a la actualización de la plantación 2022, donde al tomar imágenes de alta definición surgió un cierto número de pequeños sectores donde se perdió la plantación, posiblemente como consecuencia de la sequía (-20.8 has)

- Cambium como operador forestal adopta los principios FSC³ tanto en los aspectos sociales, ambientales y económicos, y también tiene incorporados a nivel operativo todos los procedimientos. En setiembre de 2023 se realizó la Auditoría de seguimiento de Certificación FSC, para este Fideicomiso y se validó nuevamente el certificado.
- A partir del 2023 la firma auditora del Fideicomiso pasó a ser Ernst & Young Uy SRL, sustituyendo a Deloitte.

o Hechos salientes del período

- En la primavera 2023 se plantaron 397 hectáreas en dos predios del fideicomiso con lo que se alcanzó una superficie de bosques de 7.922 hectáreas. La superficie final de plantación fue levemente menor a la planificada ya que dejaron sin plantar algunas zonas con alto riesgo y otras se dejaron los rebrotes.
- El Comité de Vigilancia sigue realizando la evaluación de prendimiento en los diferentes predios del fideicomiso y evaluando los efectos de la sequía. Según se desprende de los informes, se encuentran algunos rodales que están por debajo del standard definido del 80%. Los rodales que no alcanzaron el standard, tuvieron porcentajes de prendimiento cercanos al mínimo exigido. En los montes recién implantados es posible corregir ese desvío.

³. El Consejo de Administración Forestal, más conocido por sus siglas en inglés FSC (Forest Stewardship Council) es una organización no gubernamental de acreditación y certificación con sede en Bonn, Alemania.

- A nivel general el operador informa que la evolución post sequia de las plantaciones ha sido razonablemente buena, y que si bien las pérdidas de crecimiento y mortalidad de árboles aislados es generalizada existen algunos rodales con daños significativos sobre los cuales ya se ha tomado decisión sobre cómo actuar. Se reportan daños significativos en áreas variables de algunos predios, los valores agregados son los siguientes:
 - o Se debieron recepar⁴ aproximadamente unas 30 has de eucaliptus plantado en 2022, con la finalidad de favorecer el rebrote.
 - o Se perdieron aproximadamente unas 17 hectáreas.
 - o Hay 159 has de E. Dunni cosechado en el 2022, que está rebrotando con muchas dificultades, en forma muy heterogénea y tiene poca densidad. Se sigue monitoreando para decidir si amerita o no la reforestación del área.
- Se mantienen vigentes veintiséis contratos de aprovechamiento ganadero sobre un total 11.037 hectáreas.
- Se presentó una nueva tasación de la tierra y los montes del Fideicomiso al 31 de diciembre de 2023, por parte de la misma empresa tasadora que lo había realizado el año anterior. En esta oportunidad el resultado fue de 47,77 millones de dólares, un 12,0% mayor respecto de la tasación realizada hacia fines del 2022. Este aumento se explica en gran medida por el incremento en la superficie tasada de bosques que determina que ese componente aumente un 74,2%. Por su parte, la tierra, que mantiene la superficie con respecto al año anterior, aumenta un 3,5%.

3. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- Estados Contables de Cambium al 30/06/23.
- Estados Contables del Fiduciario al 31/12/2023.
- Estados Contables del Fideicomiso al 31/12/2023.
- Informes trimestrales del operador el último a diciembre de 2023.
- Informes del Fiduciario el último a setiembre de 2023.
- Informe del Comité de Vigilancia, el último a setiembre de 2023.
- Tasaciones de Indufor al 31 de diciembre de 2023.
- Información relevante del sector forestal.
- Informes de calificación de otros fideicomisos análogos.

⁴ Recepado es el corte a pérdida de los árboles (dado que son pequeños), y una vez rebrotados se hace un manejo de rebrotes

II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

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

1. Descripción general

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

2. El análisis jurídico

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

La conclusión del informe fue:

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

3. Riesgos considerados

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

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

III. LA ADMINISTRACIÓN

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

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

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

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

TMF Uruguay

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

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

Un resumen de los principales rubros del estado de situación y resultados al cierre del año 2023 y su comparativo con cierres anteriores se presenta en los cuadros siguientes.

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

Concepto	31/12/2023	31/12/2022	31/12/2021
Activo	154.995	160.000	146.260
Activo Corriente	30.141	35.014	14.304
Activo no Corriente	124.854	124.986	131.956
Pasivo	130.795	137.112	126.840
Pasivo Corriente	23.879	28.271	10.189
Pasivo no Corriente	106.916	108.841	116.650
Patrimonio	24.200	22.888	19.421
Pasivo y Patrimonio	154.995	160.000	146.260
Razón Corriente	1,26	1,24	1,40

Fuente: EE.CC TMF

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

Concepto	31/12/2023	31/12/2022	31/12/2022
Ingresos operativos	35.903	32.704	22.378
Costo Servicios Prestados	(7.075)	(6.447)	(3.592)
Resultado Bruto	28.827	26.256	18.786
Gastos Administración y Vtas.	(16.290)	(11.455)	(11.494)
Resultado Operativo	12.537	14.801	7.292
Resultado Financiero	(7.342)	(7.954)	(2.817)
IRAE	(3.884)	(3.379)	(2.412)
Resultado del Periodo	1.312	3.467	2.063

Fuente: EE.CC TMF

Como se desprende de los cuadros precedentes, la firma mantiene patrimonio positivo. 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 31/12/2023, TMF Uruguay AFISA mantiene la administración de varios fideicomisos financieros (tanto de oferta pública como privada) 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. Su desempeño en la gestión operativa de este patrimonio forestal y otros análogos, también calificados por CARE, es desde entonces la principal fuente de evaluación; en la medida que no surjan novedades que ameriten cambiar dicho juicio, no se considera necesario reiterar acá los detalles de aquel análisis. Parte del seguimiento realizado refiere a su situación económica financiera en tanto asegura su continuidad en la gestión correspondiente.

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 tres fideicomisos, éste y otros dos de análoga naturaleza también 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 197 millones lo que representa unas 40 mil hectáreas de tierra aproximadamente y una superficie forestada o en vías de forestar del 60 % del total, como mínimo. En todos ellos, además, participa del riesgo del negocio a través de la adquisición de CP's.

