

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

Montevideo, octubre de 2019

4	RESUMEN GENERAL
6	I ANTECEDENTES
10	II EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION
12	III LA ADMINISTRACION
17	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
24	V EL ENTORNO
32	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

Actualización de la Calificación de la Emisión de Certificados de Participación del Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay II 15 - octubre - 2019

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 emitidos:	Certificados de participación
Moneda:	Dólares americanos
Importe de la emisión:	USD 70.000.000
Fecha de suscripción:	19 de enero de 2015.
Plazo:	Hasta liquidación de activos y obligaciones del fideicomiso - Máximo: 30 años
Distribuciones:	Según resultados acumulados de acuerdo a procedimiento establecido.
Activos del Fideicomiso:	Tierra y bosques forestales
Calificación de Riesgo:	BBB+ (uy)
Vigencia:	30 de abril de 2020 ¹
Comité de Calificación:	Julio Preve, Adrián Tambler y Martín Durán Martínez
Manual utilizado:	Manual Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros

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

Resumen General

CARE actualizó la calificación de los Certificados de Participación del Fideicomiso Forestal Bosques del Uruguay II, 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:

- 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 negocio 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 de Oportunidad del Capital, recogiendo las variaciones en la tasa de interés internacional y en el riesgo país.
- Los informes del Operador (Agroempresa Forestal SA), resultan satisfactorios para la marcha del proyecto, los desvíos informados han sido debidamente justificados y en principio no generan cambios en la marcha del proyecto. Por su parte, el Comité de Vigilancia Informa que se vienen cumpliendo a satisfacción los estándares mínimos esperados en cuanto a áreas plantadas, porcentajes de prendimiento, ejecución presupuestal y el Incremento Medio Anual (IMA) de los bosques.
- Se destaca que la misma empresa ya administra tres proyectos de similares características (Bosques del Uruguay, Bosques del Uruguay III y recientemente el Bosque del Uruguay IV), manejando en la actualidad más de 80 mil hectáreas de montes, a través de la emisión de 640 millones de dólares en total. Este año, como consecuencia del crecimiento de la empresa por la administración de un cuarto fideicomiso se contrató una consultoría a los efectos de adecuar el gobierno corporativo y la estructura de 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).
- El patrimonio forestal del Fideicomiso al 30 de junio de 2019 es de 14.657 hectáreas, de las cuales 9.380 están plantadas y 124 son plantables, lo que da un aprovechamiento del 64%. La superficie plantada supera ya el área propuesta en el Prospecto de Emisión que era de 8.680, superando los compromisos asumidos en cuanto a los estándares mínimos de desempeño. La superficie de tierra y de bosques, supera a lo proyectado, aún considerando la venta de un predio (Cruz Roja) en octubre de 2018 de 1.782 hectáreas que fuera adquirido por el Fideicomiso Financiero Bosques del Uruguay III. Esta operación fue aprobada por la Asamblea de Titulares de los Certificados de Participación en la que por unanimidad se decidió la operación.

- La última tasación de los campos y los montes del Fideicomiso al 31 de diciembre de 2018 arroja un valor total de USD 66,8 millones, cifra un 1,8% menor a la tasación del año anterior. Esa caída en el valor del patrimonio forestal se explica por la reducción del área y por el menor valor unitario asignado por la empresa tasadora a la tierra. Por su parte los activos biológicos sí muestran un aumento considerable en su valor (43%), aún considerando que también el área de montes se redujo levemente ya que el predio enajenado tenía bosques instalados.
- La última actualización de la TIR se realizó en abril de 2019 y se ubicaba en el 10,50% para el escenario base, levemente superior a la proyectada en el prospecto. Esta TIR se estima sobre la base de los precios actuales de la madera y una evolución de los costos e ingresos que CARE considera razonables.
- El precio de la celulosa ha descendido durante 2019 luego de un incremento muy fuerte en 2018, manteniéndose estable el volumen de exportaciones. Por su parte el mercado de exportación de madera aserrada y rolliza de pino enfrenta una demanda muy deprimida y reducciones importantes en los precios. Esta coyuntura desfavorable se explica en gran medida por la guerra comercial entre Estados Unidos y China, sumado a un sobre stock en este último país. No obstante, no existen elementos para suponer que en el largo plazo esta situación se mantenga, ya que se espera un continuo crecimiento en la demanda. En la Sección V se actualiza la información y se profundiza sobre estos aspectos, en particular la evolución del precio de la tierra y de la madera.
- Esta coyuntura de mercado no afectaría mayormente las ventas esperadas de este Fideicomiso ya que las mismas para este año se refieren básicamente a madera para pulpa y la demanda es similar al año anterior, ya que proviene de las plantas ubicadas en el país que vienen trabajando a capacidad plena; sin considerar que se está por construir una nueva planta. El precio para el E.Grandis conseguido para este año es levemente menor al del año anterior. Las ventas esperadas para 2019 serán menores a las proyectadas ya que las tareas de tala comenzaron más tarde en el año y por lo tanto parte de la producción se venderá en los primeros meses de 2020.
- 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 ha sido contratada para actualizar la calificación de los Certificados de Participación del Fideicomiso Financiero denominado "Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay II", por un valor nominal de USD 70.000.000 (setenta millones de dólares de los Estados Unidos).

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 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 la 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 Martín Durán, el Adrián Tamber y el Julio Preve. CARE contrató los servicios del Dr. Leandro Rama para la evaluación del riesgo jurídico en ocasión de la calificación original. Asimismo contrata regularmente cuando lo entiende necesario informes de campo adicionales y realiza vistas a los predios.

2. Antecedentes generales y hechos salientes del período

El Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay II 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.

Como antecedente más relevante hay que mencionar a los Fideicomisos Financieros Forestales Bosques del Uruguay I y III, que emitieron certificados de participación en agosto de 2011 y en diciembre de 2016 por un monto de 50 y 190 millones de dólares respectivamente. Estos fideicomisos, con idéntica administración que la del presente, vienen cumpliendo a satisfacción con los planes de negocios originales, análogos al que se presenta en esta oportunidad. Por otra parte, en abril de 2019 se realizó la emisión del cuarto fideicomiso de características muy similares a los anteriores con una emisión de 330 millones de dólares, el cual también fue calificado por CARE.

