

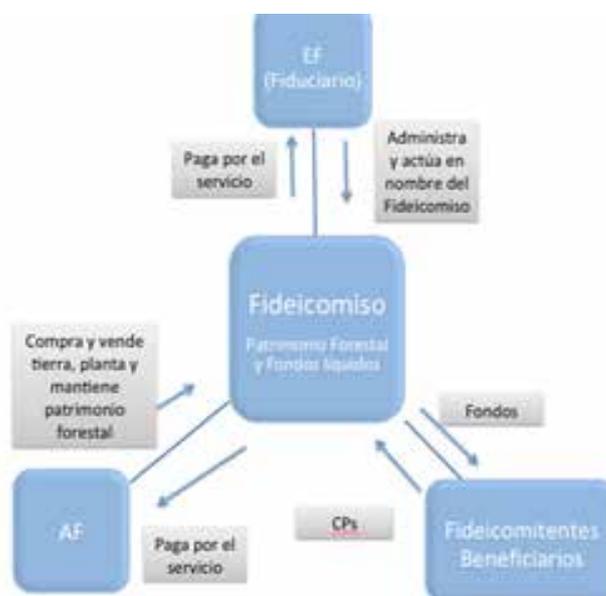
**ACTUALIZACIÓN DE LA
CALIFICACIÓN DE RIESGO DE
CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN
EN EL DOMINIO FIDUCIARIO DEL
“FIDEICOMISO FINANCIERO
FORESTAL BOSQUES DEL
URUGUAY III**

Montevideo, noviembre de 2017

4	RESUMEN GENERAL
5	I INTRODUCCIÓN
8	II EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION
10	III LA ADMINISTRACION
16	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
24	V EL ENTORNO
31	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

Actualización Calificación Emisión de Oferta Pública 6- noviembre -2017

Denominación:	Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay III
Fiduciario:	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión.
Operador (Administrador) y Organizador:	Agroempresa Forestal S.A.
Agente de Registro y Pago:	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión
Entidad Representante:	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.
Títulos a emitir:	Certificados de participación
Moneda:	Dólares americanos
Importe de la emisión:	USD190.000.000
Fecha de la emisión:	6 de diciembre de 2016
Plazo:	20 años
Distribuciones:	Según resultados acumulados de acuerdo a procedimiento establecido
Activos del Fideicomiso:	Proyecto de compra y explotación de un patrimonio forestal.
Calificación de Riesgo:	BBB+ (uy) ¹
Manual:	Manual de Calificación de Finanzas estructuradas administradas por terceros
Vigencia:	abril de 2018



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 Bosques del Uruguay III manteniendo la calificación BBB+ (uy) de grado inversor.

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

- Un negocio compuesto por la adquisición de 43.331 hectáreas, las cuales se encuentran forestadas con Eucalyptus (41%) y Pino (59%), con un aprovechamiento del orden del 64%.
- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico ofrece las garantías necesarias tal como se aprecia en el informe jurídico del Anexo I de la calificación original.
- Un proyecto que desde el punto de vista físico y económico supera en el mismo sentido que en el punto anterior, diversas pruebas; y que al mismo tiempo se destaca por el nivel de cobertura de múltiples variables consideradas (en esta ocasión se actualizó nuevamente el cálculo del WACC).
- En sus líneas fundamentales repite otros dos con el mismo negocio y actores intervinientes, en los que se viene cumpliendo a satisfacción los planes de negocios establecidos. En este caso además se planteó adquirir una extensión de tierras con un negocio en marcha, con la cual se mitigan considerablemente los riesgos de adquisición y plantación.
- De modo especial se ha evaluado la capacidad de gestión de la empresa operadora del proyecto, Agroempresa Forestal S.A., incluyendo visitas a los predios administrados por ésta, que resulta crucial para el mismo, así como la posibilidad de ser sustituida de ser necesario. Esta evaluación pondera de modo significativo en la calificación realizada. La empresa demuestra 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.
- En el correr del primer año desde la emisión, ya se ha completado la compra de predios ya forestados, por lo que se está dando cumplimiento a las exigencias de desempeño mínimo, en este aspecto.
- No se advierten amenazas en lo que respecta a las políticas públicas.

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

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

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 considerar 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 T.I.R.s derivado de múltiples simulaciones, como razonable para el proyecto en esta primera calificación, las futuras no se vincularán 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 el Cr. Martín Duran, por el Ing. Julio Preve. Asimismo CARE contrató los servicios del Dr. Leandro Rama, cuyo informe se adjunta en Anexo I de la calificación original².

Más allá de las actualizaciones de norma la calificación puede variar ante la aparición de hechos relevantes. Se considerará un hecho relevante –entre otros- la evolución semestral del plan de negocios.

2. Antecedentes

Como antecedente más relevante de la emisión que se califica hay que mencionar a los Fideicomisos Financieros Forestales Bosques del Uruguay I y II, que emitieron certificados de participación en agosto de 2011 y en octubre de 2014 por un monto de 50 millones y 70 millones de dólares

². Disponible en care@care.com.uy

respectivamente. Estos fideicomisos, con idéntica administración que la del presente, vienen cumpliendo a entera satisfacción con los planes de negocios originales, análogos al que se presenta en esta oportunidad.

El Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay III 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 producto de la venta de bonos de carbono y de pastoreo de las tierras no forestadas, siguiendo protocolos de inversión y administración, con adecuados estándares productivos, ambientales y sociales.

El Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay III, quedó constituido el 22 de agosto de 2016, mediante la firma del contrato respectivo entre EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A. en calidad de "Fiduciario", Agroempresa Forestal S.A. en calidad de "Administrador", y los Suscriptores Iniciales de los Valores en calidad de "Fideicomitentes".

Las principales características del proyecto son:

- Adquisición de campos mayoritariamente forestados o a forestar. Con el monto de la emisión fue posible adquirir una superficie aproximada de 43.331 hectáreas de las cuales el 64% se encuentren forestadas con especies comerciales de mayor implantación en el Uruguay, a saber Eucalyptus sp. y Pino sp. Las plantaciones se encuentran –tal como se preveía en el proyecto- a mitad de su ciclo productivo, en términos generales.
- Ubicación del proyecto en la zona centro-este del país, con la siguiente distribución: Cerro Largo (36%) , Lavalleja (24%), Treinta y Tres (19%), Florida (18%) y Rocha (2%), por ser una zona de gran potencial para la explotación forestal.
- Al cierre del proyecto el ingreso total estimado por ventas corresponderá en un 70% a 80% a la venta de madera y/o bosques en pie, un 20% a 25% a la venta de la tierra al final del proyecto, y menos del 1.5 % a ingresos por venta de bonos de carbono y pastoreo

La composición de los ingresos sería de la siguiente forma

Cuadro 1. Composición de los ingresos de Bosques del Uruguay III		
Concepto	Monto (US\$)	Participación
Madera	771,559,434	62.62%
Bosques en pie	166,765,659	13.53%
Pastoreo	11,245,224	0.91%
Tierra	280,621,627	22.78%
Bonos Carbono	1,928,757	0.16%
Total	1,232,120,701	100.00%

- Una estimación de TIR para el inversor, según el prospecto de emisión, de 9.1%.

- Sometido el flujo de fondos a efectos adversos en cuanto a la tasa de crecimiento de los bosques, el valor de compra de las tierras y de los costos operativos, resultó que la TIR muestra un rango de entre 8,01% y 10.6%, según diversas opciones productivas, y sensibilizaciones realizadas, tanto por el estructurador como por la calificadora.

3. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- Informes del operador del segundo trimestre de 2017
- Informes del Comité de Vigilancia del 30 de julio de 2017
- Estados Contables de Agroempresa Forestal al 31/12/2016.
- Estados Contables intermedios del Fiduciario al 30/6/2017
- Estados Contables intermedios del Fideicomiso al 30/6/2017
- Calificación de los Fideicomisos Financieros Forestales Bosques del Uruguay I y II realizadas por CARE y sus sucesivas actualizaciones.
- Entrevistas personales con la dirección de AF

4. Noticias significativas del período

- En abril de 2017 se cerró la primera operación de compra de campo que alcanzó las 43.331 has.
- La entrega de los campos se hizo en el mismo mes de abril. El operador reporta cierto retraso respecto a lo esperado, que demandará que se reajusten presupuestos y se redefinan prioridades en cuanto a la ejecución de las distintas actividades.
- El patrimonio actual de este proyecto, está compuesto a junio de 2017, por 24.296 has plantadas, 3.348 has a plantar³, y 15.687 has no forestables, que totalizan las 43.331 ha mencionadas, arrojando un porcentaje de aprovechamiento del 64%, que se compara adecuadamente con el compromiso original.
- En abril de 2017 se firmó un boleto de reserva por la compra de tres campos ya forestados, que totalizan las 1.167 has, en el departamento de Cerro Largo, en la localidad de Arévalo.

³ Se trata de "replantaciones" de áreas recién cosechadas en general.

II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

Se ofrecieron en oferta pública certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay II, 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 Bosques del Uruguay III

Fiduciario: EF Asset Management Administradora de fondos de Inversión S.A.

Operador administrador: Agroempresa Forestal S.A.

Agente de Registro y Pago: EF Asset Management Administradora de fondos de Inversión S.A.

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

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

Organizador: EF Asset Management Administradora de fondos de Inversión S.A.

Títulos a emitirse: Certificados de participación

Activos del Fideicomiso: El Fideicomiso invertirá en la creación de un patrimonio forestal. Esto incluye la compra y/o arrendamiento de inmuebles rurales y la plantación de los montes.

Moneda: Dólares

Importe de la Emisión: USD190.000.000

Fecha de emisión: 6 de diciembre de 2016

Plazo: 20 años

Distribuciones: Según resultados acumulados de acuerdo a procedimiento establecido

Calificación de Riesgo: BBB+(uy)

2. El análisis jurídico

El análisis jurídico procura descartar cualquier eventualidad de conflictos derivados por ejemplo de la construcción jurídica, los contratos respectivos, el cumplimiento con normas vigentes, etc ⁴.

El informe recorre las contingencias objetivas y subjetivas de los contratos y finalmente concluye: **“...En conclusión y contemplando todos los aspectos involucrados, el negocio fiduciario cuenta con un razonable grado de cobertura, no advirtiendo riesgos sustanciales asociados a contingencias jurídicas en el 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 I y II se concluye que el riesgo jurídico de estructura se considera *casi nulo*.

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

⁴ . Ver Anexo I de la calificación original, disponible en care@care.com.uy

III. LA ADMINISTRACIÓN

Las características de la emisión hacen necesario analizar dos empresas administradoras: EF Asset Management (EFAM) en su condición de emisora y fiduciaria del fideicomiso financiero, y Agroempresa Forestal S.A. (AF) en su condición de operadora del proyecto.

1. Ef Asset Management (EFAM)

La empresa administradora o fiduciaria es EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A (EFAM). Se trata de una sociedad anónima cerrada que tiene por objeto la administración de fondos de inversión y fideicomisos de cualquier naturaleza. Fue inscrita en el Registro Nacional de Comercio el 7 de abril de 2003 con el N° 2014 – Rut: 214769530012.

El 20 de agosto de 2003, el Banco Central del Uruguay (BCU) autorizó a la sociedad a funcionar en el marco de la Ley de Fondos de Inversión No. 16.774 del 27 de setiembre de 1996 y su modificación posterior en la Ley No. 17.202 de fecha 24 de setiembre de 1999.

El 9 de julio de 2004, el BCU (comunicación No. 2004/188) autorizó a la firma a actuar como Fiduciario Financiero en el marco de la Ley No. 17.703 de fecha 27 de octubre de 2003. Asimismo, en dicha fecha, la sociedad fue inscrita en el Registro de Mercado de Valores del BCU como Fiduciario Financiero.

El 23 de mayo de 2005, el BCU la autorizó a actuar como Fiduciario Profesional en el marco de la citada ley (17.703). En la misma fecha, la sociedad fue inscrita en el Registro de Fiduciarios Profesionales, Sección Fiduciarios Generales que lleva el BCU.

Dadas las características de la emisión, en una hipótesis de quiebra o liquidación de EFAM, en nada se verían afectados los activos del fideicomiso. Por otra parte en caso de incumplimiento de cualquiera de sus obligaciones está previsto que los titulares por mayoría absoluta podrían sustituirlo.

La evaluación incluye considerar la preparación profesional de los administradores para la toma de decisiones y para enfrentar los riesgos inherentes al negocio; su experiencia, y en general cualquier antecedente que pueda influir en la gestión.

Administración

El Directorio está integrado de la siguiente manera:

Presidente	Diego Rodríguez Castagno
Vicepresidente	Nelson Mendiburu

En la administración actúa el Sr. Nelson Mendiburu como responsable del resguardo de la información y documentación y como responsable de la atención de reclamos. La administración de sus operaciones se realiza a través de la contratación de los servicios de la firma CPA Ferrere,

En la sindicatura actúan: El Sr. Bruno Gili como síndico y el Sr. Gonzalo Icasuriaga como suplente.

Son accionistas de la firma, en partes iguales, la Sra. Sandra González Vila y el Sr. Diego Rodríguez Castagno

Situación económica y financiera

El análisis de los EE.CC intermedios al 30 de junio de 2017, sigue mostrando una sólida situación de la firma en su solvencia. Como se ilustra en los cuadros siguientes, el patrimonio contable a junio de 2017 sigue siendo positivo. El ratio de liquidez se mantiene ligeramente por debajo de la unidad. Cabe mencionar que el activo no corriente se compone en buena medida por los depósitos en garantía a que está obligada la firma, según normativa vigente, por los fideicomisos que administra y en consecuencia son de disponibilidad restringida. Esto explica los pasivos financieros, que son contraídos para constituir estas garantías y que una vez liberadas, los mismos son cancelados. En cuanto a la eventual necesidad temporal de fondos para atender obligaciones de corto plazo, la firma cuenta con financiamiento con partes relacionadas por lo que el riesgo de liquidez es muy acotado.

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

Concepto	30/6/17	31/12/16	31/12/15
Activo Corriente	11.164	12.515	8.892
Activo no Corriente	81.418	79.870	51.122
Total Activo	92.583	92.385	60.013
Pasivo Corriente	12.076	12.998	5.161
Pasivo no Corriente	54.674	55.330	32.069
Total Pasivo	66.750	68.328	37.230
Patrimonio	25.833	24.056	22.784
Total Pasivo y Patrimonio	92.583	92.385	60.013
Razon Corriente	0,92	0,96	1,72

Fuente: EE.CC EFAM

Los resultados finales de la firma para el primer semestre de 2017, si bien positivos, disminuyen respecto al mismo período del año anterior explicado fundamentalmente por los resultados financieros ya que los resultados operativos muestran un incremento del orden del 10 % en moneda corriente.

