

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

*Montevideo, marzo de 2018*

---

4	RESUMEN GENERAL
6	I ANTECEDENTES
9	II EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION
11	III LA ADMINISTRACION
17	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
23	V EL ENTORNO
29	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

---

**ACTUALIZACIÓN CALIF Oferta pública de: Certificados de Participación  
escriturales por USD 50.000.000  
14 de marzo de 2018**

<b>Fecha de emisión:</b>	5 de agosto de 2011
<b>Plazo:</b>	Hasta liquidación de activos y obligaciones del fideicomiso
<b>Denominación:</b>	Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay
<b>Distribuciones:</b>	toda vez que existan Fondos Netos Distribuibles luego de cada Cierre de Ejercicio, o al procederse a la venta de los Activos del Fideicomiso o por la distribución final de Fondos Netos Remanentes.
<b>Estructurador:</b>	Ferrere Abogados
<b>Operador:</b>	Agroempresa Forestal SA
<b>Entidad Representante:</b>	Bolsa Electrónica de Valores S.A.
<b>Entidad Registrante:</b>	EFAsset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.
<b>Fiduciario:</b>	EFAsset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.
<b>Vigencia de la actualización:</b>	hasta el 30 de noviembre de 2018 <sup>1</sup>
<b>Comité de Calificación:</b>	Ing. Julio Preve, Ing. Agr. Adrián Tamber y Cr. Martín Durán Martínez
<b>Calificación:</b>	BBB +(uy)
<b>Manual:</b>	Manual de Calificación de Finanzas estructuradas administradas por terceros.

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

## Resumen General

***CARE actualizó la calificación de los Certificados de Participación del Fideicomiso Forestal Bosques del Uruguay, manteniendo la categoría BBB + (uy) de grado inversor.***

Del conjunto de los principales elementos de juicio en esta oportunidad, el comité de calificación destaca los siguientes:

- La inexistencia de riesgo jurídico de estructura, oportunamente destacada y ratificada en el correr del tiempo.
- Un negocio con una adecuada consistencia entre los supuestos del prospecto, las acciones de compra de tierra y áreas plantadas y que desde el punto de vista económico financiero para el inversor, soporta los stresses ajenos al negocio a los que razonablemente la emisora y la calificadora han sometido el proyecto. Incluso se realizó una nueva estimación satisfactoria del Costo del Capital y del Valor Presente Neto del Proyecto, recogiendo las variaciones en la tasa de interés internacional y en el riesgo país.
- Los informes del Operador resultan satisfactorios para la marcha del proyecto. Esto ha sido debidamente corroborado en el campo por profesionales de CARE que visitaron algunos establecimientos en enero de 2018. Los informes que se encuentran en poder de CARE, confirman el buen estado de los montes así como también una adecuada gestión.
- Un diseño de gobierno corporativo que minimiza el riesgo a los inversionistas y que hasta la confección del presente informe ha funcionado en forma adecuada (informes del operador, asambleas de titulares de Certificados de Participación e informes del comité de vigilancia).
- Una liquidez adecuada en función de la naturaleza del papel y de la realidad del mercado doméstico.
- La capacidad de gestión de la empresa administradora del proyecto – Agroempresa Forestal – se mantiene bajo los estándares de eficiencia evaluados en los anteriores informes de actualización, lo que se ratifica en los distintos informes de las partes involucradas. Es importante destacar, que el Administrador está ejecutando dos emprendimientos más, bajo una construcción financiera de características muy similares, también con buenos resultados.
- Ya se plantó la superficie proyectada y la última tasación de los campos y los montes del Fideicomiso al 31 de diciembre de 2017 arroja un valor total de USD 49,8 millones, cifra prácticamente igual al monto total de la emisión.

- Aunque los precios de los commodities agrícolas han registrado un descenso en años recientes, desde hace ya algún tiempo las proyecciones más confiables señalan una relativa estabilidad de los mismos, y particularmente la celulosa ha mostrado una clara recuperación. Esta baja de precios, afecta las decisiones de oferta y demanda de estos bienes en el corto plazo. Sin embargo, en el largo plazo la tendencia de incremento de la demanda se mantiene. En la Sección V se actualiza la información y se profundiza sobre este aspecto, en particular la evolución del precio de la tierra y de la madera.
- No se advierten amenazas en lo que respecta a las políticas públicas.

## I. ANTECEDENTES

### 1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo fue contratada para actualizar la calificación de los Certificados de Participación del Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay (en adelante “Bosques del Uruguay”) por un valor nominal de USD 50.000.000 (cincuenta millones de dólares de los Estados Unidos), cuyas características se detallan en los sitios web correspondientes al Banco Central del Uruguay [www.bcu.gub.uy](http://www.bcu.gub.uy), de la Bolsa Electrónica de Valores [www.bevsa.com.uy](http://www.bevsa.com.uy) y de CARE [www.care.com.uy](http://www.care.com.uy)

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 tasas de retorno derivado de múltiples simulaciones como razonable para el proyecto en su primera calificación, las siguientes no se vinculan estrictamente con la obtención de estas cifras. En efecto, no se trata de una emisión con compromiso de rentabilidad fijo. Por tanto la nota no depende estrictamente del alcance de las Tasas Internas de Retorno calculadas en el proyecto, ni de los costos de oportunidad del capital de los inversores. En definitiva, la nota sigue entre otros criterios el cumplimiento del proyecto y el alcance de una rentabilidad mínima que se juzgue aceptable en ocasión de cada recalificación.

CARE Calificadora de Riesgo es una calificadora con registros y manuales aprobados por el Banco Central del Uruguay a partir de abril de 1998. Califica conforme a su metodología oportunamente aprobada por dicha autoridad, seleccionando los profesionales necesarios para integrar en cada caso el comité de calificación, el que juzga en función de sus manuales. Estos, su código de ética, registros y antecedentes se encuentran disponibles en el sitio web: [www.care.com.uy](http://www.care.com.uy) así como en el del regulador: [www.bcu.gub.uy](http://www.bcu.gub.uy). El comité de calificación estuvo integrado en este caso por el Cr. Martín Duran, el Ing. Julio Preve y el Ing. Agr. Adrián Tamber. Del mismo modo CARE contrató los servicios del estudio jurídico Herrera profesionales asociados cuyo informe se adjuntó a la calificación original. Asimismo CARE contó oportunamente con el asesoramiento del Ing. Agr. Juan Peyrou y recurre regularmente a la Ing. Agr. Martha Tamosiunas para los informes de campo.