Las principales características del proyecto son:

- Estructuración de una opción de inversión a largo plazo, respaldada por el retorno de operaciones que involucran el mercado de la madera y el mercado inmobiliario de tierras de uso agropecuario, sin perjuicio de otros ingresos por venta de bonos de carbono y pastoreo.
- El plazo del Fideicomiso es de 30 años o hasta el momento en que se cancelen en forma total los Certificados de Participación emitidos por el Fiduciario, y se cancelen las demás obligaciones del Contrato.
- Administración a cargo de Agroempresa Forestal S.A. (en adelante AF), una compañía con probada habilidad en la administración de patrimonios forestales.
- Hasta el momento el fideicomiso no ha tenido necesidad de incurrir en endeudamiento. En abril de 2017 se realizó una modificación al contrato de fideicomiso que lo habilita a por hasta un cierto porcentaje de su patrimonio (15%), para lo cual debe obtener previamente el visto bueno del Comité de Vigilancia y comunicar a la Calificadora de Riesgo.
- El patrimonio de tierras de BDU II al 31 de diciembre de 2018 está compuesto por 20 predios con una superficie total de 14.657 hectáreas, de las cuales 9.380 están plantadas y 124 plantables lo que da un aprovechamiento del 64%.
- Las tierras adquiridas se encuentran en Lavalleja, Cerro Largo, Florida y Treinta y Tres.
- Las plantaciones de Pino taeda constituyen el 16% de la superficie del patrimonio forestal, las de Eucalyptus para pulpa suman un total de 23%, mientras que las de Eucalyptus grandis cuyo destino principal es la producción de madera sólida constituyen a diciembre de 2018 el 62% de la superficie, según informa el Comité de Vigilancia.
- Respecto al ingreso por ventas total estimado, un 78% correspondería a venta de madera, 20,5% a la venta de la tierra al final del proyecto, y menos del 1,5 % a ingresos por venta de bonos de carbono y pastoreo².
- En octubre de 2018 se vendió al Fideicomiso Financiero “Bosques del Uruguay III” el establecimiento Cruz Roja con una superficie de 1.782 hectáreas, de las cuales 1.350 son forestables y un 51% ya estaba plantado. Para la realización de esta venta se contó con el visto bueno del Comité de Vigilancia y con la aprobación unánime de los titulares de los Certificados de Participación reunidos en la asamblea del 16 de abril de 2018.

² Capítulo IV del Prospecto: Objetivo y característica de la inversión

- La última tasación de la totalidad de los predios y montes del Fideicomiso fue realizada por la consultora Poyry estimando un monto total de 66,76 millones dólares, conformado por 42,60 millones por la tierra, 23,59 millones por los montes y 0,57 millones por concepto de ingresos por pastoreo. Esta nueva estimación supone una reducción de 1,8% en el patrimonio forestal con respecto del año anterior. La consultora estimó una reducción de un 13,9% en el valor de la tierra, explicado por un menor precio de la hectárea sumado a una menor superficie en 2018 respecto de 2017. Por otra parte, da cuenta de un aumento muy importante de un 43% en el valor de los montes forestales, que no logra compensar la reducción de los valores de la tierra.
- Para el cierre del año 2019 se espera una merma en el volumen y valor de las ventas de E Grandis para pulpa respecto de lo presupuestado, como consecuencia de que la cosecha proyectada para este año comenzó en forma tardía y eso postergo los embarques a planta. No obstante, el operador informa que las ventas se completarán en los primeros meses de 2020.
- Para este otoño estaba prevista la plantación de 480 y se plantaron 676 has, anticipando parte de la plantación de primavera 2019. Quedan solamente 124 hectáreas por plantar para completar la totalidad de la superficie plantable.
- Al haber completado la operación de compra de tierras y prácticamente también la plantación de la totalidad de los montes, las operaciones del proyecto en este momento, esencialmente corresponden a tareas de mantenimiento de plantaciones y alambrados, control de malezas y plagas, podas, raleos, eliminación de cepas, manejo de rebrotes, vigilancia, etc.
- El informe del comité de vigilancia destaca el cumplimiento de los objetivos de plantación, prendimiento y manejo de los montes. Comenta la existencia de algunos atrasos menores en las podas y en los raleos, éstos últimos explicados por atrasos en la comercialización explicados por dificultades comerciales.
- El operador informa que el estado sanitario de los bosques es muy bueno en términos generales, no obstante, hay problemas puntuales en algunas zonas bajas de daño por exceso hídrico.
- El fideicomiso integra el comité de sanidad de la SPF (Soc. de Productores Forestales) que tiene como objetivo el monitoreo e identificación de plagas y enfermedades de las plantaciones forestales.
- El 13 de junio de 2019 se reunió la Asamblea de Titulares de los Certificados de Participación del Fideicomiso, a la que asistieron el 100% de los tenedores. En dicha asamblea se resuelve por unanimidad realizar un adelanto de Distribuciones por un monto de dos millones de dólares, dada la existencia de Fondos Netos Distribuibles.

- En 2019 se contrató una consultoría a Deloitte a los efectos de que sugiriera cambios en el gobierno corporativo y la estructura de gestión de Agroempresa Forestal a los efectos de adaptarla a los requerimientos derivados de la administración de un patrimonio de más de 600 millones de dólares entre los 4 fideicomisos.

3. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- Estados contables intermedios de EF Asset Management al 30/06/2019.
- Estados contables intermedios del Fideicomiso al 30 de junio del 2019.
- Balance de Agroempresa Forestal al 31 de diciembre de 2018, con informe de auditoría.
- Informe del primer y segundo trimestre de 2018 de Agroempresa Forestal
- Entrevistas con Agroempresa Forestal y visita a campos del Fideicomiso.
- Informe del Comité de Vigilancia a junio de 2019.
- Calificación de los Fideicomisos Financieros Forestales Bosques del Uruguay I, III y IV, realizadas por CARE y sus sucesivas actualizaciones.

II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

Se comercializaron 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 analizaron en el informe jurídico realizado en ocasión de la calificación.

1. Descripción general

Denominación: Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay II

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: USD 70.000.000

Plazo: Hasta liquidación de activos y obligaciones del fideicomiso. Máximo 30 años.