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

Concepto	30/6/17	30/6/16	31/12/16
Ingresos Operativos	19.295	14.378	31.697
Gastos Adm. y Vtas.	(15.799)	(11.191)	(26.921)
Resultado Operativo	3.496	3.187	4.776
Resultados Financieros	(1.027)	378	(1.852)
Resultados antes de impuestos	2.469	3.565	2.924
IRAE	(693)	(903)	(1.132)
Resultado del período	1.776	2.661	1.792
Res Operativos/Ingresos	18,12%	22,17%	15,07%
Res Ejercicio/Ingresos	9,20%	18,51%	5,65%

Fuente: EE.CC de EFAM

Administra una importante cartera de fideicomisos, en cantidad y diversidad; a junio de 2017 contaba con unos 38 de distinto tipo en administración, por lo que su idoneidad para esta función no ofrece dudas.

2. Agroempresa Forestal S.A. (AF)

La empresa operadora ya ha sido analizada por CARE en ocasión de la calificación original de este fideicomiso, al igual que los similares previamente emitidos.

En todas las ocasiones la evaluación de la firma en cuanto a su capacidad de llevar adelante los distintos proyectos ha sido positiva por lo que en esta ocasión solo se hará un seguimiento de la misma incorporando las actualizaciones pertinentes en cuanto a sus actividades, gestión y situación económica financiera sin reiterar su historia la que puede consultarse en anteriores informes.

Sintéticamente se puede decir que AF lleva 16 años de operación en Uruguay y casi 10 años administrando patrimonios de distinto porte que a la actualidad superan las 100.000 hectáreas. En Uruguay, AF brindó servicios forestales a más de 300.000 hectáreas forestadas en los últimos cuatro años y administra activos forestales valuados en US\$ 150 millones. También desarrolla actividades en el sector forestal en Chile y Brasil.

Estructura de dirección: El Directorio está integrado únicamente por Francisco Bonino quién a su vez es el Presidente y además ejerce la dirección ejecutiva. Francisco Bonino es Ingeniero Agrónomo-MBA.

Sin tener funciones ejecutivas, pero participando en la toma de decisiones, está el Dr. Veterinario Gerardo Díaz Beltrán, socio fundador y empresario que se desempeña en varias áreas de negocio en Argentina. El Dr. Díaz es además Presidente de la Confederación Económica de Misiones, entidad que nuclea empresas de esta provincia.

Gerencias: Existe una gerencia general por país, encargada de la gestión integral de cada unidad de negocios. Ocupa el cargo de Gerente General en Uruguay el Ingeniero Industrial Mecánico-MBA Dan Guapura desde el año 2012. Es Industrial Mecánico, egresado de la Facultad de Ingeniería de la UDELAR, y es Master en Business Administration de la Universidad ORT. En el pasado ocupó cargos gerenciales en diversas empresas de gran porte.

Operaciones: AF se maneja con un esquema de estructura de RR.HH calificada pero relativamente pequeña, tercerizando muchas de las funciones propias de su actividad. Sus operaciones están certificadas bajo la norma ISO desde el año 2004, poseyendo procedimientos de trabajo, controles de calidad, registros de no conformidades y 2 auditorías por año para asegurar un standard de gestión estable. Además, los bosques que AF administra han sido certificados por el FSC (Forest Stewardship Council) desde hace 10 años lo que permite mostrar un nivel de gestión auditado externamente en todas las áreas de desempeño (ambiental, social, económica y administrativa).

Gestión Comercial: AF ha cosechado y vendido más de 1.8 millones de m3 durante los últimos 10 años.

Gestión Administrativa: Como consecuencia de trabajar para distintos fondos con diferentes estándares desarrolló un equipo capacitado para el cumplimiento de las tareas de reporting contable y financiero. AF incorporó

el sistema ERP de Bit Sistemas para la gestión contable, stocks, proveedores y tesorería. Posee un software propio para la gestión de contratos, control de operaciones y stocks que permite vincular cada actividad con la sección del bosque donde ocurre. En 2014 incorporó el sistema Neozelandés GEOMASTER que organiza la información forestal y cartográfica de cada fondo administrado, permitiendo el rápido acceso al historial de cada lote o el manejo futuro del mismo.

Estructura del Grupo

AF Global SRL es la empresa holding bajo la cual opera AF Administraciones Forestales. Las otras dos divisiones son La Novillada (Control de malezas y venta de agroquímicos) y AF Maderas focalizada en la exportación de rolos para aserrío y ventas de madera en el mercado doméstico. En los últimos 5 años las empresas del grupo alcanzaron una facturación de US\$ 5.5 millones en promedio.

AF Global SRL es la empresa holding bajo la cual opera AF Administraciones Forestales. Las otras dos divisiones son La Novillada (Control de malezas y venta de agroquímicos) y AF Maderas focalizada en la exportación de rolos para aserrío y ventas de madera en el mercado doméstico. En los últimos 5 años las empresas del grupo alcanzaron una facturación de US\$ 5.5 millones en promedio.

La firma cierra balance el 31 de diciembre; en la oportunidad se contó, al igual que en la anterior actualización, con el cierre al 31/12/16; en consecuencia en este aspecto no hay cambios respecto a lo comentado entonces.

Se recuerda que el ejercicio 2016 arrojó resultados superiores al ejercicio anterior aunque con menor facturación; esto se debió fundamentalmente a una importante reducción en el costo de los servicios prestados lo que le permitió un fuerte incremento en los márgenes brutos. La firma sigue distribuyendo dividendos.

Por lo expuesto, agregado al hecho que CARE califica otros dos fideicomisos similares a este, gestionados por el mismo operador con desempeño también satisfactorio, se considera que AF sigue estando capacitada para gestionar esta operación.

El Fideicomiso

Con fecha 22/8/16 se celebra el contrato de fideicomiso cuya inscripción fue autorizada por el BCU con fecha 16/11/16. El 6/12/16 se llevó a cabo en BEVSA la colocación de USD 190 millones en Certificados de Participación (CP's); vale decir que al cierre del ejercicio a diciembre de 2016 el Fideicomiso tiene mínimos movimientos y se encuentra en fase pre operativa.

De los USD 190 millones suscriptos, de acuerdo al cronograma de integración previsto, el Fideicomiso emitió y ya fueron integrados USD 171.003.000; en consecuencia, el saldo pendiente de integración al 30/6/17 era de USD 18.997.000.

El ejercicio contable cierra los 31 de diciembre mientras que el ejercicio fiscal lo hace los 30 de junio.

En los cuadros siguientes se ilustra el estado de situación y de resultados del Fideicomiso al 30/6/17.

Cuadro 4: Estado de Situación Fideicomiso (miles \$)		
Concepto	30/6/17	31/12/16
Activo	4.851.372	274.588
Activo Corriente	299.102	274.215
Activo no Corriente	4.552.270	373
Pasivo	16.352	4.212
Pasivo Corriente	16.352	4.212
Pasivo no Corriente	-	-
Patrimonio	4.835.020	270.376
Pasivo y Patrimonio	4.851.372	274.588
Razón Corriente	18,29	65,10

Fuente: EE.CC del Fideicomiso

Con los fondos integrados, el Fideicomiso adquirió tierras, en parte forestadas, registrándose al cierre de junio de los corrientes, 24.300 hárs plantadas y 19.021 hárs no plantadas, lo que hacen un total de 43.321 hárs que conforman el activo no corriente. De esta forma se dio cumplimiento al plan de inversiones.