## 2. Antecedentes generales y hechos salientes del período

El objeto principal del “Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay” es: (a) la emisión de los Certificados de Participación y su suscripción por parte de los Beneficiarios según términos y condiciones que surgen del Contrato de Fideicomiso y del Documento de Emisión (etapa cumplida), (b) la implementación del Proyecto Productivo que consiste básicamente en un proyecto de inversión que crea un Patrimonio Forestal en Uruguay, para la producción de madera con destino a la comercialización en el mercado uruguayo e internacional, y (c) la distribución de los fondos resultantes de tal implementación del Proyecto entre los Titulares, en la forma que se establece en el Contrato de Fideicomiso.

- El patrimonio de tierras de BDU al 31 de Diciembre de 2017 asciende a 9,545 hectáreas de las cuales 5,644 hectáreas se encuentran forestadas lo que representa un porcentaje en el entorno del 60%. Está constituido por 14 propiedades ubicadas en el centro este y sureste de Uruguay en el Cerro Largo (26%), Durazno (16%), Florida (49%), Lavalleja (6%) y Treinta y Tres (3%). Las especies establecidas son Eucalyptus grandis (55%), E. grandis clones (9%), E. dunnii (27%), fundamentalmente.
- Al haber completado la operación de compra de tierras y plantación de montes las operaciones del proyecto esencialmente corresponden a tareas de mantenimiento, control de malezas y plagas, vigilancia, etc. Las actividades de plantación sólo se mantienen para sustitución de especies en el predio Reboledo conforme avanza el plan de cosecha de los E. globulus, el resto de los campos ya están completos y sólo se realizan actividades de manejo silvícola.
- Los objetivos trazados para el 2017 se centraron en:
  - o Establecimiento de plantaciones en campos donde se realizarían cosechas finales
  - o Continuar y profundizar el plan de manejo silvicultural establecido
  - o Renovar la certificación FSC
- Las ventas de madera alcanzaron los 4,851 m<sup>3</sup> por un valor de USD 88 mil, marcando un desfase de 23 mil m<sup>3</sup> por valor de USD 583 mil respecto del presupuesto. Únicamente se realizaron ventas del stock de madera cosechado en 2016. Sobre fines de 2016 se había negociado la venta de un bosque en pie. El propietario de la madera dentro de las potestades que el acuerdo firmado le permitía postergó la cosecha hasta el último trimestre de 2017, lo que determina que el ingreso por ventas se concretará recién en el primer trimestre de 2018.
- Con el objetivo de concentrar y optimizar actividades se postergó un raleo comercial, por este motivo no incurrieron en los gastos presupuestados para esta actividad.
- La reimplantación de bosques cierra el año por debajo de lo presupuestado puesto que la misma se realizaría en el predio cuya madera fue negociada en pie. La demora en la intervención determinó que no se pudiera cumplir con los objetivos de implantación.

- Los demás objetivos de limpieza y manejo de campos fueron cumplidos adecuadamente, por lo que se alcanzaron los objetivos trazados en cuanto a manejo silvicultural. Algunas podas se adelantaron lo que es un hecho positivo, ya se explica por el buen desarrollo de los árboles; vale aclarar que estos son trabajos que no deberán ser realizados en 2018.
- En Diciembre se realizó la auditoria FSC por parte de la empresa SGS; la certificación FSC fue renovada.
- El Informe de la Ing. Martha Tamosiunas de diciembre de 2017 da cuenta de que *“el avance de las acciones obras se está cumpliendo en tiempo y la empresa ha demostrado la capacidad de planificar y controlar la ejecución ajustándose a buenas prácticas de plantación. El año 2017 se dio un cambio sustancial en el área manejada por la empresa administradora que pasó de cerca de 10.000 hectáreas a manejar cerca de 70.000 hectáreas. La combinación de especies objetivos y edades de plantación en el caso del género eucalipto no parece representar un problema para el desarrollo del plan. Se considera que las plantaciones están en condiciones de desarrollarse con buenas probabilidades de éxito y lo ha demostrado por el excelente desarrollo de algunos de los rodales que superan la media de la zona en cuanto a altura y diámetro”*.
- El 7 de noviembre de 2017 se firmó el acuerdo entre el gobierno uruguayo y la empresa finlandesa UPM para la construcción de una planta de celulosa, lo que de concretarse podría generar mayores oportunidades, ya que se verá incrementada la demanda por materia prima para pulpa. Por otra parte las expectativas de nuevas oportunidades para la forestación habrían presionado los precios de las tierras forestales al alza.

### 3. Información analizada.

La información analizada en esta ocasión fue la siguiente:

- o Estados contables intermedios de EF Asset Management al 30 de setiembre de 2017.
- o Estados contables del Fideicomiso al 31 de diciembre de 2017<sup>2</sup>
- o Balance de Agroempresa Forestal al 31 de diciembre de 2016
- o Informe anual y del cuarto trimestre de 2017 de Agroempresa Forestal
- o Entrevistas con Agroempresa Forestal
- o Informe de Tasación (Indufor Asian Pacific Limited), al 31 de diciembre de 2017
- o Informe de la Ing. Martha Tamosiunas para CARE de enero de 2018.
- o Informe del Comité de Vigilancia al 31 de diciembre de 2017

<sup>2</sup> Versión aún sin auditar. Al contar CARE con el informe de auditoría, eventualmente podrían surgir comentarios adicionales



## II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

Se colocaron mediante oferta pública Certificados de Participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay, creado por contrato correspondiente de fideicomiso financiero. Este contrato, los certificados y los demás contratos citados se analizan en la presente sección.

### 1. Descripción general

<b>Denominación</b>	Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay
<b>Fiduciario</b>	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.
<b>Administrador:</b>	Agroempresa Forestal S.A.
<b>Entidad Registrante:</b>	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.
<b>Entidad Representante</b>	Bolsa Electrónica de Valores S.A.
<b>Organizador:</b>	Agroempresa Forestal S.A.
<b>Títulos a emitirse</b>	Certificados de Participación
<b>Activos del Fideicomiso</b>	El Fideicomiso invertirá en la compra de inmuebles rurales para desarrollar una explotación forestal.
<b>Moneda:</b>	Dólares
<b>Importe de la Emisión:</b>	USD 50.000.000
<b>Fecha de Emisión:</b>	5 de agosto de 2011
<b>Plazo de la emisión:</b>	Hasta liquidación de activos y obligaciones del fideicomiso
<b>Distribuciones:</b>	Toda vez que existan Fondos Netos Distribuibles luego de cada Cierre de Ejercicio, o al procederse a la venta de los Activos del Fideicomiso o por la distribución final de los Fondos Netos Remanentes
<b>Calificación de Riesgo:</b>	BBB + (uy)

## 2. El análisis jurídico

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

El mismo concluía *“A modo de síntesis y contemplando todos los aspectos involucrados, se constata un razonable grado de cobertura, no advirtiéndose riesgos sustanciales asociados a contingencias jurídicas en el proceso de emisión proyectado”*.