Fecha de suscripción: 19 de enero de 2015

Distribuciones: Según resultados acumulados de acuerdo a procedimiento establecido

Calificación de Riesgo: 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.

La conclusión del informe es: ***“...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”***

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 análogos I y III Fideicomiso, así como el tiempo transcurrido sin que se haya verificado conflicto alguno, se concluye que el *riesgo jurídico de estructura se considera casi nulo.*

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

Autoridades

Son socios accionistas en partes iguales la Sra. Sandra Susana González Vila y Diego Rodríguez Castagno. Este último es a su vez el presidente de la firma siendo el Sr. Nelson Mendiburu Battisttesa el vicepresidente.

Situación económica y financiera

El análisis de los EE.CC intermedios al 30 de junio de 2019 sigue mostrando una sólida situación de solvencia. El ratio de liquidez se mantiene 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	30/6/2019	31/12/2018	31/12/2017
Activo Corriente	15.034	9.167	9.391
Activo no Corriente	165.804	95.074	81.968
Total Activo	180.838	104.240	91.360
Pasivo Corriente	21.319	14.368	13.068
Pasivo no Corriente	128.560	63.040	52.817
Total Pasivo	149.878	77.408	65.885
Patrimonio	30.960	26.832	25.474
Total Pasivo y Patrimonio	180.838	104.240	91.360
Razon Corriente	0,71	0,64	0,72

Fuente: EE.CC EFAM

Los resultados parciales de la firma a junio de 2019 muestran un incremento importante respecto al mismo periodo del año anterior, explicado básicamente por resultados financieros positivos.

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

Concepto	30/6/2019	30/6/2018	31/12/2018
Ingresos Operativos	21.447	23.796	45.176
Gastos Adm. y Vtas.	(18.027)	(21.368)	(41.745)
Resultado Operativo	3.420	2.428	3.431
Resultados Financieros	2.464	(93)	(682)
Resultados antes de impuestos	5.884	2.335	2.749
IRAE	(1.757)	(664)	(1.120)
Resultado del período	4.128	1.671	1.629
Res Operativos/Ingresos	15,95%	10,20%	7,59%
Res Ejercicio/Ingresos	19,25%	7,02%	3,61%

Fuente: EE.CC de EFAM

Mantiene bajo su administración 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 análogos a este 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 recuerda que 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.

AF inició 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 llegó a gestionar más de 100.000 hás.

En Uruguay, siendo el antecedente más relevante, AF administra, entre otros, el patrimonio de cuatro fideicomisos calificados por CARE (incluyendo este) que entre todos suman un patrimonio superior a los USD 630 millones. Todos ellos han sido calificados con nota de grado inversor debido a su, hasta la fecha, correcto desempeño.

El Directorio de AF sigue estando presidido por el Ing. Agr. Francisco Bonimo y la Gerencia General por el Ing. Industrial Mecánico Dan Guapura. Actualmente integran el grupo vinculado a actividades locales, un total de 28 personas (incluyendo 2 personas afectadas a AF Maderas).

Con motivo de la puesta en marcha del cuarto fideicomiso, AF asumió la necesidad de reestructurar su organización adaptándola a las nuevas y crecientes necesidades. En tal sentido, se contrató una consultoría a Deloitte para que sugiriera las mejoras que AF debía hacer en este sentido.

El trabajo insumió seis meses y del mismo surgen como las principales recomendaciones:

- Se redefinen responsabilidades y topes para el rol del Directorio, CEO y alta gerencia.
- Se definen y crean los roles de los comités de Auditoría y Cumplimiento.
- Se incorporan figuras independientes en comités y Directorio.
- A nivel de Directorio empezó a trabajar el Ec. Aldo Lema como director independiente, no vinculado a los accionistas.

En relación a los comités creados, AF está abocado a la selección de las personas que respondan al perfil indicado. A modo de adelanto se informan las definiciones ya aprobadas:

- **Comité de Auditoría**
 - a. Un Contador Independiente con experiencia reconocida en esta actividad.
 - b. Un miembro del equipo contable de AF
- **Comité de Cumplimiento**
 - a. Un director
 - b. Un ejecutivo independiente con amplia experiencia en el sector forestal.
 - c. Un abogado

Situación económica financiera

La firma cierra balance el 31 de diciembre; en la oportunidad se contó con el último cierre disponible auditado por Deloitte al 31/12/18.

De acuerdo a los mismos, la firma muestra una evolución patrimonial positiva y creciente, consistente con la evolución de resultados obtenidos.

Por lo expuesto, Se sigue manteniendo opinión favorable en cuanto a la capacidad de AF de llevar adelante esta y las demás operaciones mencionadas. Se recuerda, por otra parte, que en tanto administradora de patrimonios de fideicomisos, AF está sometida a los controles de rigor en esos casos contemplándose incluso la eventualidad de su sustitución de ocurrir alguna de las contingencias previstas en los contratos respectivos.

El Fideicomiso

El Fideicomiso BDU II fue creado por contrato del 14/8/14; el BCU autorizó su inscripción el 5/12/14. El 19/1/15 se colocaron en BEVSA CP's por USD 70 millones en un régimen de integración diferida según se estableció en el documento de emisión y que estaba anunciado en el prospecto informativo. Esto ha sido ya totalmente integrado.

El valor razonable de los activos biológicos (plantaciones), según tasación de perito independiente, ascendió al 31/12/18 a USD 23.6 millones, contra los USD 15.7 millones establecido el año anterior. Este valor se estima mediante técnicas de tasación descritas en la documentación pertinente que combina: crecimiento biológico; cambios en los precios, costos y gastos. Esto se realiza una vez al año en ocasión del cierre del ejercicio económico.

Lo mismo ocurre con el valor de la tierra que es tasada en ocasión del cierre del ejercicio anual. En este caso, el valor estimado de la tierra al cierre de 2018 fue de USD 42.6 millones que, sumado a las mejoras registradas por un valor de USD 7.2 millones hacen un total por concepto de tierra y mejoras de USD 49.8 millones. En octubre de 2018, se vendieron 1.782 hás con sus correspondientes mejoras y plantaciones, el precio de dicha transacción fue de USD 8.469.646.