De acuerdo a la cotización del dólar, vigente al 30/6/17 (28,495) el patrimonio contable alcanzaba un valor algo menor a USD 169:7 millones, consistente con una integración de USD 171 millones y con los resultados parciales obtenidos hasta el momento como se aprecia en el cuadro siguiente.

Cuadro 5: Estado de Resultados Fideicomiso (miles \$)		
Concepto	30/6/17	31/12/16
Ingresos operativos	2.814	-
Costo de lo vendido	(16)	-
Resultado bruto	2.798	-
Gastos Administración y Ventas	(47.977)	(8.616)
Resultados Financieros	2.172	(45)
Resultados antes IRAE	(43.006)	(8.661)
IRAE	13.593	373
Resultado del Ejercicio	(29.413)	(8.288)
Ajuste integral (diferencia de cambio)	(36.499)	5.044
Resultado Integral del Ejercicio	(65.912)	(3.244)

Fuente: EE.CC del Fideicomiso

Como es lógico y dadas las características del negocio, los primeros tiempos no hay ingresos o los hay de escasa magnitud (pastoreos, raleos, etc), en cambio si hay gastos de administración, impuestos etc. En consecuencia es normal que en los primeros ejercicios se registren pérdidas. El ajuste integral negativo se debe a la conversión de la moneda funcional (USD) a la moneda de presentación de los EE.CC (\$) uruguayo) y refleja la pérdida de valor del dólar en el periodo.

Riesgos considerados

Riesgo jurídico, por incumplimiento de alguna disposición por parte del fiduciario o del administrador. El mismo se encuentra pormenorizadamente analizado y acotado en los contratos analizados. *Riesgo casi nulo.*

Riesgo administración, considerando la idoneidad para cumplir con la función de AF S.A. y de EFAM, en virtud que todos los análisis practicados, se considera que el riesgo de incumplimiento de la administradora y del fiduciario con las responsabilidades del proyecto es *casi nulo.*

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

Riesgo por cambio de administrador forestal, se encuentra también previsto en el contrato en función de diversos resultados, circunstancias y eventual vacancia de parte del actual presidente de AF Ing. Francisco Bonino. *Riesgo muy bajo.*

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

Según el contrato de Fideicomiso Financiero y el resumen recogido en el prospecto de emisión, se invirtió tanto en la compra de inmuebles rurales para el desarrollo de la actividad silvícola, en las condiciones previstas en el Contrato, para que integren el patrimonio del Fideicomiso. El Fiduciario invirtió en aquellos Inmuebles que fueron recomendados por el Administrador de acuerdo a lo previsto en el Plan de Negocios siguiendo los procedimientos que se establecen en el Contrato.

1. Proyección del Flujo de Fondos

Las proyecciones que se presentaron en su momento en el prospecto lo hicieron por un período igual a la duración del negocio, o sea 20 años. Y los supuestos utilizados en las proyecciones -considerados como razonables por CARE- fueron:

- Distribución temporal de las tierras compradas,
- Monto asignado a la inversión inicial.
- La asignación de ingresos por venta de madera, venta de los campos, venta de los bonos de carbono y pastoreo.
- Las proyecciones de precios y de productividad.
- El punto clave, los supuestos utilizados para la estimación del incremento real en el valor de la madera así como el valor de los campos están fundamentados en un razonable análisis de la literatura económica.
- Los costos operativos surgen de estimaciones que se consideran adecuadas.
- Los ingresos por colocaciones de los fondos líquidos permitidas se presentan en monto y tasa de interés adecuados, según la opinión de la calificadora.
- Por otra parte, la proyección no ha tenido en cuenta el anuncio de la eventual instalación de una nueva planta de celulosa que, obviamente agregaría nuevas oportunidades de negocios.

La reciente firma de un boleto de reserva que ampliará el área total, obligará, una vez conocidas e incorporadas sus características, a la realización de los cálculos necesarios para reestimar los indicadores de resultado. De acuerdo con el operador, esta reestimación será presentada en ocasión de la próxima actualización de la calificación.

Es importante aclarar que las proyecciones no consideran ninguna obra de infraestructura de transporte en los próximos 21 años, lo que implica un supuesto por demás conservador debido a que la disminución en el costo del transporte incrementaría de forma importante el retorno de la inversión.

El nivel de satisfacción de lo realizado respecto a lo proyectado inicialmente es alto, como se evidencia en el cuadro siguiente:

Cuadro 6. Cumplimiento del proyecto al 30 de junio de 2017

Concepto	Presupuesto	Logrado
Precio de la tierra (USD/ha)	2.790	2.552
Precio por ha forestable	4.429	3.988
Distancia a Montevideo (km)	269	269
Aprovechamiento forestal (%)	60-65%	64%
Área total	42.000	43.331

Fuente: el operador

2. Estado actual del patrimonio

Antes de la incorporación de esta última adquisición, el patrimonio en tierras del fideicomiso, muestra la siguiente distribución en 43 establecimientos distintos:

Cuadro 7. Distribución del área comprada, plantada, por plantar y no forestable (has)

Departamento	Plantado	A plantar	No plantado	Total	Aprovech.
Cerro Largo	9.271	333	6.182	15.786	61%
Florida	3.263	2.215	2.149	7.626	72%
Lavalleja	6.192	622	3.652	10.465	65%
Rocha	569	6	476	1.051	55%
Treinta y Tres	5.002	173	3.229	8.403	62%
Total	24.296	3.348	15.687	43.331	64%

Departamento	Composición (%)			Total
	Plantado	A plantar	No plantado	
Cerro Largo	38%	10%	39%	36%
Florida	13%	66%	14%	18%
Lavalleja	25%	19%	23%	24%
Rocha	2%	0%	3%	2%
Treinta y Tres	21%	5%	21%	19%
Total	100%	100%	100%	100%

Fuente: el operador

Cuando se hace referencia a superficies "a plantar", no se trata de nuevas áreas, sino de replantaciones en montes recientemente cosechados.

De concretarse la mencionada adquisición de los últimos tres predios en la zona de Arévalo en el departamento de Cerro Largo, este departamento quedaría con el 38% del área total, no disponiendo actualmente de la información respecto a aprovechamiento y área plantada total.

3. Cumplimiento del presupuesto anual

Las exigencias mínimas de cumplimiento establecidas⁵, se adecúa a las características del proyecto, en tanto complementa las exigencias de compra de tierra e implantación -ya que se compra todo plantado-, con exigencias en dos aspectos:

- Cumplimiento del presupuesto anual
- Incremento Medio Anual ("IMA") de los Bosques

⁵ Cláusula 10 del Contrato de Fideicomiso

En el caso del IMA, el contrato establece que las mediciones del IMA se realizarán a partir del año 5 para el Eucalipto y 7 para el Pino, por lo que no corresponde considerarlo en esta oportunidad.

En el caso del cumplimiento anual del presupuesto, se verifican algunos desvíos superiores a los admitidos en el contrato, pero se deben considerar dos aspectos:

- El contrato establece que "el Administrador deberá ejecutar con un desvío no superior al 25% el Presupuesto Anual", y aún no se ha completado el primer años desde que se dispone de los campos, y por ahora se cuenta con estimaciones del operador al cierre del año.
- La entrega de los campos adquiridos, se produjo de una forma, que no ha permitido cumplir con el calendario de tareas previsto.

De todas formas se presenta la información correspondiente a la evolución de las ventas, los costos de producción y la inversión.

En el caso de las ventas –de menor cuantía prevista-, se registra una caída para el año de ingresos totales, a consecuencia que se han demorado tanto los raleos como la tala rasa prevista.