### 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. Practicados los correspondientes análisis, debido a que no ha existido cambio alguno en lo que refiere a la construcción jurídica y teniendo presente el paso del tiempo sin controversias, se concluye nuevamente *el riesgo es casi nulo*.

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

### 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.

#### Situación económica y financiera

El análisis de los EE.CC intermedios al 30 de setiembre de 2017, sigue mostrando una sólida situación de la firma en su solvencia. Como se ilustra en los cuadros siguientes, el patrimonio contable a setiembre 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 1: Estado de Situación de EFAM (miles de \$)**

Concepto	30/09/2017	31/12/2016	31/12/2015
Activo Corriente	13.489	12.515	8.892
Activo no Corriente	82.658	79.870	51.122
<b>Total Activo</b>	<b>96.147</b>	<b>92.385</b>	<b>60.013</b>
Pasivo Corriente	14.227	12.998	5.161
Pasivo no Corriente	55.351	55.330	32.069
<b>Total Pasivo</b>	<b>69.578</b>	<b>68.328</b>	<b>37.230</b>
<b>Patrimonio</b>	<b>26.568</b>	<b>24.056</b>	<b>22.784</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>96.147</b>	<b>92.385</b>	<b>60.013</b>
<b>Razon Corriente</b>	<b>0,95</b>	<b>0,96</b>	<b>1,72</b>

Fuente: EE.CC EFAM

Los resultados parciales de la firma a setiembre de 2017, si bien positivos, disminuyen respecto al mismo período del año anterior.

**Cuadro 2: Estado de Resultados de EFAM (miles de \$)**

Concepto	30/09/2017	30/09/2016	31/12/16
Ingresos Operativos	28.545	22.981	31.697
Gastos Adm. y Vtas.	(24.094)	(17.561)	(26.921)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>4.450</b>	<b>5.420</b>	<b>4.776</b>
Resultados Financieros	(948)	(1.383)	(1.852)
<b>Resultados antes de impuestos</b>	<b>3.503</b>	<b>4.038</b>	<b>2.924</b>
IRAE	(991)	(1.097)	(1.132)
<b>Resultado del período</b>	<b>2.512</b>	<b>2.941</b>	<b>1.792</b>
Res Operativos/Ingresos	15,59%	23,58%	15,07%
Res Ejercicio/Ingresos	8,80%	12,80%	5,65%

Fuente: EE.CC de EFAM

La empresa administra una importante cartera de fideicomisos, en cantidad y diversidad; 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 y otros dos análogos a este (BDU II y BDU III) y sucesivas actualizaciones. 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 de aquí en más solo se hará un seguimiento de la misma, alertando ante la ocurrencia de algún hecho relevante que justifique una revisión de dicha opinión.

Sintéticamente se puede decir que AF inicia sus operaciones en Uruguay en el año 2000; en el 2007 lo hace en Chile y en 2010 en Brasil. Sumando los tres países, AF opera en más de 100.000 hás.

**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.

**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 más de 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. Además utiliza ArcGis para la gestión de la cartografía que es realizada por un equipo propio y especializado en este tema.

### 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 USD 5.5 millones en promedio.

### Situación económica financiera

La firma cierra balance el 31 de diciembre; en la oportunidad no se contó con el último cierre a diciembre pasado. Nada hace pensar que hayan ocurrido cosas fuera de lo normal por lo que se mantienen los comentarios anteriores en el sentido que la firma no ofrece dificultades en este aspecto

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

El Fideicomiso BDU fue creado en mayo de 2011 y en agosto del mismo año, EFAM (la fiduciaria) emitió por cuenta del mismo Certificados de Participación escriturales por un valor nominal de USD 50 millones. Ya en informes anteriores se daba cuenta que se había completado la etapa de adquisición de tierras así como ha culminado la campaña de plantación por lo que la empresa operadora está abocada a los trabajos de manejo y mantenimiento que corresponden a este tipo de explotación según las distintas especies.

El Fideicomiso cierra su ejercicio fiscal el 30 de junio de cada año, siendo su cierre contable el 31 de diciembre de acuerdo a lo establecido en el artículo 330 de la Recopilación de Normas del Mercado de Valores del Banco Central del Uruguay.

Los activos biológicos, tasados por perito independiente a valor razonable al 31/12/17, ascendieron a USD 13.900.000, 5,3 % superior (en dólares) que el valor asignado un año atrás. Se corresponden con 5.610 háts plantadas y 3.920 háts no plantadas. Los cambios en los activos biológicos se reflejan en el estado de resultados en los ingresos por operaciones continuadas.

Por su parte, la tasación de la tierra supuso un incremento de \$ 37.45 millones, equivalente a unos USD 1.33 millones.

Estas tasaciones se hacen una vez al año en ocasión del cierre del ejercicio anual a diciembre de cada año.

El Decreto 293/013, reglamentario de la Ley 19.088, introdujo una modificación por la cual se hace extensiva a los fideicomisos la exoneración de Impuesto al Patrimonio que ya existía para determinadas sociedades que cotizan en bolsa. La exoneración es aplicable por cinco ejercicios desde el de la propia suscripción.

Para el ejercicio cerrado el 31 de diciembre de 2017 el Fideicomiso ya no goza de dicha exoneración sobre el Impuesto al Patrimonio y sobre la sobretasa.

Un resumen del estado de situación y resultados intermedios del fideicomiso se exponen en los cuadros siguientes.

**Cuadro 3: Estado de Situación del fideicomiso**

En millones de \$	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015
Activo Corriente	41	80	137
Activo no Corriente	1.410	1.365	1.294
<b>Total Activo</b>	<b>1.450</b>	<b>1.445</b>	<b>1.431</b>
Pasivo Corriente	11	16	14
Pasivo no Corriente	28	27	24
<b>Total Pasivo</b>	<b>38</b>	<b>43</b>	<b>38</b>
<b>Patrimonio</b>	<b>1.412</b>	<b>1.401</b>	<b>1.393</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>1.450</b>	<b>1.445</b>	<b>1.431</b>
<b>Razon Corriente</b>	<b>3,73</b>	<b>5,00</b>	<b>9,79</b>

Fuente: EE.CC.F.F. BDU

El patrimonio contable del fideicomiso al 31/12/17 asciende a USD 49 millones según se desprende del cuadro precedente convertido a dólares en función de la cotización utilizada a fin del periodo (28,807); el valor de la emisión de los CP's fue de USD 50 millones.