Como es habitual, al cierre intermedio no hay nuevas tasaciones las que se realizan una vez al año en ocasión del cierre del ejercicio en cada mes de diciembre.

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

Cuadro 3: Estado de Situación del fideicomiso			
En miles de u\$s	30/6/2019	31/12/2018	31/12/2017
Activo Corriente	4.561	8.031	4.711
Activo no Corriente	73.765	72.978	63.031
Total Activo	78.326	81.010	67.743
Pasivo Corriente	905	884	1.515
Pasivo no Corriente	1.270	1.173	-
Total Pasivo	2.175	2.057	1.515
Patrimonio	76.151	78.953	66.228
Total Pasivo y Patrimonio	78.326	81.010	67.743
Razon Corriente	5,04	9,08	3,11

Fuente: EE.CC F.F. BDU 2

El patrimonio contable al 30/6/19 según se desprende del cuadro precedente ascendía a poco más de USD 76 millones, superior al valor de la emisión recibido que fue de USD 70 millones.

Cuadro 4: Estado de resultados del fideicomiso

En miles de u\$s	30/6/2019	30/6/2018	31/12/2018
Ingresos Operativos	66	559	5.503
Activos biológicos (1)	-	-	8.464
Operaciones Continuas	66	559	13.967
Costo de los bs. vendidos	(19)	(255)	(5.389)
Resultado Bruto	47	303	8.578
Gastos Adm. Y Ventas	(418)	(555)	(2.162)
Resultado Operativo	(371)	(252)	6.416
Resultados Diversos	-	-	(142)
Resultados Financieros	76	(49)	(44)
Resultados antes de impuestos	(294)	(301)	6.230
IRAE	(184)	-	(412)
Resultado del período	(478)	(301)	5.819
Otros resultados integrales	-	-	7.911
Impuesto diferido	-	(1.005)	-
Resultado Integral total final	(478)	(301)	12.725

Fuente: EE.CC.F.F. BDU 2

(1) cambio en el valor de las plantaciones

Nótese la diferencia de los ingresos operativos entre los periodos informados en el cuadro precedente. La misma responde a una venta extraordinaria de existencias de madera en el año 2018 mientras que en lo que va del corriente año 2019 los ingresos son marginales, pastoreo y otros.

El 13/6/19 se resuelve en Asamblea de Titulares distribuir USD 2 millones

Riesgos considerados

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 *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 EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

Se invirtió 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. Evaluación de la rentabilidad de la inversión y Tasa Interna de Retorno.

El Proyecto planteado en el prospecto original presentaba una Tasa Interna de Retorno del 8,55% para el Inversor. Las proyecciones financieras se han ido actualizando por el operador y así han sido mencionadas en otras actualizaciones. La última estimación de la TIR fue realizada en abril de 2019 y fue de 10,50% en el escenario base, resultando superior a la estimada en el prospecto de emisión.

Los supuestos considerados en esta última estimación fueron los siguientes:

- Se parte en todos los casos de los precios actuales.
- Precio de la pulpa: 60 USD para E. Grandis, 65,5 para E. Dunni y 25 para pino.
- Precio madera aserrable: USD 93 para E. Grandis y 45-55 para pino.
- Inflación en dólares: promedio últimos años.
- Incremento precio madera aserrable: 1,5% E. Grandis y 2% para pino.
- Incremento precio de la pulpa: 0%.
- Aumento en el precio de la tierra 3%.

Si bien estos supuestos resultan razonables, igualmente el operador sometió esta última proyección financiera a un análisis de sensibilidad, cuyos resultados se presentan en el cuadro siguiente.

Cuadro 5: Resultados de la TIR y sensibilizaciones	
Escenario	Abr-19
Ajuste Inflación USA+aumento precio de madera para aserrado y tierra	10,5%
Aumento precio de Tierra y Madera para aserrado	7,3%
Aumento precio de Tierra	5,0%
Todos los factores Constantes	3,9%

Fuente: Agroempresa Forestal

Como puede observarse, aún en el caso que no haya ningún aumento en los precios de la madera, ni en el precio de la tierra en 20 años, la TIR sería positiva.

Este nuevo cálculo de TIR es consistente con el severo análisis de sensibilidad al que CARE sometió el flujo de fondos en oportunidad de la calificación original. En aquella oportunidad se sometió el flujo de fondos a efectos adversos en cuanto a:

- la tasa de crecimiento de los bosques
- el aumento esperado en el precio de la tierra

El escenario más adverso proyectado supuso que el incremento en la tasa de crecimiento de los bosques sería un 25% menor al esperado y que no habría incremento de precios en la tierra durante todo el período.

Los resultados obtenidos para una simulación de 10000 iteraciones y suponiendo un escenario por demás desfavorable, mostraron que la TIR nominal esperada sería de 6,58% y evidencia un 95% de probabilidad de ubicarse en valores superiores al 5,74%.

Las tasaciones presentadas a diciembre de 2018 estiman el “valor razonable” de las plantaciones forestales mediante técnicas de valor actual de flujos de fondos estimados, combinando técnicas de enfoque de costos (cost approach), enfoque de ingresos (income approach) y ventas comparables (sales comparison).

Para el caso concreto del enfoque de ingresos, la metodología supone descontar el flujo esperado de ingresos a una tasa de descuento de un 8,5%. El valor estimado de los bosques y la tierra bajo esta metodología fue de 64,47 millones de dólares (levemente menor al valor final que la consultora determinó combinando las tres técnicas). Es importante aclarar que la empresa tasadora consideró solamente 7.658 hectáreas de montes, ya que no tuvo en cuenta los montes plantados en 2018. De esta manera seguramente el precio sería mayor. Teniendo en cuenta entonces que si el valor actual neto (que está descontado a una tasa de 8,5%) está cercano al valor de la emisión (8% menos), se podría inferir que la tasa de retorno debería estar en un valor cercano al de la tasa de descuento considerada. De esta forma la tasación estaría avalando una TIR en el entorno al 7-8,5%.

2. Nueva estimación del Costo de Oportunidad del Capital.

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 fondos³. Para ello se calculó el costo promedio ponderado del capital (WACC⁴) 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 Damodaran⁵ 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:

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

³ El prospecto de emisión supone una tasa de descuento del 8%.