Cuadro 8. Ventas estimadas para 2017 por tipo (Area, volumen y valor)

Ventas	Area (has)			Volumen (m3)			Valor (USD)		
	Estimado	Presup.	Dif.	Estimado	Presup.	Dif.	Estimado	Presup.	Dif.
Raleo Pino	150	800	-650	6.563	35.000	-28.437	9.844	52.500	-42.656
T. Rasa Pino	100	210	-110	20.000	42.000	-22.000	80.000	168.000	-88.000
Total	250	1.010	-760	26.563	77.000	-50.437	89.844	220.500-130.656	

Los gastos por su parte, y por la misma razón, los gastos muestran un significativo retraso al primer semestre, a consecuencia de las demoras referidas, pero al cierre del año se estima que ese desvío se reducirá significativamente.

Cuadro 9. Costos de producción del 2do trimestre, al cierre del 1er. semestre y estimados para el año 2017 por tipo de actividad (USD).

Costo de producción	1er. Semestre			Estimación al cierre de 2017		
	Real	Presup.	Dif.	Real	Presup.	Dif.
Tala Rasa	0	106.373	-106.373	303.924	638.240	-334.316
Raleo	0	80.150	-80.150	105.197	561.052	-455.855
Marcación	12.428	8.388	4.040	12.428	28.458	-16.030
Caminería	0	40.330	-40.330	225.328	225.328	0
Flete			0	650.628	1.127.423	-476.795
Total	12.428	235.241-222.813	1.297.505	2.580.501	-1.282.996	

fueron el operador

Por último, las inversiones en línea con lo anterior, muestran cierto retraso al primer semestre, aunque significativamente menor que las ventas y los gastos, y se estima cerrar el año en línea con lo exigido.

Cuadro 10. Inversiones del 2do trimestre, al cierre del 1er. semestre y estimados para el año 2017 por tipo de actividad (USD).

Inversión	1er. Semestre			Estimación al cierre de 2017		
	Real	Presup	Dif.	Real	Presup	Dif.
Implantación						
Contr. hormigas	85.396	106.084	-20.688	287.396	287.396	0
Contr. malezas	3.230	0	3.230	150.000	198.823	-48.823
Herbicidas	62.833	64.608	-1.775	120.000	252.008	-132.008
Plantación	176.971	609.184	-432.213	2.448.255	2.448.255	0
Raleo a pérdida	270.408	0	270.408	400.000	355.158	44.842
Sub total	598.838	779.876	-181.038	3.405.651	3.541.640	-135.989
Manejo						
1er. Poda	13.847	36.153	-22.306	253.070	253.070	0
2da.Poda	4.305	133.159	-128.854	700.000	1.066.192	-366.192
Marcación poda	5.528	14.514	-8.986	80.000	96.460	-16.460
Sub total	23.680	183.826	-160.146	1.033.070	1.415.722	-382.652
Total	622.518	963.702	-341.184	4.438.721	4.957.362	-518.641

Fuente: el operador

4. Evaluación de la rentabilidad de la inversión, Tasa Interna de Retorno, riesgos asociados y sensibilizaciones del Emisor

De todas formas es válido recordar que el Proyecto planteado en el prospecto presenta una Tasa Interna de Retorno del 9.19 % para el Inversor.

A los efectos de poder evaluar los riesgos financieros de la inversión, en el Prospecto se presentó un exhaustivo análisis estadístico, que modela los distintos escenarios a través de simulaciones de Monte Carlo.

Cuadro 11. Valores máximos, mínimos y promedios para la TIR el VAN

	Mínimo	Promedio	Máximo
TIR proyecto	8.65%	9.95%	11.45%
VAN (millones US\$)	16.18	52.31	104.15
TIR inversor	8.01%	9.19%	10.56%

Fuente: Prospecto de Emisión

4.1. Análisis de riesgo, escenario adverso.

Con el objetivo de sensibilizar la tasa interna de retorno del Proyecto, el Prospecto de Emisión presentó 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.

Se sometió el flujo de fondos a efectos adversos en cuanto a:

- la tasa de crecimiento de los bosques,
- el valor de compra de las tierras, y de
- los costos operativos,

Resultó que la TIR muestra un rango de entre 8,01% y 10,6%, según diversas opciones productivas, y sensibilizaciones realizadas. En el momento actual

la variabilidad en el precio de compra de la tierra, en tanto la misma se estimaba a ser a razón de USD 2.851 la ha, que incluye un 2.18% de costos de transacción.

Con el objetivo de sensibilizar la tasa interna de retorno del Proyecto, el VAN del proyecto y la TIR del inversor, CARE realizó, en esa oportunidad, un nuevo análisis de sensibilidad apoyado en el método de simulación Monte Carlo.

En el prospecto se realiza un análisis de sensibilidad tomando en cuenta una simulación Montecarlo que daba aleatoriedad al precio de compra de las tierras, al crecimiento de los árboles y a los costos. Si bien el precio de compra de las tierras es un factor muy relevante, resulta el factor más previsible, ya que son los eventos que se producen más en el corto plazo y por lo tanto la estimación suele ser más certera.

Tomando en cuenta estas consideraciones, se optó por sensibilizar a los precios posibles de la madera, según especie o destino y a distintas tasas de crecimiento de la madera.

Los resultados mostraron que en el caso de la TIR del proyecto, la media se ubicó en 9,18%, el mínimo en 7,73% y el máximo en 10,57%. A su vez en el 90% de los casos la TIR del proyecto se ubicó entre 8.53% y 9.87%, y para el 99% de los casos se ubicó por encima de la tasa de descuento adoptada (8%).

En el caso del VAN del proyecto con una tasa de descuento del 8% la media se ubicó en USD 30.878.380, el mínimo en USD -6.467.068 el máximo en USD 71.997.070. A su vez en el 90% de los casos el VAN del proyecto se ubicó entre USD 13.185.570 y USD 50.796.710 y para el 99% de los casos el VAN fue positivo, lo que equivale a decir lo que adelantáramos en el párrafo anterior, que la TIR se ubicó en esos casos por encima de la tasa de descuento adoptada.

Para el caso de la TIR del inversor, la media se ubicó en 8,48%, el mínimo en 7,18% y el máximo en 9,71%. A su vez en el 90% de los casos la TIR del proyecto se ubicó entre 7,9% y 9,09%. y para el 91.2% de los casos se ubicó por encima de la tasa de descuento adoptada (8%).

5. Nueva estimación del Costo del Capital y Valor Presente Neto del Proyecto

Con el objetivo de testear algunos supuestos introducidos en las proyecciones del plan de negocios presentado en ocasión de la calificación original CARE profundizó el análisis del costo de oportunidad del capital para descontar los flujos de fondos ⁶. Para ello se calculó el costo promedio ponderado del capital (WACC ⁷) del presente proyecto.

El punto fundamental para el cálculo del WACC, cuando no existe endeudamiento, es la estimación de la retribución de los fondos propios. Para esto se utilizó el modelo de valoración CAPM (Capital Asset Pricing Model) y, siguiendo a Damodaran⁸ se adicionó a éste una prima que contempla el riesgo específico del mercado en el que se ejecuta el proyecto. En consecuencia para el cálculo del costo de los fondos propios se aplica la siguiente fórmula:

⁶. El prospecto de emisión supone una tasa de descuento del 8%.

⁷. Weighted Average Cost of Capital

⁸. A. Damodaran, "Estimating Equity Risk Premiums" Stern School of Business.