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. cuenta con una organización descentralizada con diversas gerencias según área del país que cubren, básicamente el este y noreste del territorio nacional. En Uruguay subcontrata la mayoría de los servicios vinculados a la plantación y mantenimiento de las mismas limitándose a una supervisión de los trabajos a través de un equipo profesional propio y altamente calificado.

Su plan de negocio hasta el momento supone fundamentalmente la venta de monte en pie por lo que el riesgo comercial asociado básicamente a la cosecha y comercialización de la madera se encuentra muy acotado

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 con más de 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 30/6/2023; del mismo no surge nada que permita suponer riesgo alguno para su continuidad.

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

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

3. El Fideicomiso

El Fideicomiso se constituyó formalmente mediante contrato celebrado el 20 de febrero de 2017 con 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 establecían los montos, plazos y condiciones para la integración de los mismos.

Como se informara en anteriores actualizaciones, en setiembre 2022 se completó el total autorizado a emitir (totalmente integrado desde esa fecha), esto es USD 60.45 millones.

En los cuadros siguientes se presentan en forma resumida los estados de situación y resultados del Fideicomiso al 31/12/2023. Se recuerda que para el último ejercicio se cambió la firma auditora que pasó a ser Ernst & Young Uy SRL quién deja constancia que los cierres anteriores fueron auditados y revisados por otra firma (Deloitte) que presentó informes sin salvedades.

Cuadro 4: Estado de Situación Fideicomiso			
Concepto (miles USD)	31/12/2023	31/12/2022	31/12/2021
Activo	63.157	62.797	49.141
Activo Corriente	12.445	14.011	5.112
Activo no Corriente	50.712	48.786	44.030
Pasivo	339	423	855
Pasivo Corriente	339	424	231
Pasivo no Corriente	-	-	625
Patrimonio	62.818	62.373	48.286
Pasivo y Patrimonio	63.157	62.797	49.141
Razón Corriente	36,71	33,04	22,13

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Puede observarse que el patrimonio contable al cierre del año 2023 (USD 62.8 millones) es mayor al monto recibido por la integración de los valores emitidos (USD 60.45 millones).

Los resultados de las tasaciones de fin de ejercicio se comentan en otra sección de este informe e integran el patrimonio comentado.

Los resultados al cierre del ejercicio, se presentan en el cuadro siguiente.

Cuadro 6: Estado de Resultados Fideicomiso

Concepto (miles USD)	31/12/2023	31/12/2022	31/12/2021
Ingresos Operativos varios	314	261	2.806
Resultado valuación activo biológico	(89)	2.495	170
Resultado valuación tierra		(166)	
Gastos Operativos	(350)	(287)	(2.679)
Gastos de Administración	(1.517)	(1.437)	(936)
Resultado Operativo	(1.643)	867	(638)
Resultado Financiero	198	151	(58)
Resultado por valuación de tierras	313		1.888
Resultado antes de IRAE	(1.132)	1.017	1.192
IRAE	818	847	171
Resultado del periodo	(314)	1.864	1.364
Reserva revaluación tierras	1.012	272	1.190
Efecto impuesto diferido s/tasación	(253)		
Resultado Integral del periodo	444	2.137	2.554

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Los ingresos refieren básicamente a servicios de pastoreo y son obviamente marginales; se registran variaciones por valuación de activos biológicos y tierra que, en esta etapa del proyecto, se constituye en el ingreso más relevante. En este caso, sin embargo, la revaluación de los activos biológicos arrojó una pérdida de USD 89.000.

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.

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

Se presentó en la anterior actualización por parte del fiduciario la última actualización de las proyecciones financieras, considerando las inversiones y costos operativos reales al 31 de diciembre de 2022 y proyectando hasta la finalización del fideicomiso.

Los supuestos considerados en las proyecciones son similares a los de la anterior actualización y son compartidos por CARE. Se supuso un aumento anual en términos nominales (a partir de 2023) en el entorno de un 3,6% para la tierra y un incremento promedio de un 2,6% (también nominal) para el precio de la madera. Esto supone un aumento real de aproximadamente un 0,5% para la madera y de un 1,5% para la tierra, ya que supone una inflación de largo plazo para el dólar del 2,1%.

La nueva tasa de retorno esperada para el inversor con esta última proyección fue de 6,2%, valor menor al estimado en el Prospecto de emisión (9,62%).

2. Replanteo del flujo de fondos y sensibilidad.

Como se verá en la Sección V, las perspectivas para la demanda de la madera 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 histórica del dólar. Son proyecciones preliminares y a 10 años, cuando este plan de negocios tiene una duración bastante mayor. En este sentido, podría ocurrir que la trayectoria esperada para la evolución de los precios de la madera esté levemente por debajo de las proyecciones realizadas.

Para el caso de la tierra, como se verá, los precios en el Uruguay se ajustaron a la baja, se estabilizaron y han comenzado a recuperarse. No obstante ya no parece muy probable 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), más allá de las volatilidades coyunturales, son de un crecimiento moderado en términos nominales, manteniéndose probablemente en moneda constante.

Para CARE un valor razonable de incremento anual del precio de la tierra debería contemplar a la inflación americana de largo plazo (1,5 a 2%)⁵ 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. En este sentido, el valor considerado en la proyección del flujo financiero está perfectamente alineado con los criterios que utiliza la Calificadora.

⁵ Puntualmente, la inflación americana se ha apartado de su tendencia de largo plazo, no obstante por el momento se mantienen las proyecciones considerando su evolución histórica.

Considerando este panorama de precios esperados para la madera y la tierra CARE realizó en esta oportunidad y con el nuevo modelo financiero presentado por el fiduciario, un análisis de sensibilidad suponiendo trayectorias de precios diferentes a los proyectados. 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%.
- Se supuso también que para el futuro el dólar evolucionaría alineado a la inflación doméstica, o sea no habría más inflación en dólares.