⁴ Weighted Average Cost of Capital

⁵ A. Damodaran, “Estimating Equity Risk Premiums” Stern School of Business.

Donde:

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

β_{im} : Riesgo sistemático propio respecto del riesgo de mercado⁶.

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 2,43% y a setiembre de 2019 se ubicaba en 1,8% y con tendencia a la baja.

Luego del repunte de la tasa de interés de estos bonos a partir de julio de 2016 y hasta noviembre de 2018, como consecuencia del aumento de la tasa de interés de la FED, el rendimiento comienza a caer y todo parece indicar que continuaría con esa tendencia, ya que la Reserva Federal seguiría recortando las tasas.

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.

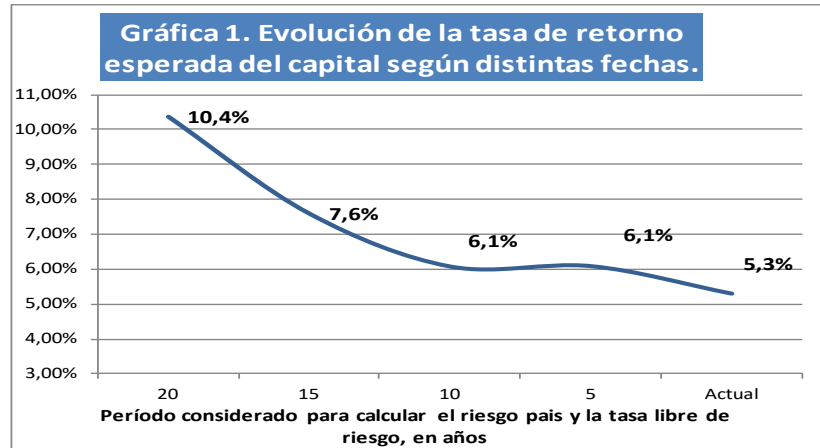
En esta ocasión y a la luz de estas discusiones, se calculó el $E(r_f)$ en distintos escenarios (el parámetro "beta unlevered" de Damodaram, para enero de 2019 se ubica en 1,02).

Por estos motivos, a los efectos de calcular estos indicadores se tuvieron en cuenta en primer lugar los niveles de riesgo actuales, que son aquellos sobre los cuales los inversores deben tomar las decisiones. En este sentido, para el caso del rendimiento de los bonos americanos se consideró 2,03% un valor menor al promedio de los últimos años pero superior al de los años más recientes, previéndose mayores subas en el corto plazo. Para el riesgo país (índice UBI), se consideraron 161 puntos básicos. Ambos valores son particularmente bajos en relación con los históricos aunque no son los más bajos de la serie.

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 5,28%. Este valor es inferior a la TIR esperada del inversor para la última estimación realizada (11,77%); y también menor a la obtenida en las sensibilizaciones realizadas, lo que nos indicaría que la tasa prevista es superior a la teórica. Si bien estas comparaciones no pueden tomarse en sentido estricto, constituyen una referencia que – entre otras- ayuda a conformar un juicio acerca de la inversión.

⁶. Se consideraron los betas promedio de empresas de producción primaria de bienes agrícolas en mercados emergentes según A. Damodaram

El costo de oportunidad del capital propio con los parámetros actuales es bajo si se compara con el pasado, esto es consecuencia de la caída en los retornos de los bonos del tesoro de EEUU (tasa libre de riesgo). En la siguiente gráfica se comparan los niveles actuales con los que cabía esperar con los valores promedio de los últimos 20, 15, 10 o 5 años.



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.

3. Manejo Económico- Productivo

Las características del proyecto hacen que los resultados económicos, sean sensibles a las acciones llevadas a cabo por el operador: compra de tierras establecimiento de los montes, mantenimiento de los montes, reconversión de especies, costos operativos, cosecha y venta, etc. Por este motivo, se incluyeron en el Contrato de Fideicomiso, estándares mínimos de desempeño para el administrador.

En este aspecto, el Comité de Vigilancia informa que se cumplieron a satisfacción las exigencias mínimas establecidas para el año 2018:

- Compra de tierras: Cumplido, se preveía la compra de 13.200 ha y el arrendamiento de 800 ha y se han comprado 14.657.
- Área plantable: No se reporta superficie en estado “disponible para plantar” durante más de 24 meses consecutivos.
- Prendimiento de la plantación: Los porcentajes de prendimientos de plantaciones forestales registrados para la medición de Mayo 2019 es del 91% en promedio (80% es lo previsto en el estándar).
- Incremento Medio Anual de las plantaciones: El IMA registrado durante la medición 2019 se encuentra dentro del rango de las curvas propuestas en el prospecto (mínima, más probable, máxima).

Como se han adquirido campos ya forestados, los plazos de inicio de las ventas de madera de tala rasa, se han modificado respecto a la proyección original, adelantando los ingresos del fideicomiso por estos conceptos. A su

vez, los costos de implantación se postergan en aquellas áreas adquiridas ya forestadas, ya que los mismos serán efectuados, una vez que se haya llevado a cabo la tala rasa pertinente.

De esta manera se da un buen nivel de cumplimiento de los compromisos de desempeño.

Cuadro 6. Cumplimiento del proyecto

Concepto	Prospecto	Logrado
Precio de la tierra (USD/ha)	3.200	2.823
Distancia a Montevideo (km)	270	267
Aprovechamiento forestal (%)	62%	64%
Rel. Area E.Grandis/Dunii	2,7	2,9
Superficie total	14.000	14.657
Superficie de bosque (actual)	8.680	9.380

El 17,7% del área forestada tiene pino

Fuente: el operador

En el primer semestre del año se cosechó en modalidad tala rasa una plantación de joven edad (Settembri 2009) dañada por viento en noviembre de 2017. La misma fue visitada y evaluada por el comité de vigilancia, la intervención está justificada por el volumen de árboles dañados física y mecánicamente y la evolución de la plantación ya que se continúan cayendo árboles y no tiene sentido esperar a la generación de madera gruesa para transformación mecánica con daños estructurales. El producto a obtener dado el daño es pulpa.