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

Donde:

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

β_{im} : Riesgo sistemático propio respecto del riesgo de mercado⁹.

r_f : tasa libre de riesgo

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

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

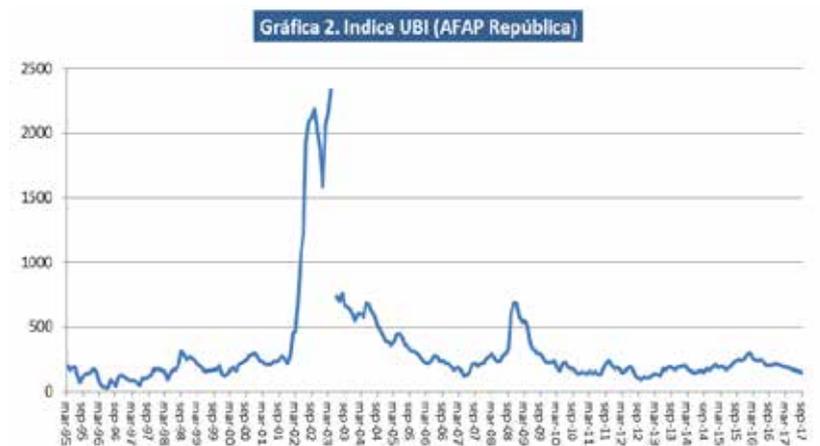
Para efectuar este cálculo se opta normalmente por utilizar los promedios de 20 años de los rendimientos de los Treasury Bonds 10 Years de la Reserva Federal de los Estados Unidos. Ese promedio resulta exigente respecto al costo de oportunidad del capital, dado que incluye valores de fines de la década de los noventa y comienzos de la década del 2000, en que el rendimiento se ubicaba entre 5 y 7%, cuando en los últimos diez años, ese rendimiento se ubicó en 2,76%, y continúa en niveles bajos en la actualidad, a pesar de los anuncios de incremento.



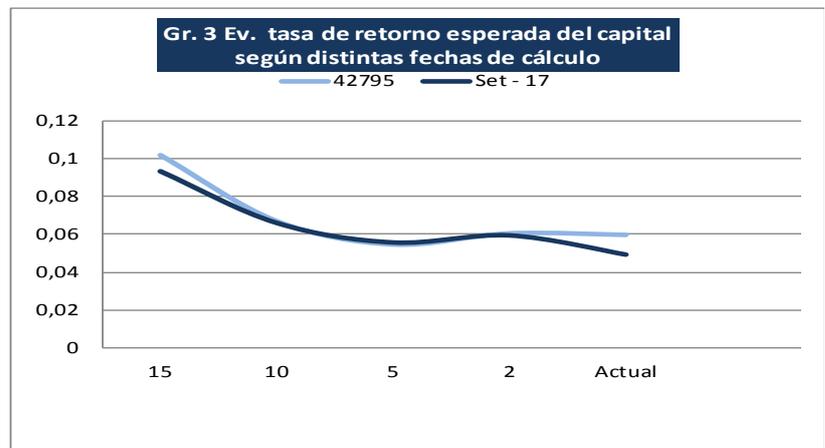
Se entiende en general, que si bien es razonable esperar un incremento en las tasas de interés en el corto plazo, no se espera que alcancen niveles tan altos como en el período referido, debido al abundante ahorro que existe en la economía mundial.

Por su parte el riesgo país, medido a través del índice UBI de República AFAP, también incorpora datos "anómalos" cuando se incluye el 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.

⁹. Se consideraron los betas promedio de empresas de producción primaria de bienes agrícolas en mercados emergentes según A. Damodaram



En esta ocasión y a la luz de estas discusiones, se calculó el E(rf) en distintos escenarios (el parámetro “beta unlevered” de Damodaram, ha permanecido igual desde la última actualización, en 0.79). Si se consideran los datos para estos indicadores promedio de los últimos 20, 15, 10, 5 ó 2 años, e incluso a valores actuales, se arriba a tasas menores (véase gráfica 3). Se puede concluir que el E(rf) resultante, ha ido descendiendo como consecuencia de la baja de la tasa libre de riesgo y el riesgo país, lo que mejora el valor actual neto del flujo. La mejoría en los índices mencionados, permite que se manifiesten diferencias en el cálculo del indicador a pocos meses del último cálculo.



Aplicando valores actuales, que recogen el rendimiento de los TB10Y, se llega a una tasa de retorno esperada para el capital en el entorno del 5%. Este valor es sensiblemente inferior a la TIR esperada del inversor en CPs (8.48%). Si bien estas comparaciones no pueden tomarse en sentido estricto, constituyen una referencia que –entre otras- ayuda a conformar un juicio acerca del retorno proyectado de los CPs.

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.

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 medio bajo.*

Riesgo de descalce de monedas: *los ingresos y egresos más relevantes están previstos en la misma moneda, por lo que este riesgo es casi nulo.*

V. EL ENTORNO

El análisis de entorno refiere a la evaluación de factores futuros que pueden afectar la generación de los flujos propuestos, pero que derivan de circunstancias ajenas a la empresa y refieren al marco general. Tienen que ver con la evolución esperada de los mercados interno o internacional de insumos y productos, así como con el análisis de políticas públicas capaces de incidir directamente en el cumplimiento de los objetivos planteados.

Por políticas públicas se entiende no solo las domésticas sino las de los países con los que existe comercio. En el caso de los productos forestales, al menos hasta el momento de la calificación, el cúmulo de barreras está relativamente sujeto a disciplinas predecibles. Y en cuanto a la probable extensión de barreras de tipo medio ambiental, el país y especialmente este proyecto, destacan por su cuidado y certificaciones a él vinculadas.

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

5.1 Riesgo Económico y de Mercado

Cabe destacar los siguientes aspectos favorables sobre el negocio forestal y de la celulosa en particular que son sustentados en profundidad en los estudios de la calificadoradora¹⁰: en este caso, el informe se va a concentrar en el tema de los precios de la madera y de la tierra.

5.2 El precio de la madera

El precio más importante y por tanto el juicio más determinante para la calificadoradora es el de la madera. Esto se fundamenta en que más del 80% de los retornos de la inversión se explican por el valor de la madera.

Los precios de la madera; a nivel internacional, regional y doméstico han evidenciado trayectorias acordes a las planteadas en el prospecto de emisión. No obstante, CARE actualizó un informe sectorial sobre el mercado forestal y una revisión bibliográfica sobre las proyecciones internacionales del precio de la madera (Ver Informe Sectorial del Sector Forestal¹¹). En el mismo se constata que los supuestos son coincidentes con la literatura y los informes de organismos especializados en la materia.