Cuadro 6: TIR del inversor bajo diferentes situaciones

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

Fuente: CARE

Las TIR's estimadas bajo estos supuestos se ubicarían entre 4,2% y 7,3%, 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 muy 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 que más se ajusta a su visión actual del negocio se ubicaría en torno al 6,0%. Esto supondría un aumento real en el precio de la tierra del entorno de 1% y un mantenimiento de los precios de la madera en términos reales y para el largo plazo (o levemente por debajo), en línea con los que se proyecta para las principales commodities.

3. Nueva estimación del Costo de oportunidad del Capital

Una forma de evaluar si una TIR es atractiva o no, es compararla con el costo de oportunidad del capital propio, ya que es la tasa que le pone un piso a la rentabilidad esperada de un proyecto y es el indicador clave para descontar los flujos de fondos esperados.

Para estimar el costo de oportunidad del capital, CARE utiliza el modelo de valoración CAPM (Capital Asset Pricing Model)⁶, que relaciona la tasa libre de riesgo, la prima de riesgo del mercado y la prima de riesgo asignado al sistema de producción específico, en este caso la producción forestal. Para evitar variaciones bruscas en la tasa, y tener una visión de mediano plazo, se consideraron valores promedios de los últimos 5 años en todas las variables.

Para considerar el riesgo sistémico se utiliza el "beta"⁷ promedio de empresas de producción forestal en mercados emergentes, el cual se ubica en 1,04, lo que indica que la inversión en la actividad tiene un riesgo algo mayor y variabilidad que el promedio de todas las actividades en ese mercado. Para la tasa libre de riesgo se considera el rendimiento de los Treasury Bonds a 10 años de EEUU (2,30%), para el riesgo país (índice UBI) se consideraron 124 puntos básicos⁸ y para la prima de riesgo del mercado accionario se consideró 4,68%.

⁶ El modelo de valoración de activos financieros, denominado en inglés Capital Asset Pricing Model (CAPM) es un modelo utilizado para calcular la rentabilidad que un inversor debe exigir al realizar una inversión en un activo financiero, en función del riesgo que está asumiendo.

⁷ Valor proporcionado por Damodaran.

⁸ Es el promedio de 5 años, en la actualidad el riesgo país está ubicado en el entorno de 80 puntos básicos.

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 6,0%. Este valor es igual a la TIR esperada del inversor para el escenario que CARE considera como más probable (6,0%) lo que estaría indicando que el proyecto sería equivalente al costo de oportunidad, según esta metodología.

En la coyuntura actual, la tasa libre de riesgo es mayor al promedio de los últimos 5 años, pero en contrapartida el riesgo país es menor al período considerado. En consecuencia, si se aplican los valores actuales, el costo de oportunidad del capital sería menor (5,52%).

Otros indicadores con los que podría compararse la TIR esperada del Fideicomiso podrían ser las curvas de rendimiento, que serían opciones posibles de inversión ya que están estimadas para el caso del Uruguay⁹. En la actualidad la curva en UI (CUI) a 10 años se ubica en 3,23% y la curva en dólares (CUD) a 10 años está en 4,89%. La TIR esperada está en este caso por encima de la curva en dólares.

Si bien estas comparaciones coyunturales no pueden tomarse en sentido estricto, constituyen una referencia que – entre otras- ayuda a conformar un juicio acerca de la inversión original comparada con la coyuntura actual.

En cualquier caso la Tasa de Retorno para el inversor en este proyecto iguala o supera los costos de oportunidad del capital.

4. Riesgos asociados al desempeño productivo forestal.

Contempla los riesgos derivados del manejo forestal, así como también aquellos que se relacionan con aspectos climáticos (por ejemplo sequías) o incendios.

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).

⁹. Curva Spot de Rendimientos de Títulos Soberanos Uruguayos emitidos en moneda nacional indexada a la inflación o en dólares, según sea el caso

Respecto de los riesgos climáticos, el más importante sería la ocurrencia de eventos extremos de sequía como el ocurrido en 2022/2023, que tiene efectos negativos y muy pocas posibilidades para mitigar. Estos riesgos son difíciles de prevenir y de estimar su impacto futuro; la fuerte sequía 2022/2023 ha permitido generar información real de los efectos que pueda generar sobre la producción forestal.

Para el caso de los incendios, es un riesgo ya muy presente en la actividad y estos proyectos lo tienen adecuadamente internalizado. Existen medidas de manejo para minimizar su ocurrencia (cortafuegos, limpieza de residuos), tareas de vigilancia continua en los meses del verano y también hay seguros. Por otra parte, la alta dispersión de los predios también reduce los riesgos de incendio, ya que si éstos llegaran a ocurrir quedarían acotados a ese predio.

Finalmente, el operador realiza un monitoreo permanente de las plantaciones con el fin de detectar prematuramente los problemas sanitarios o de manejo que pudieran afectar el normal desarrollo de las plantaciones.

Se detalla a continuación el presupuesto ejecutado en 2023, y se referencia con lo proyectado.

Cuadro 7. Presupuesto anual 2023 en miles de dólares			
Actividad	Proyección	Real	Variación
Mantenimiento plantaciones 2022	191,5	49,1	-74,4%
Establecimiento 2023	761,3	573,1	-24,7%
Manejo de rebrotes	258,6	0,0	-100,0%
Plagas	10,0	28,0	180,0%
Gastos administrativos	486,1	314,3	-35,3%
Total de costos	1.707,5	964,5	-43,5%
Ingresos pastoreo	176,3	245,7	39,4%
Otros ingresos silvícolas	0,0	0,0	
Ingresos bosques en pie	0,0	0,0	0,0%
INGRESO NETO	-1.531,2	-718,8	-53,1%

Fuente: el operador

Se verifican desvíos importantes entre lo presupuestado y lo ejecutado, lo que se explica básicamente por menores actividades como consecuencia de la sequía:

- Se redujo fuertemente el área de control de malezas y de regeneración.
- Una pequeña reducción de la superficie plantada en primavera 2023.
- Se postergaron para 2024 actividades de manejo de rebrotes.
- Hubo mayores costos sanitarios para el control de hongos.
- Menores costos de administración, menores costos de relación de caminos y alambrados

Como resultado de estos desvíos hubo una caída de un 43% en los costos operativos.