**Cuadro 4: Estado de resultados del fideicomiso**

Expresado en miles de \$	31/12/2017	31/12/16	31/12/15
Ingresos Operativos	5.759	4.461	459
Activos biológicos	20.022	(12.261)	(30.097)
<b>Operaciones Continuas</b>	<b>25.781</b>	<b>(7.800)</b>	<b>(29.639)</b>
Costo de los bs. vendidos	(2.828)	(3.484)	-
<b>Resultado Bruto</b>	<b>22.954</b>	<b>(11.284)</b>	<b>(29.639)</b>
Gastos de administración y ventas	(24.651)	(21.442)	(32.237)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>(1.697)</b>	<b>(32.726)</b>	<b>(61.876)</b>
Resultados Diversos	-	83	-
Resultados Financieros	549	387	(6.059)
<b>Resultados antes de IRAE</b>	<b>(1.148)</b>	<b>(32.255)</b>	<b>(67.935)</b>
IRAE	(320)	(3.447)	(18.600)
<b>Resultado del período</b>	<b>(1.468)</b>	<b>(35.702)</b>	<b>(86.536)</b>
Otros resultados integrales (1)	11.906	44.439	292.705
<b>Resultado Integral total final</b>	<b>10.438</b>	<b>8.736</b>	<b>206.169</b>

Fuente: EE.CC F.F. BDU

(1) refleja conversión de la moneda funcional (u\$s) a \$ y revaluación de activos

Dadas las características del negocio forestal, es lógico esperar resultados negativos en los primeros años por cuanto el rubro principal a vender es la madera cosechada; en tal sentido, la primera tala está prevista aproximadamente a 10 años de su plantación (año 2022 en adelante). Mientras tanto, los ingresos son marginales: venta del producto de podas y raleos, pastoreos etc. Cabe agregar que la moneda funcional del proyecto es el dólar norteamericano y que por disposiciones domésticas los EE.CC deben presentarse en moneda local. La cotización del dólar a diciembre de 2017 fue de \$ 28,807 mientras que a diciembre de 2016 fue de 29,340 eso explica la diferencia entre ambos periodos del rubro "otros resultados integrales".

## 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 en la calificación del BDU, se considera que el riesgo de incumplimiento de la administradora y del fiduciario con las responsabilidades del proyecto es prácticamente inexistente. *Riesgo casi nulo.*

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

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

**Riesgo por cambio de administrador forestal**, se encuentra también previsto en función de diversos resultados.



## IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y FLUJO FUTURO DE FONDOS

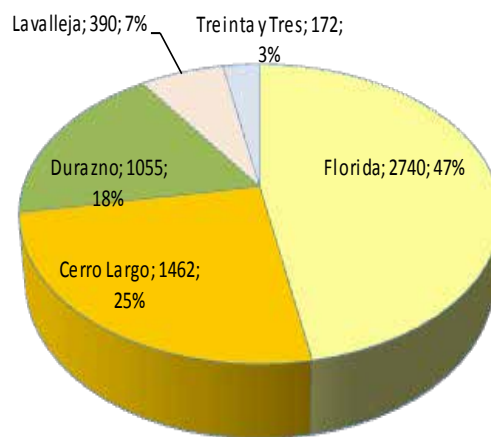
Según el contrato de Fideicomiso Financiero y el resumen recogido en el Prospecto de Emisión, la finalidad del “Fideicomiso Financiero Bosques del Uruguay” es invertir en la compra inmuebles rurales situados dentro del territorio de la República Oriental del Uruguay, los cuales son destinados a la actividad forestal.

En el mismo documento, se estableció el marco dentro del cual se desarrollaría la estrategia del Fideicomiso para cumplir con su fin.

La empresa ha demostrado capacidad de avance en los procesos propuestos, las actividades se ejecutan con una alta calidad y con un cronograma ajustado a lo informado. A la fecha todas las actividades planificadas se encuentran en ejecución y los campos han completado su cronograma de plantación inicial.

A la fecha de confección de la presente actualización, el Fideicomiso ha cumplido con la compra de tierras y la implantación de los árboles. La superficie total adquirida es de 9.545 has, de las que han sido plantadas 5.644 has, lo que significa un 59% de aprovechamiento. El 64% (3.735 has) han sido plantadas con *E. grandis*, el 28% (1.599 has) por *E. dunii*, en tanto que el 6% con *E. saligna*, y un 2% de *E. globulus*.

Gráfica 1 . BDU I; Distribución del área plantada por departamento



Fuente: el Operador

Las proyecciones financieras se han ido actualizando por el operador y así han sido mencionadas en otras actualizaciones. La última TIR esperada, estimada en abril de 2016, es de 9.44%, superior a la estimada en el prospecto de emisión, ubicada en 8,58%. Se han mantenido incambiadas las variables utilizadas en la última actualización de las proyecciones financieras, por lo tanto la TIR esperada vuelve a expresar que se mantiene en los valores proyectados en aquella oportunidad, no siendo necesario en esta oportunidad realizar nuevas actualizaciones.

<sup>3</sup> <https://www.ncreif.org/data-products>

Esta TIR se compara adecuadamente con estimaciones internacionales como la de NCREIF<sup>3</sup>

## 1. 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<sup>4</sup>. Para ello se calculó el costo promedio ponderado del capital (WACC<sup>5</sup>) 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 Damodaran<sup>6</sup> 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:

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

Donde:

E(ri): Tasa de retorno esperada del capital

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

rf: tasa libre de riesgo

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

Erp: 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 del repunte del último año.

**Gr.2. Rendimiento del bono del tesoro USA a 10 años (porcentaje)**



<sup>4</sup> . El prospecto de emisión supone una tasa de descuento del 8%.

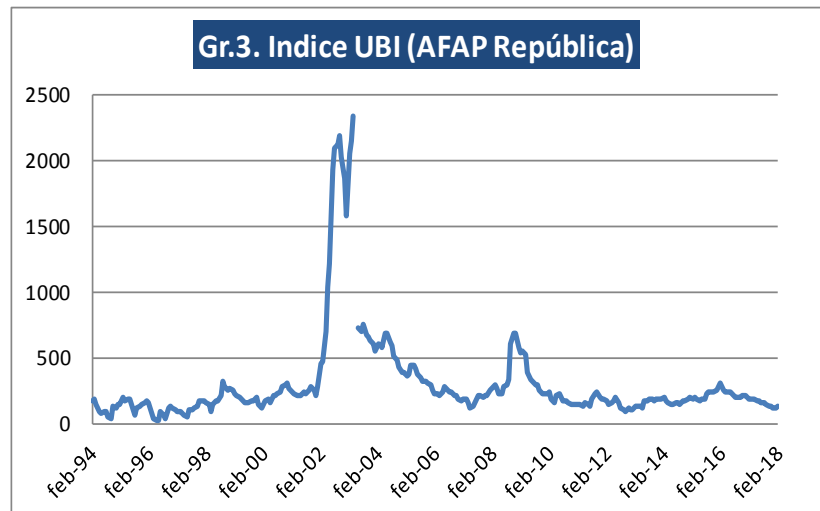
<sup>5</sup> . Weighted Average Cost of Capital