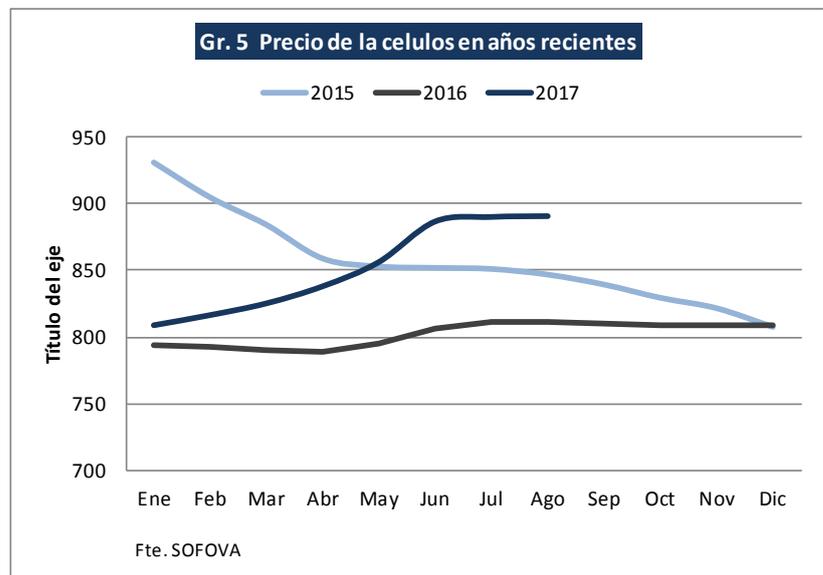
La demanda y los precios de los productos forestales se presentan firmes y se proyectan crecientes, según la revisión bibliográfica citada. El precio relevante para el proyecto, es el de la celulosa, que ha venido mostrando una tendencia de largo plazo, alcista, aunque en los últimos años parece oscilar en torno a una tendencia estabilizada.

¹⁰. Ver actualización del Informe Sectorial del Mercado Forestal de febrero de 2017 en www.care.com.uy

¹¹. www.care.com.uy



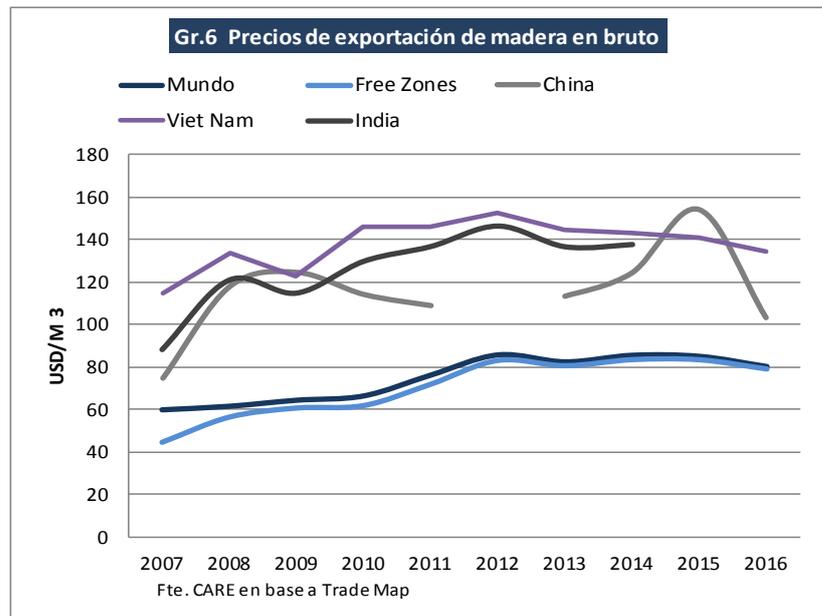
La gráfica 5 muestra en detalle el comportamiento en los últimos tres años, y se puede observar la recuperación relativa en el año en curso



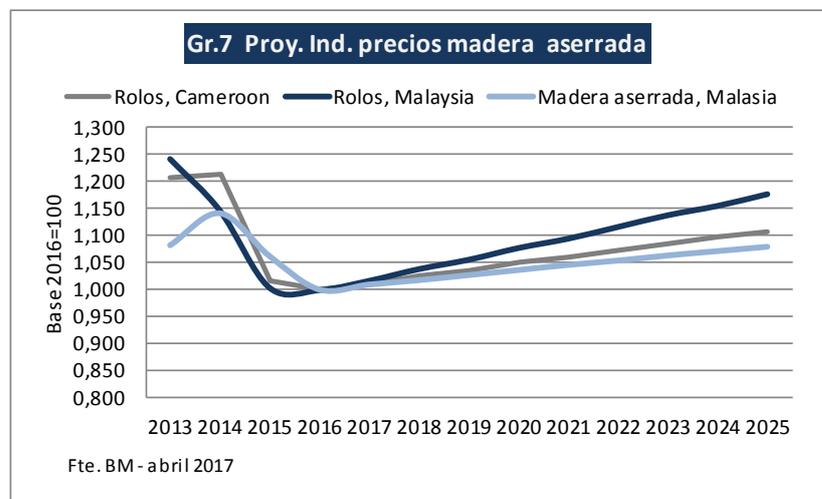
Otro indicador relevante a los efectos del proyecto, lo constituye el mercado de la madera en rolo, o madera en bruto, dado que por la ubicación de los montes, el destino más probable de la producción sea la exportación como madera en bruto.

Los precios que se alcanzan en esos mercados, son mayores a lo que se obtienen en la "exportación a zona franca", actualmente en un 50%, pero se debe destacar que esa diferencia se ha venido reduciendo en la última década (véase gráfica 6)

¹². Idem



No se dispone de proyecciones de precios a futuro para la celulosa, de fuentes representativas, se toman las formuladas por el Banco Mundial respecto de la materia prima, que reporta tendencias alcistas a partir de 2017 (véase gráfica 7).



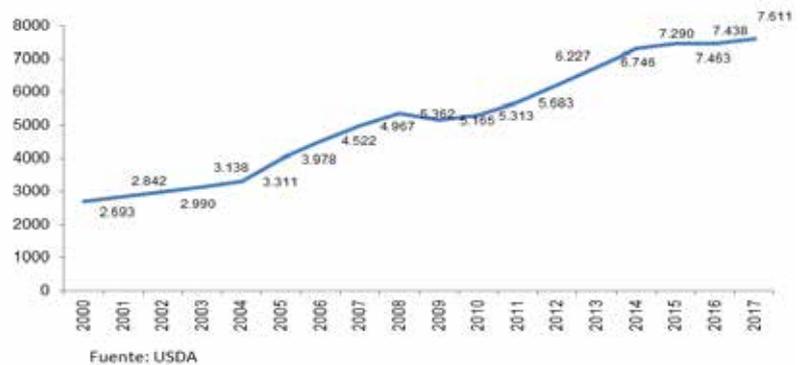
5.3 El precio de la tierra

El precio de la tierra, ha visto modificada su evolución de fuerte apreciación en dólares, con una caída en 2015 que continuó en 2016, aunque a una tasa menor, y una recuperación en el primer semestre de 2017.

Las perspectivas de demanda internacional por tierra son alentadoras y ubican los precios en niveles crecientes para el corto y mediano plazo. En el Informe Sobre el Precio de la Tierra¹² se presenta un detallado análisis sobre el precio de la tierra. En este caso se actualiza el comportamiento de los precios en diferentes países considerados de importancia

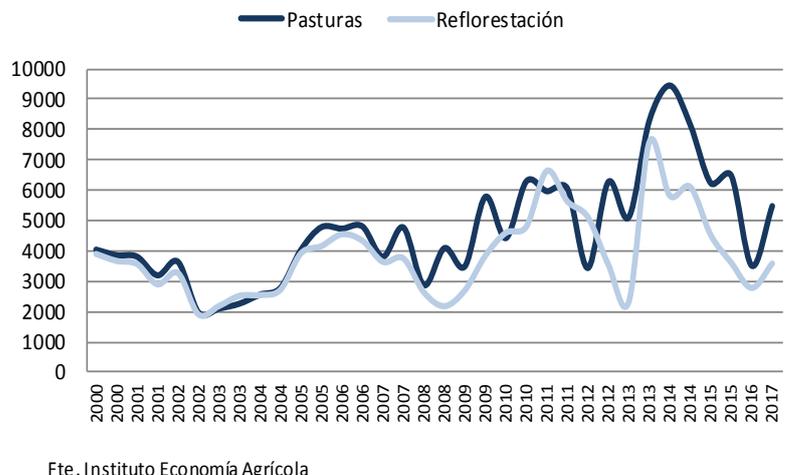
En lo que respecta, en particular al precio de la tierra en Estados Unidos, continúa la fase ascendente hasta 2015 para estabilizarse, mostrando una leve caída en 2016, y -según cifras preliminares- retomaría la tendencia al crecimiento en 2017. El precio en Estados Unidos cayó únicamente en los primeros años de la década del ochenta ante el cambio de la política monetaria denominado "Plan Volker" (véase informe de actualización anterior) y en menor medida, después de la crisis financiera de Lehman Brothers, y en forma muy moderada (véase gráfica 8). Cualquiera de los dos shocks negativos en el nivel de precios, fueron revertidos en pocos años.