Estas ventas se concentrarán en el segundo semestre del año y parte también en los primeros meses de 2020, ya que se atrasaron las actividades de tala. El desvío esperado en los ingresos por venta de madera para fines de 2019 se debe a esos atrasos.

Cuadro 7. Ventas al primer semestre y proyección para 2019 (USD).

Actividad	Primer semestre			TOTAL 2019		
	Real	Presupuesto	Diferencia	Estimado	Presupuesto	Diferencia
Eucalyptus Grandis Pulpa	0	196.667	-196.667	209.421	1.657.393	-447.972
Eucalyptus Globulus Pulpa					395.520	395.520
Eucalyptus + 20	32.653	0	32.653	32.653	0	32.653
Total	32.653	196.667	-164.014	1.637.594	2.052.913	-415.319

Fuente: el operador

El retorno de la inversión depende en un 78% a la venta de madera que se realizará más adelante, cuando se desarrollen los bosques; las ventas actuales corresponden a bosques que ya estaban instalados en los predios comprados y a producto de raleos por mantenimiento. En este sentido es clave durante estos años el manejo y seguimiento del bosque.

Cuadro 8. Costos e Inversiones al primer semestre y proyección al año 2019 (USD).

Actividad	Primer semestre			TOTAL 2019		
	Real	Presupuesto	Diferencia	Estimado	Presupuesto	Diferencia
Costos de Producción	484.907	871.969	-387.062	1.521.025	1.712.739	-191.714
Inversiones Implantación	838.958	654.926	184.032	1.135.5901.	065.540	70.050
Inversiones Manejo	597.142	685.427	-88.2851	252.8121	.233.961	18.851
Gastos	668.871	855.827	-186.9561	.765.3171.	707.408	57.909
Total	2.589.878	3.068.149	-478.2715.	674.7445.	719.648	-44.904

Fuente: el operador

Los principales desvíos a destacar en el semestre con respecto de lo presupuestado se explican por los atrasos en algunas labores de raleos (menor gasto) y por una mayor superficie plantada que lo proyectado (mayor gasto); ambos desvíos se corrigen en el correr del año. El principal desvío al finalizae el año será del menor gasto de flets, por menor cosecha y a que la madera se vendió a levantar del monte.

La empresa ha demostrado capacidad de avance en los procesos propuestos, las actividades se ejecutan con una adecuada calidad y con un cronograma ajustado a lo informado.

4. Resultados de la medición de parcelas permanentes

En los montes del fideicomiso Bosques del Uruguay II se instalaron 47 parcelas permanentes distribuidas en 7 predios, 38 parcelas se ubican en plantaciones de Eucalyptus Grandis y las restantes 9 corresponden a Eucalyptus Dunnii. Todas las parcelas se encuentran instaladas sobre bosques de entre 6 a 9 años.

El objetivo de las parcelas permanentes es la medición de dos parámetros de crecimiento de los árboles, la altura y el diámetro, que son críticas para luego estimar la producción.

Los resultados de crecimiento que surgen de las parcelas permanentes se encuentra por encima de la curva prometida para todas las edades, según informa el Comité de Vigilancia.

5. Tasación de la Tierra y los Montes Forestales

La última tasación de los campos y montes del Fideicomiso se realizó a diciembre de 2018, con una nueva empresa. La tasación fue realizada por Poyry y en opinión de esta consultora basada en los datos provistos por Agroempresa Forestal y en las inspecciones realizadas a los predios el valor total de los activos al 31 de diciembre de 2018 era de 66,76 millones de dólares, compuesto de la siguiente manera: 23,59 millones de la cosecha forestal, 0,57 millones por el valor presente del pastoreo y 42,6 millones por la tierra productiva. Este valor es un 1,8% menor al del año anterior, aunque hay que tener en cuenta que hay 1.782 hectáreas menos en el activo forestal. La nueva tasación recoge una caída de un 14% en el componente tierra (por menor superficie y menos valor unitario), pero en contrapartida un incremento muy significativo del valor de los montes forestales, del 43%, que casi alcanza para revertir la caída de la tierra.

En el cuadro 8 se presenta la evolución de los valores promedio de la hectárea 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 9. Evolución de la valuación de la tierra y de las plantaciones

Año	Tierra	En dólares por hectárea
		Tierra, montes y pastoreo
2015	2.696	4.090
2016	2.845	4.291
2017	3.010	4.135
2018	2.893	4.533
Tasa 2013-18	2,38%	3,49%

Fuente: Care en base al Operador

A pesar de la caída en el precio de la tierra consignado en la última tasación, la evolución muestra una tendencia creciente en el caso de la tierra y también en el precio si se considera el valor total (tierra y montes).

6. Riesgos considerados:

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 mínimo*.

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 casi el 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, que es compartida por toda la bibliografía consultada, es que todo 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.

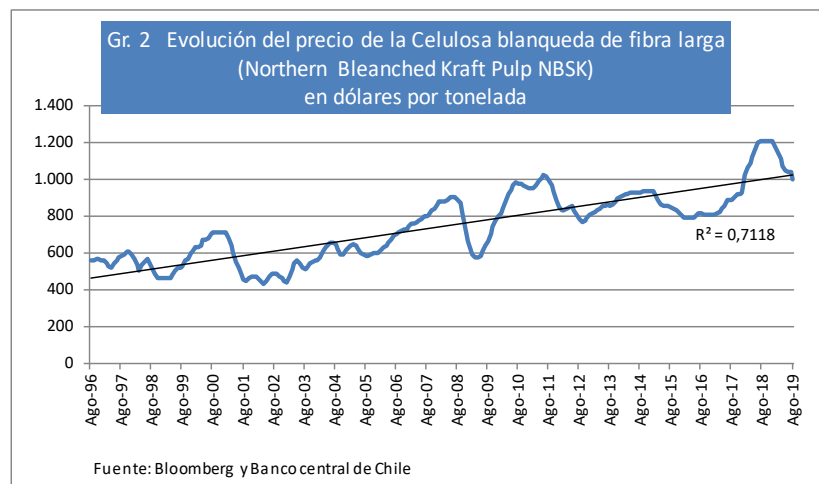
No obstante esta tendencia de largo plazo, en los últimos meses la demanda y en consecuencia los precios de la madera a nivel internacional, regional y doméstico, han evidenciado una cierta retracción como consecuencia de problemas de mercado. Como se verá con mayor detalle en esta sección, los precios de la celulosa y de la madera en bruto han caído significativamente respecto de los valores de fines de 2018 como consecuencia de una reducción de la demanda de China.