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

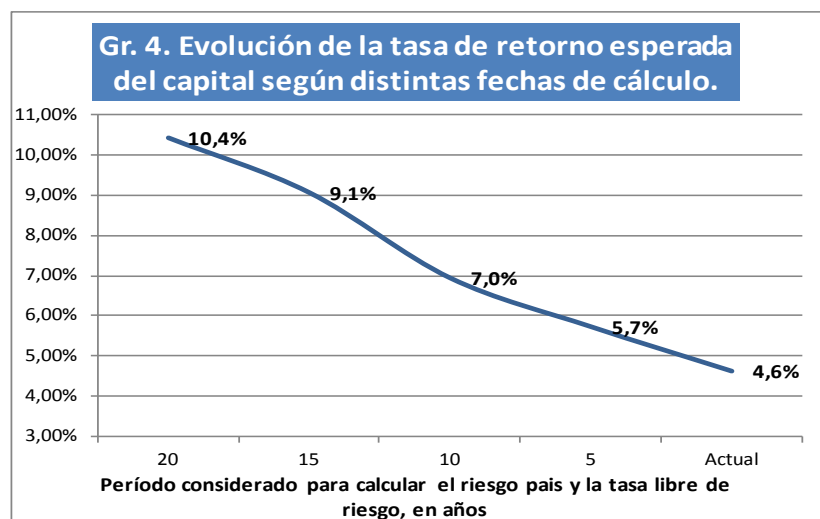
<sup>7</sup> . Se consideraron los betas promedio de empresas de producción primaria de bienes agrícolas en mercados emergentes según A. Damodaram

Se entiende en general, que si bien es razonable esperar mayores incrementos 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.



En esta ocasión y a la luz de estas discusiones, se calculó el  $E(r_f)$  en distintos escenarios (el parámetro “beta unlevered” de Damodaram, ha aumentado levemente desde la última actualización (pasando de 0.79 a 0,92). Si se consideran los datos para estos indicadores promedio de los últimos 20, 15, 10 o 5 años, e incluso a valores actuales, se arriba a tasas menores (véase gráfica 4). Se puede concluir que el  $E(r_f)$  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.



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 4,6%. Este valor es sensiblemente inferior a la TIR esperada del inversor en CPs (8.58%), lo que nos indicaría que la tasa prevista para ellos es superior a la teórica. Si bien estas comparaciones no pueden tomarse en sentido estricto, constituyen una referencia que –entre otras- ayuda a conformar un juicio acerca 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.

## 2. Manejo Económico- Productivo

Los desvíos evidenciados en el período respecto a los proyectados no inciden de forma relevante el retorno esperado de la inversión. La mayor diferencia en los ingresos esperados se explican por la no venta de madera que debía haberse realizado en 2017, pero que finalmente se realizará en el primer trimestre de 2018, ya que el contrato así lo permitía. Refiere al predio Reboledo en el cual se realiza una venta de madera para pulpa a tala rasa.

El retorno de la inversión depende en más de un 80% de la venta de madera por lo que, es determinante el manejo y seguimiento del bosque. Para el año 2017, se estimaba obtener un ingreso total de 690 mil dólares, provenientes básicamente de la venta de madera de un predio, lo que se concretará en 2018 (véase cuadro 6). El operador reporta también que se postergaron también algunos raleos comerciales lo que incide, aunque en menor medida en menores ingresos para 2017.

**Cuadro 5. Ventas estimadas el cierre del año 2017 por destino y tipo (Área, volumen y valor US\$)**

Ventas	Volumen físico (m3)			Monto total (USD)			Monto por m3		
	Real	Presup.	Diferencia	Real	Presup.	Diferencia	Real	Presup.	Dif.
Venta stock 2016*	4.851	5.862	(1.011)	87.993	107.100	(19.107)	18,14	18,27	(0,13)
Eucal. pulpa (t. rasa)	0	20.700	(20.700)	0	558.900	(558.900)		27	
Eucal. pulpa (raleo)	0	2.350	(2.350)	0	24.675	(24.675)		10,5	
Total	4.851	28.912	(24.061)	87.993	690.675	(602.682)			

Fuente: El Operador

Se presupuestó oportunamente, la replantación de las áreas objeto de tala rasa o de evolución insatisfactoria de algunas áreas por efecto del clima o plagas. Esta actividad se ejecutó en el 2017 debajo de lo presupuestado. La replantación que correspondía al predio Reboledo no pudo realizarse, ya que la cosecha a tala rasa fue diferida al 4to. trimestre de 2017, lo que obligó a postergar todas las tareas de preparación de tierras y plantación (la cual se terminará realizando en el otoño de 2018).

Si bien las inversiones en nuevas plantaciones fueron menores a lo presupuestado, as inversiones en poda y raleo fueron superiores en un 70% a lo esperado porque se intervino en un área mayor a la planificada. Se podaron más hectáreas que las presupuestadas y por ende aumenta la inversión en podas y marcación de podas; ej. poda 2 en algunas plantaciones que estaban previstas para el 2018. Asimismo, fueron necesarias algunas intervenciones

para el manejo de árboles quebrados por los vientos ocurridos durante las tormentas de otoño e invierno en los campos de Maria Albina y Sequeira. Se realizaron intervenciones adicionales en áreas ya tratadas (Caputti, 2015) y fue necesario manejar el rebrote de 90 hectáreas y realizar un raleo a pérdida de 112 hectáreas en Mi Generala.

Se postergó un raleo comercial (Don Chico) que produciría 2,350 m3 y generaría USD 24,675. La postergación permite concentrar y optimizar actividades. El predio será intervenido el año entrante.

Los gastos al cierre del año han sido menores que lo presupuestado explicado por los retrasos ya comentados.

**Cuadro 6. Gastos del cuarto trimestre y del año 2017 por tipo de actividad (USD).**

GASTOS	CUARTO TRIMESTRE			TOTAL 2017		
	Real	Presup.	Diferencia	Real	Presup.	Diferencia
Protección	65.044	55.061	9.983	90.481	63.190	27.291
Mediciones	12.525	0	12.525	22.874	134.300	-111.426
Mantenimiento	20.730	39.235	-18.505	62.799	122.532	-59.733
Gerenciamiento	68.052	136.269	-68.217	432.130	545.076	-112.946
Otros gastos	14.205	90.379	-76.174	59.387	242.214	-182.827
<b>Total</b>	<b>180.556</b>	<b>320.944</b>	<b>-140.388</b>	<b>667.671</b>	<b>1.107.312</b>	<b>-439.641</b>

Fuente: el operador

La empresa ha demostrado capacidad de avance en los procesos propuestos, las actividades se ejecutan con una alta calidad y con un cronograma ajustado a lo informado. A la fecha todas las actividades planificadas se encuentran en ejecución y los campos han completado su cronograma de plantación inicial.