Gráfica 8. Evolución del precio de la tierra en Estados Unidos (USD/ha)



El comportamiento del precio de la tierra en Brasil, está afectado, además de por los factores descritos oportunamente para la tierra en general, 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, parece comenzar a revertirse en 2017, según cifras preliminares (véase gráfica 9)

Gr. 9. Precio de la tierra en Brasil según destino- Estado de S.Pablo U\$S/ ha

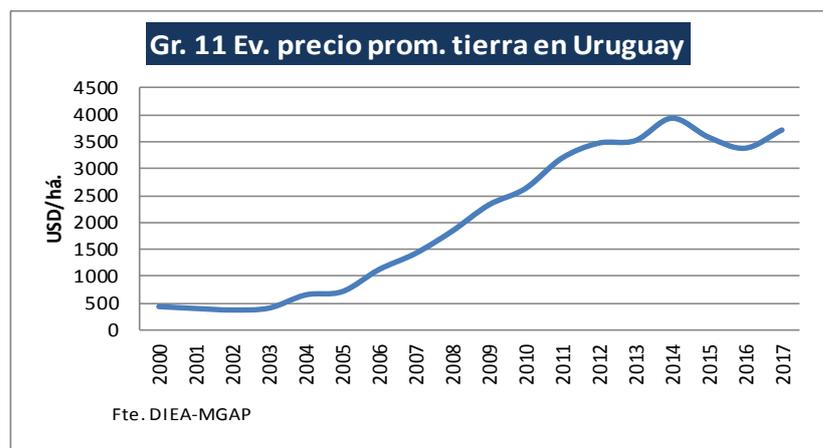


CARE no ha venido utilizando la referencia del mercado argentino de tierras a consecuencia de las características de la situación económico y de política cambiaria de ese país. Pero dados algunos cambios en el escenario, parece razonable considerar el comportamiento de ese mercado en especial en las regiones más comparables con la realidad del Uruguay. La Compañía de Argentina de Tierras ha reportado una información que permite constatar que la tonificación de los precios referidos en Estados Unidos y Brasil, también se está registrando en la Argentina, al menos en la Provincia de Entre Ríos (véase gráfica 10)

Gráfica 10. Precio de la tierra en la Provincia de Entre Ríos



En el caso de Uruguay, la información reportada por DIEA MGAP, da cuenta de un cambio en la tendencia declinante del precio iniciada en 2015, luego de alcanzar el máximo valor en 2014 y que continuaba en 2016. En efecto, las cifras del primer semestre de 2017 muestran una franca recuperación, mostrando un comportamiento con cierta similitud a la evolución del precio en los demás países analizados (véase gráfica 11).



Por otra parte, CARE actualizó en análisis del comportamiento de las tasas promedio de evolución del precio de la tierra en intervalos de diferente cantidad de años, sobre una base de datos que se inicia en 1969, en función

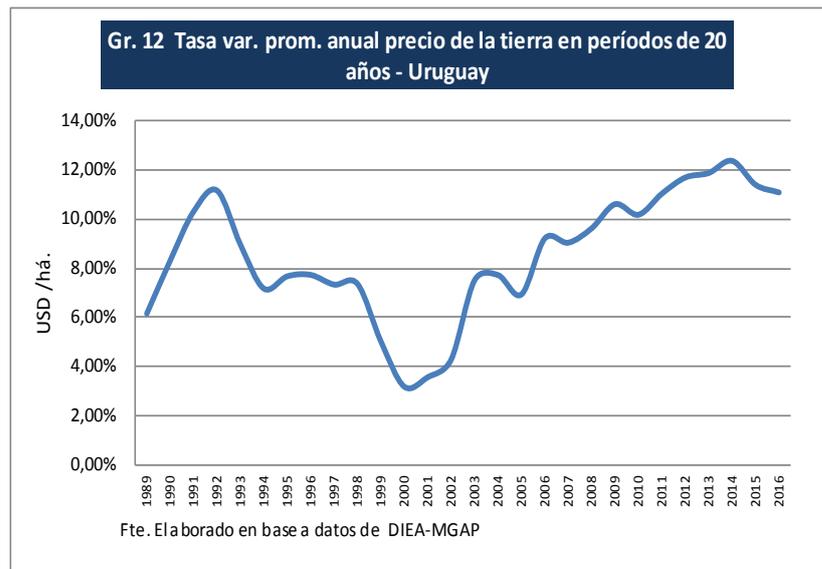
de los datos preliminares reportados por DIEA para 2017. La información evidencia que se mantiene una muy alta tasa de valorización en términos de dólares corrientes, para todos los intervalos considerados; es de destacar, por el contrario, la marcada caída en la variabilidad a medida que se aumenta el intervalo entre compra y venta. Para el intervalo de veinte años, se registra un desvío standard del 2.5% y un coeficiente de variación del 30% (cuadro 12).

Cuadro 12. Tasas de evolución y variabilidad del precio de la tierra en distintos intervalos

Variable	Período considerado (años)					
	7	8	9	12	15	20
Tasa promedio	9,20%	9,10%	9,00%	8,30%	10,20%	8,60%
Desv. St.	10,20%	9,40%	8,40%	6,00%	3,40%	2,50%
Coef. Var.	111,20%	102,70%	93,60%	72,70%	33,00%	29,40%

Fuente: elaborado en base a datos de DIEA-MGAP

La evolución anual de este indicador –para intervalo de 12 años, por ejemplo– muestra una tendencia al alza que se atenúa hacia el final del período y parece estabilizarse en 2017, pero se mantiene en valores en el entorno del 15% de crecimiento anual (gráfica 12).



5.4 Las políticas públicas, el riesgo político

El riesgo de políticas públicas refiere a la amenaza, de parte del Estado, de actuar contra las modalidades de propiedad y explotación que propone el fideicomiso. El gobierno discute con frecuencia diferentes propuestas que pueden afectar el clima de la inversión en tierras, si aparecieran leyes gravando nuevamente la tierra, o si se detuviera en alguna medida la inversión de fondos como el proyectado, o si se afectara la inversión extranjera directa. Todos estos elementos componen un riesgo político que al momento no puede preverse cómo será su desenlace.

No se perciben condiciones que permitan advertir mayores amenazas de las que se mencionaron líneas arriba. La introducción del nuevo impuesto de primaria, si bien constituye un cambio normativo, no afectaría significativamente el negocio en cuestión ni tampoco incidiría de tal manera en las expectativas del negocio sectorial en general.

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)¹³ de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.

Comité de Calificación



Ing. Julio Freve



Cr. Martín Durán Martínez

¹³. 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. La inclusión del signo + indica que la calificación se acerca más a la categoría superior.