5. Tasación de la Tierra y los Montes Forestales

Se presenta una nueva tasación de la tierra y los montes del Fideicomiso al 31 de diciembre de 2023, la cual fue realizada por la misma consultora que el año anterior (Indufor). Los resultados se presentan en el siguiente cuadro.

Es importante destacar que en lo que refiere a las plantaciones, las tasaciones de 2023 no son comparables con las del año anterior, ya que solamente se tasan los bosques de más de dos años, y en 2023 hay 20 predios con plantaciones mientras que en 2022 había diez. Las tasaciones muestran un incremento importante en el valor, cuando en la realidad la valuación del total de los activos biológicos (incluyendo también los montes de menos de 2 años), muestra en 2023 una pequeña caída (-89 mil dólares). La caída en los valores se explica por menores precios de la madera y mayores costos de cosecha y arrendamiento de la tierra.

Cuadro 8. Valores de Tasación a Diciembre de cada año en dólares.

	Poyry 2020	Pike&Co 2021	Indufor 2022	Indufor 2023	Variación
Plantaciones	6.049.655		5.100.000	8.886.570	74,2%
Tierra	31.637.858		37.560.000	38.881.363	3,5%
TOTAL	37.687.513	38.038.766	42.660.000	47.767.933	12,0%

Fuente: En base a tasaciones

Nota: Año 2022 se tasan solamente los montes con más de 2 años.

La metodología aplicada valoró el activo forestal (bosques) utilizando el método de flujo de fondos descontado a una tasa del 7,5% y asignándole el pago de una renta teórica a la tierra. El valor asignado a través de esta metodología para los bosques forestales fue de 8,9 millones de dólares.

Para definir el valor de la tierra se consideró la porción forestal de cada predio y se le dio un valor a cada una de las porciones (forestal y no forestal). En todos los casos se utilizaron como referencia los datos del MGAP, transacciones recientes del INC y valores de arrendamiento. Para la porción no forestable se utilizó el retorno del pastoreo para estimar su valor, mientras que para el área plantable se consideró una combinación de datos de transacciones recientes. La evaluación de Indufor es que la tierra podría tener un valor de USD 38,9 millones, lo que resulta en un valor promedio de USD 3.059/ha. Para el caso de la tierra, la empresa tasadora le asigna un aumento de un 3,5% respecto del año anterior. CARE comparte la metodología aplicada.

En conjunto los activos tierra y bosques se valorizaron un 12,0%, respecto de la tasación del año anterior. No obstante, como ya se comentó, las tasaciones no serían comparables, ya que la de 2023 incluye un área mayor de bosques, los plantados en 2020 (3.743 has).

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, por el momento no se vislumbran cambios que pudieran afectar el actual desarrollo y crecimiento de la actividad.

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.

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 aproximadamente el 82% de los retornos de la inversión se explican por el valor de la madera.

Para el caso concreto de este proyecto, el precio que mayor incidencia tendrá en el resultado final, es el de la madera con destino a la producción de celulosa, ya que la madera se produce principalmente para ese destino comercial.

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 y del crecimiento de la economía mundial, y especialmente 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. Los principales usos del papel son la comunicación, embalajes e higiene (papel tissue).

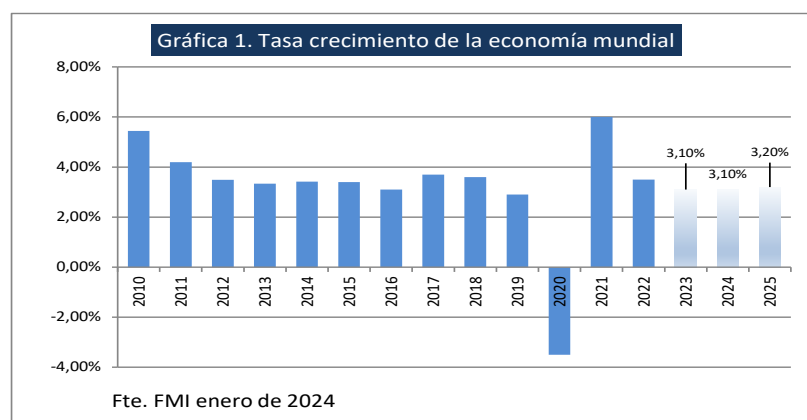
El incremento de la demanda enfrenta una oferta que se ha visto limitada por crecientes medidas de protección de los bosques nativos, así como también el control que se realiza sobre los de rendimiento. Por su parte, las políticas destinadas a atenuar los impactos del cambio climático también promueven la protección de los montes al ser éstos importantes sumideros

de carbono. En este sentido, se abre una nueva oportunidad para el sector que es la consolidación del mercado de carbono, lo que implica que la venta de certificados se constituye en un nuevo ingreso para estos emprendimientos. Las negociaciones que se vienen llevando a cabo en los ámbitos internacionales siguen avanzando en relación a asegurar compromisos ambientales de reducción de emisiones por lo que todo indica que en el mediano y largo plazo la demanda por certificados de carbono debería crecer.

No obstante, la tendencia esperada de largo plazo puede verse afectada por coyunturas desfavorables que tengan efectos depresivos sobre la demanda y en consecuencia sobre los precios, como fue lo ocurrido en los últimos años. Superados los efectos de la pandemia, la demanda y los precios se comenzaron a recuperar, pero a mediados de 2022 las condiciones volvieron a cambiar. El 2022 estuvo marcado por las consecuencias del conflicto entre Rusia y Ucrania, el enfriamiento de la economía global y de China en particular, así como las medidas de Covid cero implementadas por éste último. Esos fenómenos generaron cambios en la economía y el comercio mundial, como por ejemplo aumentos en un primer momento de los precios de las materias primas, mayor inflación internacional y mayores costos de los fletes y la energía. Toda esta situación generó una mayor volatilidad al mercado de la madera, y el aumento de los costos estrechó los márgenes del negocio. A partir del segundo semestre del 2022, las medidas tomadas por China, sumado a las expectativas de menor crecimiento económico mundial, tuvieron un efecto muy significativo en las importaciones de algunos productos, impactando en una reducción de los precios para el caso de la celulosa y en mayores dificultades de colocación para el caso de la madera en bruto, situación que se mantuvo durante todo el 2023.