### 3. Tasación de la Tierra y los Montes Forestales

Para la presente actualización, se contó con una nueva tasación de los activos la cual fue realizada a diciembre de 2017 por Indufor Asia Pacific Limited. En opinión de Indufor, basado en los datos provistos por Agroempresa Forestal y en las inspecciones realizadas a los predios al 31 de diciembre el valor total de los activos del fideicomiso es de 49.8 millones de dólares, compuesto de la siguiente manera: 13.9 millones de la cosecha forestal, 1,3 millones por el valor presente del pastoreo y 34,6 millones por la tierra productiva. El valor total actual del activo ya casi alcanza al valor de la emisión.

En el cuadro 7 se presenta la evolución de los valores de los campos del Fideicomiso, según la información proveniente de las tasaciones realizadas anualmente. Se presenta en una columna el valor de la hectárea de tierra sola (sin plantaciones) y en otra columna el valor de la hectárea promedio del fideicomiso lo cual considera también los montes forestales plantados y los ingresos potenciales esperados por el pastoreo.

**Cuadro 7: Evolución de la valuación de la tierra y de las plantaciones**

	En dólares por hectárea	
	Tierra	Tierra, montes y pastoreo
2012	2.825	3.501
2013	3.244	4.008
2014	3.253	4.398
2015	3.343	4.620
2016	3.489	4.997
2017	3.615	5.203
<b>Tasa 2013-17</b>	<b>2,7%</b>	<b>6,7%</b>

Fuente: Care en base al Operador

La evolución muestra una clara tendencia creciente en ambos casos. El valor de tasación ha mostrado una tasa de crecimiento acumulativo anual en los últimos 4 años (2013-2017) del 2,7% en el caso de la tierra sola y del 6,7% para el caso del valor total (incluyendo montes). No se consideró al año 2012 porque en aquel momento había menos hectáreas y puede existir un sesgo importante si lo comprado en 2013 fuera diferente a lo existente. Si se considera el año 2012 la tasa de crecimiento anual para el caso de la tierra para a ser del 5.1% para la tierra sola y del 8,2% para la tierra con los montes.

Cabe acotar, que para el caso del Fideicomiso el precio de la tierra creció continuamente, mientras a nivel global del país, según información de DIEA, los precios de la tierra han tendido un comportamiento con tendencia a la baja (Ver Sección V. Entorno) lo que destaca el valor de la tasa de incremento alcanzada.

#### 4. Riesgos considerados:

**Riesgo de generación de flujos.** A partir de lo anterior, se trata de señalar la capacidad de generar los flujos en el plazo pactado. Se considera que existe un riesgo bajo y posible de ser controlado a tiempo. Se destaca que el riesgo se ha reducido dado que se han completado las plantaciones. *Riesgo 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

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

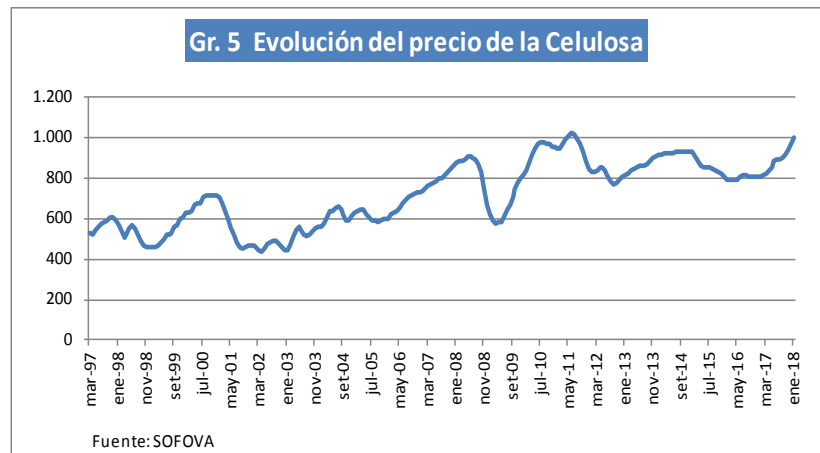
### 5.2 El precio de la madera

El precio más importante y por tanto el juicio más determinante para la calificadora 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.

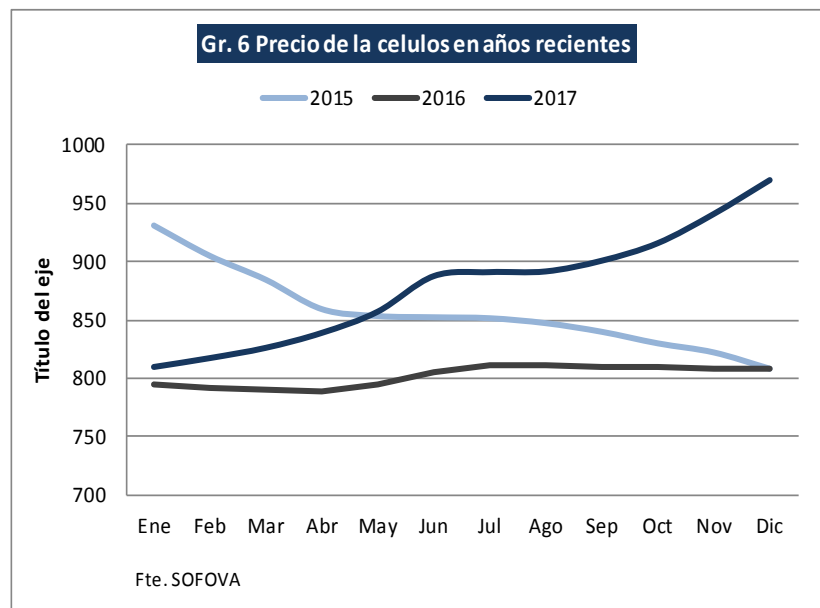
La tendencia de largo plazo esperada para los precios de la madera indica que los precios deberían mostrar una tendencia creciente, y ello se sustenta en el hecho de que la demanda crecerá de la mano del incremento de la población mundial y del crecimiento económico de los países emergentes. Ese incremento de la demanda enfrenta una oferta que se ha visto limitada por crecientes medidas de protección de los bosques nativos, así como también el control que se realiza sobre los de rendimiento.