Sin embargo, para el largo plazo no existen elementos para suponer cambios en las tendencias planteadas en el prospecto de emisión. Para esta calificación CARE realizó una actualización de la información clave del sector confirmando que no deberían existir en el futuro mayores desvíos respecto de la trayectoria

esperada, ya que la demanda y los precios de los productos forestales se presentan firmes y se proyectan crecientes en valores nominales.

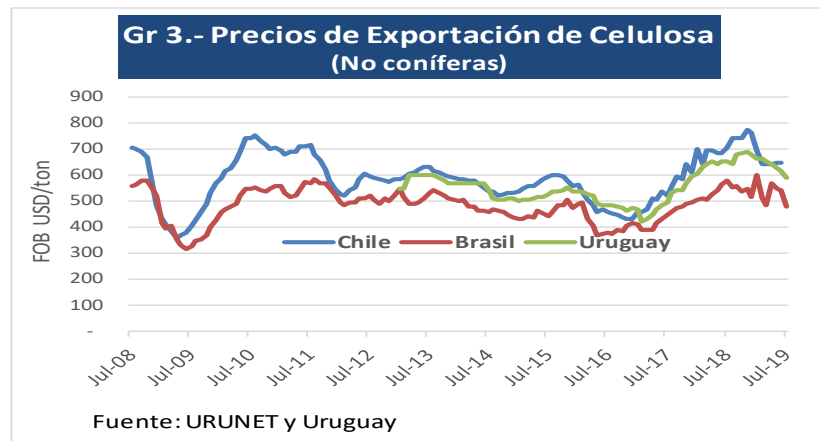
El rubro forestal en el Uruguay ha tenido en los últimos 30 años un gran progreso tanto en el área cultivada como en el desarrollo industrial para el procesamiento de la materia prima. En la actualidad la superficie afectada al rubro supera el millón de hectáreas, la mayoría con certificación de la gestión ambiental sostenible. De esta forma, la producción de madera es fuente de materia prima para la industria de transformación química y mecánica, con posibilidad de acceso a los mercados más exigentes del mundo.

El contexto internacional se presenta en la actual coyuntura relativamente debilitado luego de haber alcanzado en buena parte del año 2018 niveles muy elevados de precios, tanto en pulpa de celulosa como en madera sólida. Los precios en Europa de la celulosa de pulpa de fibra larga (coníferas NBSK⁷), se ubica en poco más de mil dólares la tonelada, frente a los 1.230 de fines del año 2018. En China, principal mercado de pulpa (con el 35% de la demanda) la celulosa NBSK se mantiene en el entorno de los USD 875 por tonelada.

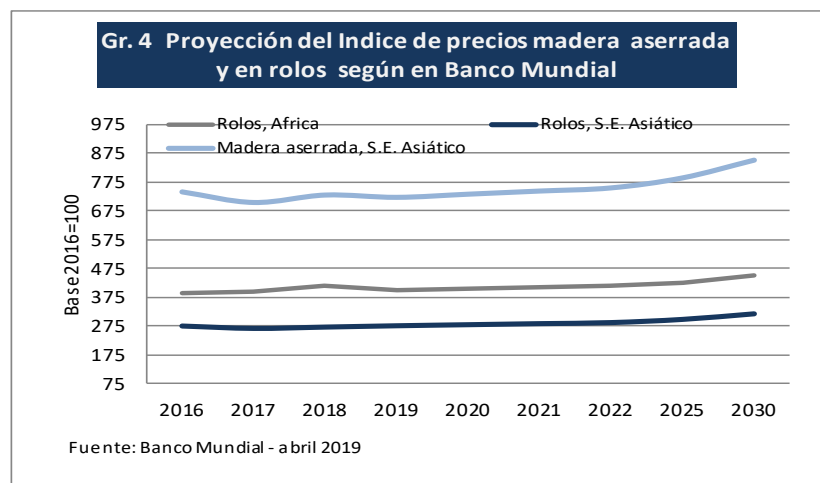


Desde principios del 2017 el precio de la celulosa ha mostrado un aumento muy importante como consecuencia de que el incremento de la demanda supera a la oferta y los stocks se mantienen en niveles bajos. Estos aumentos en los precios internacionales fueron recogidos por las exportaciones locales y regionales y de esta forma los precios regionales de las exportaciones de celulosa mostraron incrementos interanuales mayores al 30% entre enero y julio de 2018. La bibliografía consultada y los analistas sectoriales concuerdan en que es muy probable que estos precios tonificados se mantengan por algún tiempo

⁷. Northern Bleached Softwood Kraft. Pulpa de celulosa blanqueada de fibra larga



Por su parte, los precios de la madera en bruto y de los paneles también mostraron en lo que va del año 2019 un menor nivel de precios que en 2018, como consecuencia de la menor demanda de China, afectando en mayor medida a la madera en bruto. No obstante esta coyuntura menos favorable, las perspectivas para el mediano plazo para la madera en bruto para aserrío o aserrada, muestra la misma tendencia que para el caso de la celulosa, o sea un crecimiento en el largo plazo, tal cual lo detalla el Banco Mundial en la siguiente gráfica.



Como resultado a esta coyuntura internacional para el rubro, se verifica en el Uruguay una reducción en los ingresos por exportaciones forestales en prácticamente todos los productos, para los primeros 6 meses del año.