Para el largo plazo no existen elementos para suponer cambios en las tendencias planteadas en el prospecto de emisión, aunque no habría que descartar puntualmente coyunturas desfavorables como las comentadas. Para esta calificación CARE realiza una actualización de la información clave del sector, confirmando que no deberían existir en el futuro mayores desvíos respecto de la trayectoria esperada.

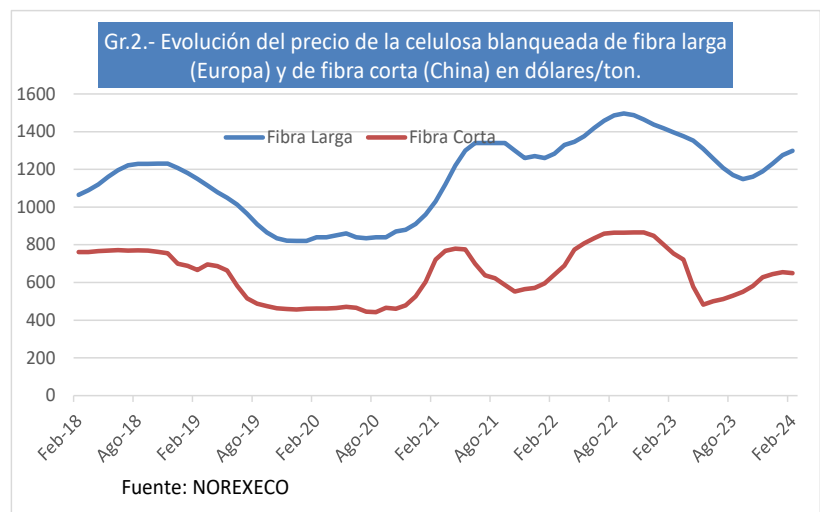
El Fondo Monetario Internacional en su último informe de enero de 2024 proyecta el crecimiento mundial en 3,1% en 2024 y en 3,2% en 2025, lo que supone un leve aumento (0,2 puntos porcentuales) respecto de la anterior proyección de octubre de 2023. Sin embargo, las previsiones para 2024-25 siguen estando por debajo del promedio histórico de 3,8% (2000-19).



Este leve aumento en la perspectiva de crecimiento de la economía se debe a una mayor resiliencia de lo esperado en Estados Unidos y en varias economías de mercados emergentes y en desarrollo, así como al estímulo fiscal en China. No obstante se mantienen los efectos negativos de las elevadas tasas de interés para combatir la inflación, el repliegue del apoyo fiscal en un entorno de fuerte endeudamiento que frena la actividad económica y el bajo crecimiento de la productividad. Como dato positivo, la inflación estaría disminuyendo más rápidamente de lo previsto en la mayoría de las regiones, mientras se disipan los problemas en el lado de la oferta y se aplica una política monetaria restrictiva. Se prevé que el nivel general de inflación a escala mundial descienda a 5,8% en 2024 y a 4,4% en 2025.

En lo que tiene que ver con madera con destino final a pulpa de celulosa, la reducción en el consumo como consecuencia de la pandemia generó en un primer momento una abrupta reducción en la demanda y en los precios. Fue así, que luego de un marcado pico al alza de precios durante 2018, los valores de la celulosa 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, prácticamente durante todo el año 2020. Esa caída fue coyuntural, y en 2021 los precios se recuperaron rápidamente, hasta fines de 2022. En el 2023, los precios internacionales cayeron fuertemente durante buena parte de año, para comenzar con una leve recuperación sobre finales del año. Esta última caída está sustentada fundamentalmente en una merma en la demanda de papel y sobre todo de materiales para el packaging, consecuencia de la reducción esperada en el crecimiento económico que se registró en la economía internacional. También incidió en la menor demanda la larga cuarentena en China por Covid, la existencia de un sobrestock en ese país y una caída en la demanda de la Unión Europea.

En la siguiente gráfica se presta información de los precios por tonelada para dos tipos de pasta de celulosa: la NBSK¹⁰ (principal cotización internacional, correspondiente a pulpa de coníferas de fibra larga en Europa), y de la BHKP¹¹ (pulpa de fibra corta en China). Puede observarse el comportamiento comentado en el párrafo anterior.



¹⁰. Northern Bleached Softwood Kraft Pulp. Pulpa de celulosa blanqueada de fibra larga

¹¹. Bleached Hardwood Kraft Pulp. Pulpa de celulosa blanqueada de fibra corta.

La caída en los precios de la celulosa de fibra larga es menor que para el caso de la corta, lo que se explica en gran medida por la mayor oferta de este último producto en la región, como consecuencia de la puesta en marcha de un proyecto de gran escala en Chile y también de la segunda planta de UPM en Uruguay.

Importa destacar que en la medida que los precios caían también se reducían en forma significativa los precios de los fletes internacionales, compensándose en parte los efectos económicos.

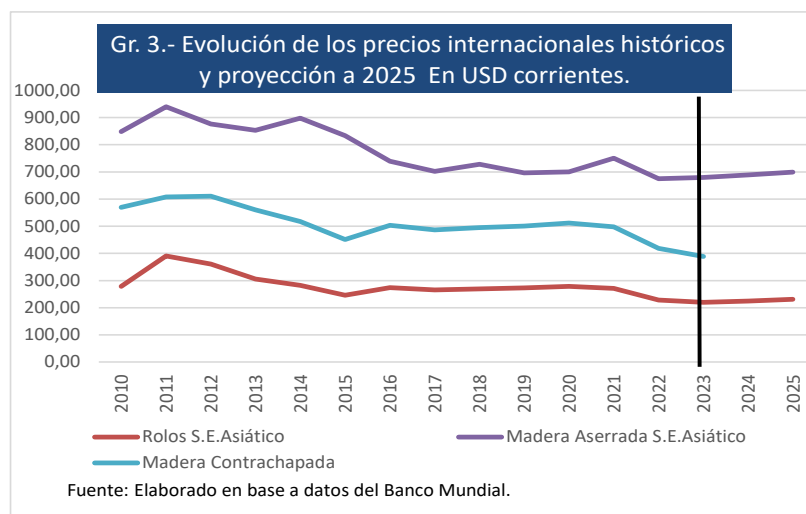
Algunas proyecciones a las que CARE tuvo acceso, estiman que la tendencia descendente en los precios de la celulosa habría culminado y podría esperarse un mantenimiento en los niveles actuales, al menos para el corto plazo.