Los precios de la madera; a nivel internacional, regional y doméstico han evidenciado trayectorias acordes a las planteadas en el prospecto de emisión. Para esta calificación CARE realizó una actualización de la información clave del sector confirmando que no hay mayores desvíos respecto de la trayectoria esperada, ya que la demanda y los precios de los productos forestales se presentan firmes y se proyectan crecientes.

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.



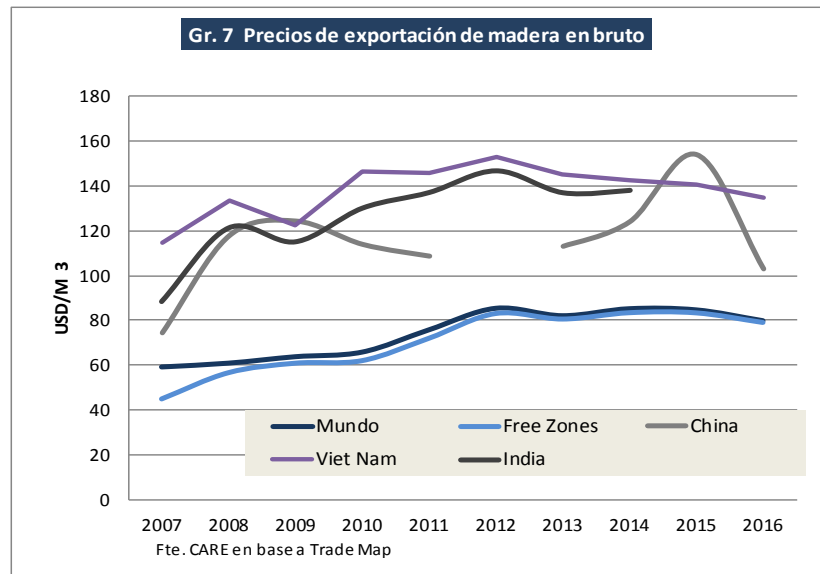
Durante el año 2017 y especialmente en el último semestre el precio de la celulosa ha mostrado un aumento importante como consecuencia de que el incremento de la demanda supera a la oferta y los stocks se mantienen en niveles bajos. La bibliografía consultada estima que estos precios tonificados se mantendrán seguramente por algún tiempo. Ver grafica 6



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.

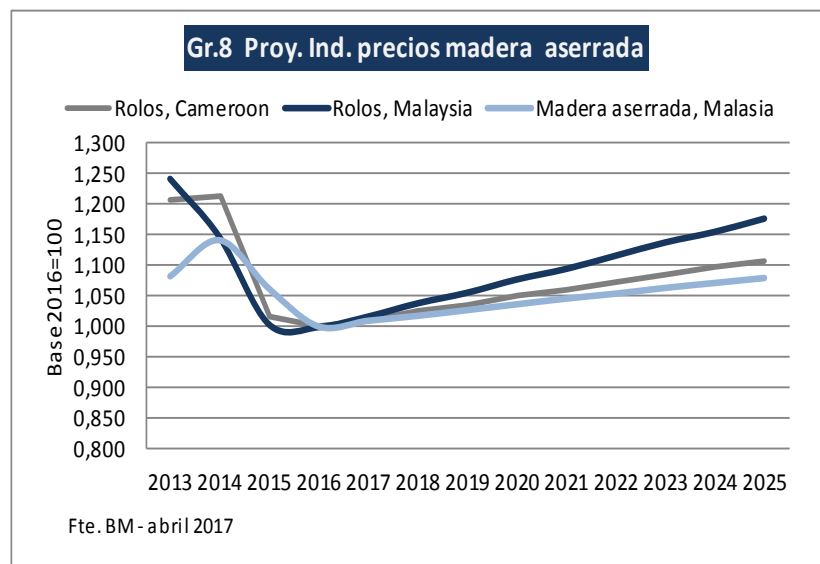
Los precios que se alcanzan en esos mercados, son mayores a lo que se obtienen en la “exportación a zona franca”, actualmente en un 50%, pero se debe destacar que esa diferencia se ha venido reduciendo en la última década (véase gráfica 7). Cabe destacar, que más del 95% de las exportaciones uruguayas de madera en bruto tienen como destino las plantas de celulosa que se encuentran en zona franca.





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.

Otro destino muy importante para la producción del emprendimiento forestal es el mercado de la madera de calidad, para aserrío o aserrada, el cual también muestra la misma tendencia que para el caso de la celulosa, o sea un crecimiento en el largo plazo, tal cual lo detalla el Banco Mundial en la siguiente gráfica.