No se dispone de información que proyecte las perspectivas de la evolución de precios internacionales para la celulosa para el largo plazo. En los últimos 10 años el incremento anual del precio internacional de la celulosa de fibra larga (NBSK) fue del 3,6%, esto es un valor indicativo, ya que no existe la certeza de que para el futuro se cumpla lo verificado en el pasado.

Para el caso de la madera de eucaliptus en bruto con destino aserrío, el comportamiento de la demanda ha mostrado una evolución similar al de la celulosa, aunque menos marcada. Por su parte, los precios mantienen una leve tendencia al crecimiento viéndose afectados mayormente los volúmenes comercializados. 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 segundo semestre de ese año ya mostró un cierto empuje, consolidando la recuperación que se mantuvo durante todo el año 2021 y hasta mediados de 2022. A partir del segundo semestre de 2022, se genera una importante caída en la demanda, que afecta fuertemente a las exportaciones uruguayas. Este debilitamiento de la demanda, que responde también a la situación de la economía mundial, se mantiene durante todo el año 2023.

Para el caso de la madera de pino aserrable, el comportamiento es similar al del eucaliptus, pero con una mayor variabilidad y con marcados problemas de demanda. El desempeño exportador del país durante 2023 fue claramente a la baja consolidando dos años consecutivos de retracción. Tanto los precios manejados como la competencia internacional han dificultado el cierre de negocios, en donde China prácticamente se ha retirado del mercado, manteniéndose India como principal mercado importador de nuestros pinos.

Según el último informe de previsión de precios del Banco Mundial de octubre de 2023, los precios de la madera en bruto y de la aserrada mostrarían leves incrementos en sus precios para los próximos dos años, en el entorno del 1 al 2% anual, pero mantienen una tendencia decreciente desde el año 2011.



En el año 2021 el Banco Mundial presentó una proyección de largo plazo para la madera en bruto para aserrío y para la aserrada, mostrando un leve crecimiento en valores nominales hacia el 2035 en el largo plazo¹². Para el caso de los rolos se proyectó un crecimiento del 0,95% acumulativo anual y para la madera aserrada un 1,5%. Estos aumentos de precios, no alcanzarían a cubrir la devaluación del dólar, por lo que podrían estar cayendo levemente en términos reales. Estas proyecciones son consistentes con las de los commodities alimenticios para los que se proyecta también una leve reducción de los valores en términos reales (aumentos nominales positivos pero algo menores a la devaluación de largo plazo del dólar).

Las exportaciones forestales del Uruguay alcanzaron un nuevo récord en el 2023 explicado exclusivamente por el aumento en la exportación de celulosa consecuencia de la puesta en funcionamiento de la tercer planta de celulosa en el país. El resto de los productos forestales mostraron una significativa caída, consecuencia de una menor demanda interna y en general también menores precios de exportación. El aumento en el valor de las exportaciones de celulosa se explica por mayores volúmenes exportados, ya que el precio de exportación también fue más bajo en 2023.

En el siguiente cuadro se presentan las exportaciones forestales en valor para los últimos años donde puede observarse una clara tendencia al crecimiento.

¹². World Bank Commodities Price Forecast. En informes posteriores solamente se proyectan precios para 2023 y 2024.

Cuadro 9. Exportación de productos forestales seleccionado (en millones de dólares FOB)								
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Variación
Celulosa	1.310	1.660	1.527	1.107	1.576	1.818	2.019	11%
Rolos de pino	88	150	89	132	204	127	67	-48%
Tableros de madera contrachapados	64	76	55	67	105	102	74	-27%
Chips (eucalipto y pino)	64	95	102	21	74	113	98	-13%
Madera Aserrada coníferas y no coníferas	93	115	97	104	159	184	157	-15%
Papel y Cartón	34	32	36	25	26	35	30	-12%
Rolos de eucalipto	21	29	14	21	23	34	24	-30%
Total	1.673	2.158	1.921	1.477	2.167	2.412	2.469	2%

Fuente: Care en base a datos de Aduana y Uruguay XXI.

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

Se observa la fuerte baja en las exportaciones de pino, lo que como ya fuera comentado responde a las dificultades del mercado. Cabe destacar el crecimiento de las exportaciones de madera aserrada, en conjunto (coníferas y no coníferas), que se constituyen en el segundo producto forestal de exportación después de la celulosa.

B) El precio de la tierra

Las perspectivas de demanda internacional por tierra siguen siendo alentadoras y ubicarían los precios en niveles crecientes para el corto y mediano plazo. Esto es consecuencia de las dificultades que existen para la expansión de la frontera agrícola, sumado a la necesidad de un uso racional y sostenible del recurso suelo. Esto no implica que puedan existir variaciones de corto plazo que la aparten de esa tendencia, como consecuencia de la evolución de diversas variables que puedan afectar los precios nominales de la tierra, como ser, las tasas de interés, la devaluación de las monedas, la inflación internacional o el precio de los commodities.

En este caso se actualiza el comportamiento de los precios en diferentes países considerados de importancia, en el entendido de que sus tendencias podrían generar información respecto de lo que podría ocurrir en nuestro país.

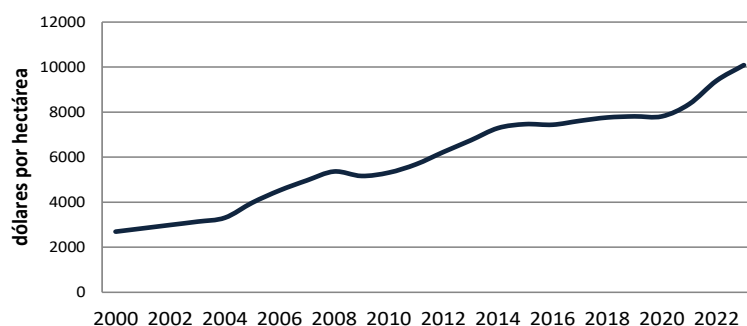
En lo que respecta al precio de la tierra en Estados Unidos, en lo que va del siglo XXI se observa una continua fase ascendente, con alguna excepción (2009 y 2015) en donde se verificaron mínimas reducciones, pero que no modifican la tendencia. El precio en Estados Unidos cayó únicamente en los primeros 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.

Durante el período 2000-2023, el incremento acumulativo anual del precio de la tierra en EEUU en dólares corrientes fue de un 5,9% anual, valor superior al de la inflación de la moneda norteamericana (2,49%), lo que determina un incremento real del 3,3%.

El precio de la tierra (promedio) se había mantenido relativamente estable entre 2017 y 2020, con aumentos mínimos en el entorno a la inflación del dólar, pero en los últimos tres años los valores se recuperan fuertemente mejorando

en términos reales, pero también acompañando la mayor inflación. En el año 2021 los precios promedio de la tierra aumentaron un 7,0%, en el año 2022 un 12,4% y en 2023 el aumento fue de un 7,4%. Si se analizan por separado las tierras agrícolas de las ganaderas, las primeras tuvieron entre 2021 y 2023 un aumento del 23,5% mientras que las segundas un 18,2%; esto se explicaría por los aumentos de precio de los productos agrícolas.

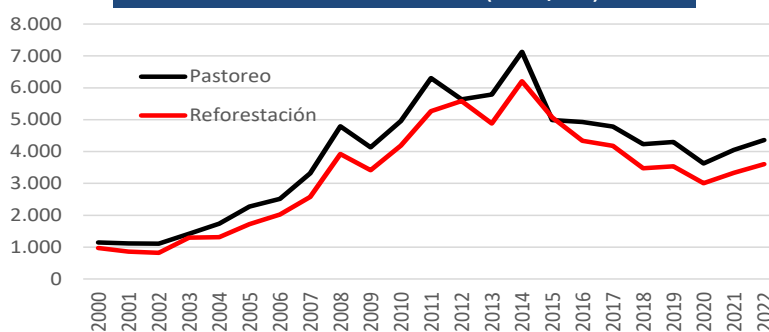
Gr. 4. Evolución del precio de la tierra en USA



Fuente: USDA Land Prices, Agosto 2023

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 su moneda nacional (Reales). Por ello, las fluctuaciones pueden ser amplificadas por este efecto. El precio en dólares muestra un crecimiento sostenido hasta el año 2014 para luego comenzar a caer hasta 2020, en un comportamiento similar al ocurrido en Uruguay. A partir de 2020 comienza a recuperarse en forma importante (12 y 8% en 2021 y 2022), pero aún se mantiene muy por debajo de los valores máximos.

Gráfica 5.- Precio de la tierra en Brasil según destino en San Pablo (USD/ha)



Fuente: Instituto de Economía Agraria SP. (IEA)

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, generaron distorsiones en los valores que nada tienen que ver con la tendencia que deberían tener los precios de los campos. Los cambios que se están realizando en la política económica probablemente permitan en el mediano plazo retomar las series.

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.

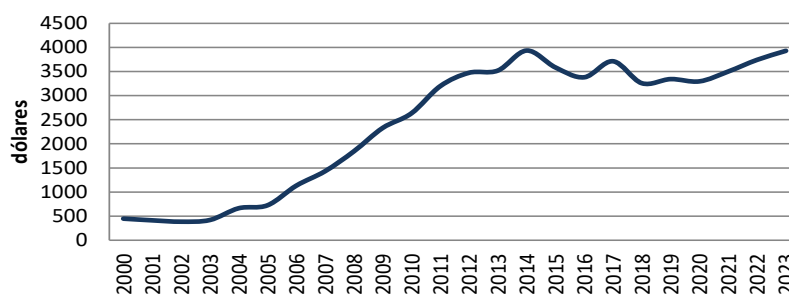
La Cámara Argentina de Inmobiliarias Rurales (CAIR), institución que analiza la evolución de ese mercado, estima que la actividad se encuentra en el mínimo histórico desde que se computa el InCAIR (índice de actividad que estima la Cámara¹³). En su último informe de diciembre de 2023, el índice se ubicó en 21,52/100 lo que muestra que la incertidumbre económica tuvo más fuerza frente a las eventuales expectativas positivas del mercado.

En el caso de Uruguay, la información reportada por DIEA-MGAP para el promedio de las transacciones de tierras muestra que se verificó una muy fuerte valorización de los campos a partir de 2004 y hasta el 2014. A partir de 2015 comenzó un ajuste a la baja pero con un comportamiento un tanto errático, consecuencia seguramente de un bajo número de transacciones en donde la calidad y la localización de los campos comercializados tienen una gran influencia en los valores medios.

En 2021 el precio de la tierra parece retomar su tendencia histórica de crecimiento, al aumentar un 6,2% respecto del año anterior. En 2022 el precio medio vuelve a crecer en este caso 6,9%, verificándose un aumento significativo en las superficies transadas anualmente, lo que indicaría un mayor nivel de actividad en un mercado en alza. El último informe de "Precio de la Tierra" de DIEA, publicado el 22 de noviembre de 2023 da cuenta de un nuevo incremento en los valores para el primer semestre de 2023 respecto del año anterior, en este caso del 5%.

Estos últimos aumentos en los valores de la tierra se podrían explicar en parte como consecuencia del repunte de los precios internacionales, por el fortalecimiento del peso uruguayo con respecto al dólar, moneda con la que se realizan las transacciones de campos, así como también por la alta inflación internacional. Los valores promedio de los campos para el primer semestre de 2023 se estarían ubicando ya en igual nivel que en el récord de 2014.

Gr. 6.- Evolución del precio promedio de la tierra en Uruguay



Fuente: DIEA - MGAP

¹³. El "Índice de actividad del mercado inmobiliario rural" (InCAIR) es un índice mensual que refleja la "actividad" del mercado. Se toma como base de referencia máxima 100 puntos, correspondientes al pico de máxima actividad histórica. No refleja precios/valores, solo actividad de mercado. Se comenzó a medir a partir del mes de noviembre del 2013.