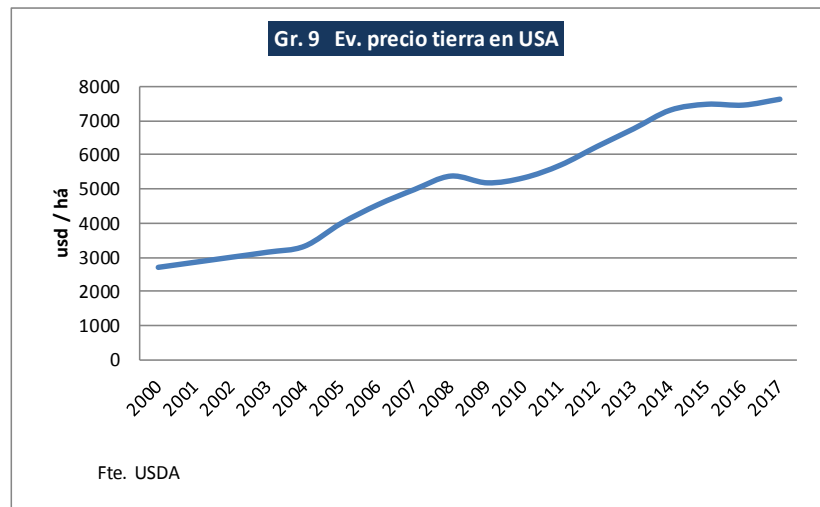


### 5.3 El precio de la tierra

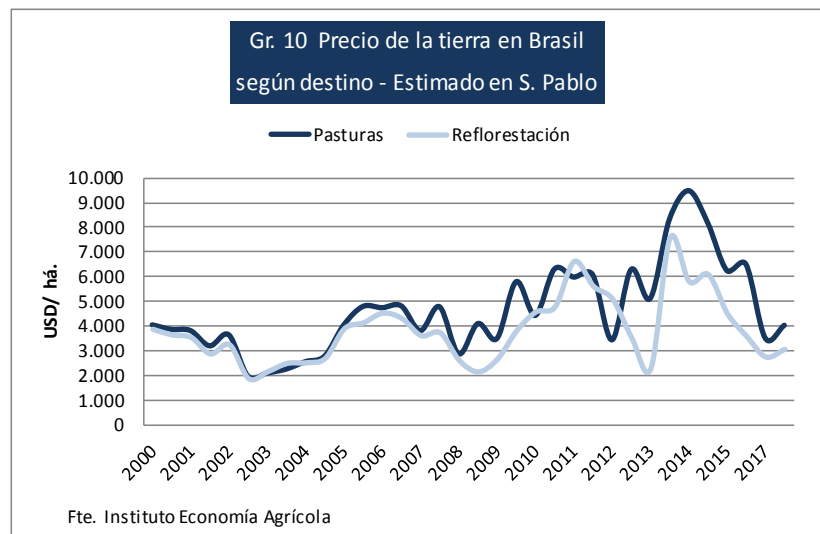
El precio de la tierra, ha visto modificada su evolución de fuerte apreciación en dólares, con una caída en 2015 que continuó en 2016, aunque a una tasa menor, y una leve recuperación en el 2017, según reporta la Dirección de Estadísticas Agropecuarias del MGAP para el promedio de las operaciones en todo el país.

Las perspectivas de demanda internacional por tierra son alentadoras y ubican los precios en niveles crecientes para el corto y mediano plazo. En este caso se actualiza el comportamiento de los precios en diferentes países considerados de importancia.

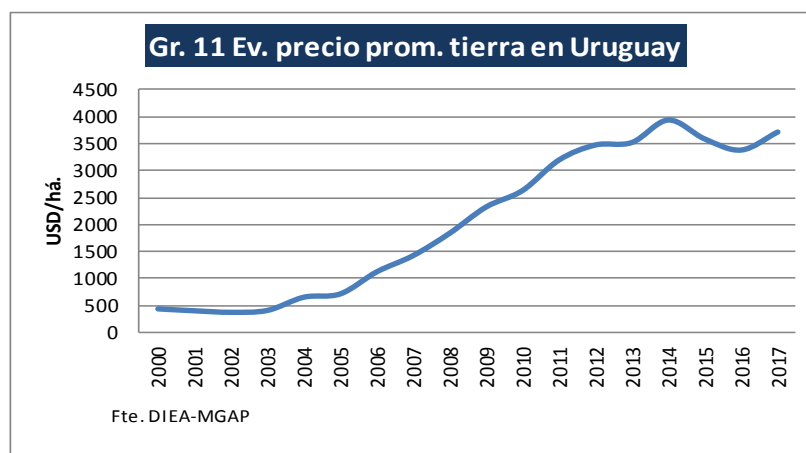
En lo que respecta en particular al precio de la tierra en Estados Unidos, continúa la fase ascendente hasta 2015 para estabilizarse, mostrando una leve caída en 2016, y en 2017 ya retoma la tendencia al crecimiento. El precio en Estados Unidos cayó únicamente en los primeros años de la década del ochenta ante el cambio de la política monetaria denominado "Plan Volcker (véase informe de actualización anterior) y en menor medida, después de la crisis financiera de Lehman Brothers, y en forma muy moderada (véase gráfica 7). Cualquiera de los dos shocks negativos en el nivel de precios, fueron revertidos en pocos años.



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 (véase gráfica 10).



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, recientemente confirmadas también para el segundo, muestran una franca recuperación, mostrando un comportamiento con cierta similitud a la evolución del precio en los demás países analizados (véase gráfica 11)<sup>8</sup>.



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 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 8).

**Cuadro 8 Tasas de evolución y variabilidad del precio de la tierra en distintos intervalos**

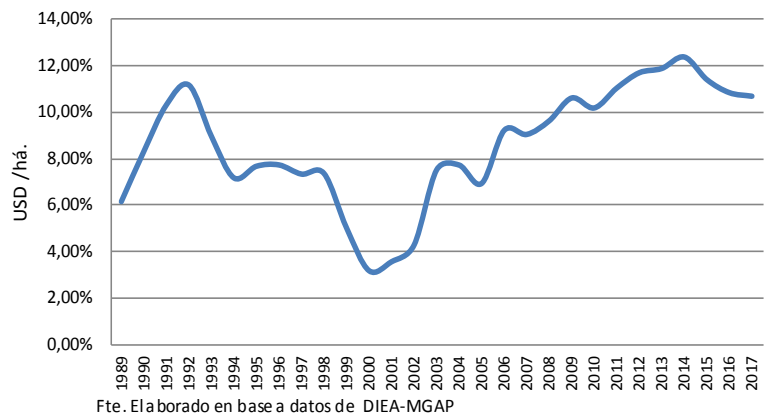
Variable	Periodo considerado (años)					
	7	8	9	12	15	20
Tasa promedio	9,20%	9,10%	9,00%	8,30%	10,20%	8,60%
Desv. St.	10,20%	9,40%	8,40%	6,00%	3,40%	2,50%
Coef. Var.	111,20%	102,70%	93,60%	72,70%	33,00%	29,40%

Fuente: elaborado en base a datos de DIEA-MGAP

La evolución anual de este indicador –para intervalo de 20 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 10% de crecimiento anual.

<sup>8</sup>. Esta información refiere al promedio de transacciones en todo el país y por lo tanto de tierras destinadas a diferentes usos y de diversas calidades. En el año 2017 y para el promedio del país el precio de la tierra subió casi un 10% aunque hubo departamentos en donde los precios bajaron (Colonia -13%, Durazno -33%, Rivera -32%)

**Gr. 12 Tasa var. prom. anual precio de la tierra en períodos de 20 años - Uruguay**



La tasa anual de crecimiento estimada sobre las tasaciones de los campos del fideicomiso para los últimos 4 años se ubicó en el 2,7%, cifra bastante más baja que la tendencia histórica. No obstante es importante tener en cuenta que las proyecciones financieras para el cálculo de la TIR de este proyecto se realizó sobre la base de un 3% anual, cifra bastante más conservadora que la tendencia histórica y perfectamente alineada con la realidad de los últimos 4 años.

## 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

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 la Fiduciaria y el Operador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité calificador de CARE entiende que la Emisión califica en la categoría BBB + (uy) de la escala del Manual de CARE <sup>9</sup>.

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrián Tambler

<sup>9</sup>. BBB+(uy). Se trata de instrumentos emitidos por empresas o sociedades que presentan un riesgo medio-bajo para la inversión. Su capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados es buena. El propio papel, la condición de la empresa, la calidad del proyecto 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 (papel, proyecto, empresa, entorno). Podría incrementarse el riesgo del instrumento ante eventuales cambios previsibles en el proyecto tal como fue presentado, en la sociedad emisora, en el sector económico a la que pertenece, 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 empresa 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.