¹⁴. SERAGRO, Agroclaro, Consur y operadores privados

Existen otras fuentes de información realizadas por consultoras y operadores del mercado¹⁴, que utilizando diferentes criterios de tasación estiman valores de campos de características similares y teniendo en cuenta los diferentes

destinos productivos. Las metodologías más utilizadas son: la comparación de ventas reales de campos similares y la valuación según las rentas esperadas. En general el valor de mercado surge de la integración de ambas metodologías. Del estudio de varias tasaciones de campos a las cuales CARE tuvo acceso, los resultados obtenidos están alineados con la información suministrada por DIEA.

Existe una proporcionalidad comprobada¹⁵ 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.

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 también incidencia con el retorno final de la inversión. El modelo financiero supuso una valorización acumulativa anual de un 3,6% (en dólares corrientes) durante 25 años, por lo que resulta importante conocer que ha sucedido en el pasado como forma de tener una cierta aproximación con lo que pueda ocurrir en el futuro.

Para ello CARE analizó con la información de los precios de la tierra (en dólares corrientes) de una serie de más de 50 años (1970 a 2023) la variación anual en períodos de 20, en donde se observa lo siguiente:

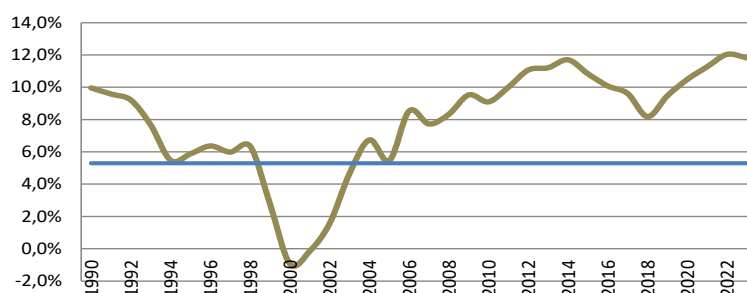
- En promedio, la evolución anual del precio de la tierra en períodos móviles de 20 años fue de 7,9%.
- La tasa anual de crecimiento solamente fue menor al 3,7% para el caso de los campos que se vendieran entre 1999 y 2003, y si se hubieran comprado entre 1979 y 1983.
- Para el resto del período, el crecimiento anual del precio de la tierra supera el 3,6%.

Si el mismo análisis se realiza para períodos de 30 años la tasa de crecimiento anual cae levemente (7,3%), y el mínimo crecimiento anual es de 5% y por lo tanto en ningún período estaría por debajo del valor considerado en la última proyección.

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 3,6% (en el entorno del 12% de crecimiento anual).

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

Gr. 7.- Tasa de crecimiento anual del precio promedio de la tierra en períodos de 20 años



Fuente: Elaborado en base a datos de DIEA - MGAP

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 largo plazo de Estados Unidos¹⁶, más un pequeño componente por incremento de la productividad de la tierra, de esta forma se deberían ubicar entre el 3 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.

La forestación está fuertemente regulada a través de la Ley Forestal (No 16.466), la Ley de Ordenamiento Territorial y Desarrollo Sostenible (No 18.306) y la Ley de Protección de Medio Ambiente (No 17.283), sus modificativas y sus decretos reglamentarios. En general las sucesivas modificaciones en las normas le han ido agregando nuevas regulaciones y restricciones al crecimiento, a través de las exigencias de las Autorizaciones Ambientales Previas y las especiales para plantaciones forestales establecidas en el último decreto de diciembre de 2021.

En diciembre de 2021, luego de que el Senado aprobara el proyecto de ley para regular la forestación que ya contaba con el apoyo de Diputados, el Poder Ejecutivo vetó la Ley, manteniendo de esta manera la política forestal sin cambios legislativos. El proyecto proponía 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. Si bien esta Ley no hubiera afectado a este emprendimiento, su aprobación implicaba una regulación adicional que podía tener efectos sobre el sector forestal en un futuro. Al haber sido vetada la norma propuesta, al menos por el momento, quedan despejadas las dudas respecto del mantenimiento de la política forestal.

También en diciembre de 2021, el Poder Ejecutivo dictó un decreto (No 405/021) que propuso algunos cambios en las regulaciones de la actividad forestal, seguramente en respuesta a parte de los planteos de la Ley vetada. Este decreto bajó de 100 a 40 hectáreas el límite mínimo para requerir la autorización ambiental previa ante la DINACEA y también requerir esa misma

¹⁶ La inflación en EEUU aún está levemente por encima de su nivel histórico, aunque se espera que en breve vuelva su nivel.

autorización para las reforestaciones que no hubieran requerido originalmente esa autorización porque fueron realizadas previo a ese requerimiento. Asimismo se modificaron algunas categorizaciones de suelos y modificaron criterios para las evaluaciones de impacto ambiental.

Estas modificaciones, así como las regulaciones generales para el sector, no tienen mayor impacto para este fideicomiso ya que no se tiene prevista la incorporación de nuevos predios, aunque si probablemente lo tendrá para la actividad.

Por el momento, no surgen nuevos elementos que pudieran suponer que el gobierno pueda tomar medidas de política que atenten contra este tipo de emprendimiento, y 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.uy¹⁷ de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez

¹⁷. **BBB.uy.** Se trata de instrumentos que presentan un riesgo medio bajo para la inversión, ya que evidencian un desempeño aceptable y suficiente capacidad de pago en los términos pactados. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, y las características del entorno, dan en conjunto moderada satisfacción a los análisis practicados, sin perjuicio de alguna debilidad en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo. Podría incrementarse el riesgo del instrumento ante eventuales cambios previsibles en los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, o en la economía en su conjunto. La probabilidad de cambios desfavorables previsibles en el entorno es de baja a media baja, y compatible con la capacidad de la administradora de manejarlos aunque incrementando el riesgo algo más que en las categorías anteriores. **Grado de inversión mínimo.**



Ing. Agr. Adrián Tambler