Cuadro 10. Exportación de productos forestales seleccionados (en millones de dólares FOB)

	2015	2016	2017	2018	ene-jun 2018	ene-jun 2019	Variación
Celulosa	1.266,1	1.222,0	1.310,0	1.653,0	834,0	822,0	-1,4%
Rolos (excepto eucalipto)	0,9	4,7	88,3	147,8	95,7	75,9	-20,6%
Tableros de madera contrachapados	62,2	57,8	63,5	76,3	39,7	24,3	-38,8%
Chips (eucalipto y pino)	56,5	82,0	63,6	98,0	48,2	55,2	14,5%
Madera aserrada No Coníferas	42,3	38,4	46,5	53,0	26,3	24,7	-6,1%
Madera aserrada Coníferas	23,4	26,7	46,5	62,5	31,6	25,8	-18,4%
Papel y Cartón	90,8	61,0	37,1	36,3	19,4	20,9	7,7%
Rolos de eucalipto	24,4	16,9	20,6	29,5	14,7	5,9	-59,9%
Total	1.566,5	1.509,6	1.676,1	2.156,3	1.109,6	1.054,7	-4,9%

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

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

Como puede observarse, el valor de las exportaciones de celulosa –principal producto de exportación- cae muy poco, apenas un 1,4%. Esta reducción en las exportaciones de celulosa se explican básicamente por un menor precio ya que las dos plantas se encuentran produciendo a capacidad plena.

Los envíos de pino en bruto a China fueron los de mayor incidencia negativa en las exportaciones, afectados por problemas de mercado por precio y stocks crecientes en China. También cayeron fuertemente las exportaciones de rolos de eucalipto, pero su incidencia en el total es muy marginal.

Las exportaciones uruguayas de madera aserrada (de pino y de eucalipto), muestra también reducciones significativas en los primeros meses de 2019, como consecuencia de una reducción de la demanda de China.

En el caso de los tableros contrachapados, los menores valores de exportación se deben a la menor demanda de México.

En resultado final de las exportaciones totales de origen forestal para el primer semestre del año 2019 es de una reducción de un 5%. Todo indica que este año no se alcanzará el record del año anterior pero igualmente se ubicará en el entorno de los 2 mil millones de dólares un valor igualmente muy superior a los niveles del pasado reciente.

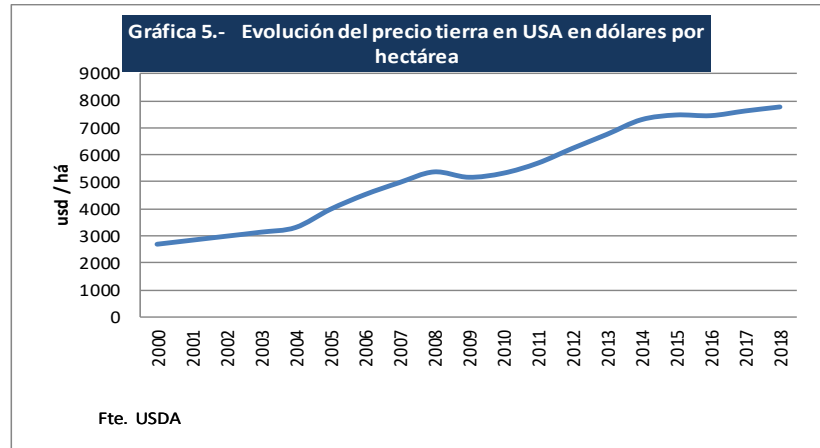
No obstante esta coyuntura adversa, las perspectivas para el rubro en lo que refiere a la demanda futura y los precios de la madera siguen siendo auspiciosos para el mediano y largo plazo. El actual escenario internacional de precios está afectado por los altos stocks en China, la devaluación del yuan y el conflicto comercial de ese país con los EEUU, hechos que han afectado fuertemente la demanda.

5.3 El precio de la tierra

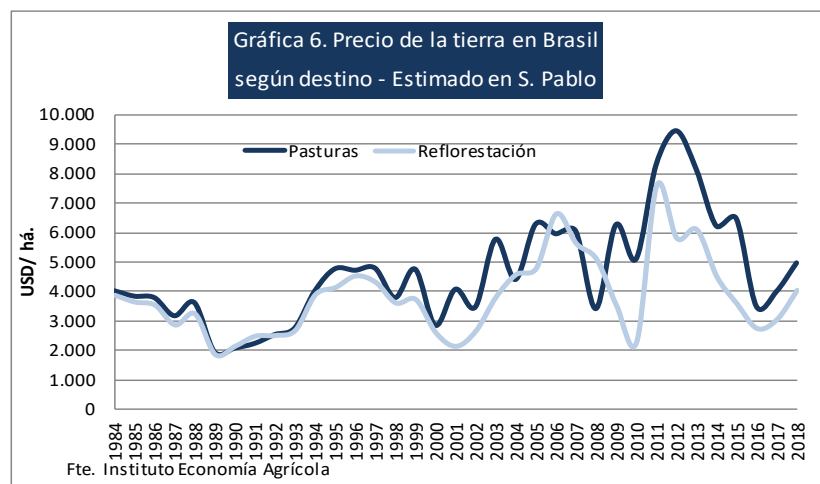
El precio de la tierra, el segundo en nivel de importancia, ha visto modificada su evolución de fuerte apreciación en dólares, con una caída a partir de 2015, y una insinuada estabilidad en los últimos años con las variaciones propias de un escaso número de operaciones; según reporta la Dirección de Estadísticas Agropecuarias del MGAP para el promedio de las operaciones en todo el país.

Las perspectivas de demanda internacional por tierra son alentadoras y ubican los precios en niveles crecientes, aunque a tasas moderadas para el mediano y largo 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, en lo que va del siglo XXI se observa una continua fase ascendente, con alguna excepción (2009 y 2015) en donde se verificaron mínimas reducciones, pero que no modifican la tendencia. El precio en Estados Unidos cayó únicamente en los primeros años de la década del ochenta ante el cambio de la política monetaria denominado "Plan Volker" y en menor medida, después de la crisis financiera de Lehman Brothers, y en forma muy moderada. Cualquiera de los dos shocks negativos en el nivel de precios, fueron revertidos en pocos años. En 2018, los precios de la tierra (promedio) aumentaron un 2%.



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, que comenzó a revertirse en 2017 y se confirmó en 2018.



En Argentina, el precio de la tierra agrícola (de muy buena calidad), aumentó desde 1956 (USD 557 la Ha.) a enero de 2008 (USD 10.000 la Ha.) a un ritmo promedio de 3,5% acumulativo anual en términos reales, o sea descontando la inflación del dólar. Dicho crecimiento continuó hasta fines del 2011 (con una breve interrupción principalmente ocasionada por la crisis financiera de los años 2008/09). A partir del 2011 y debido a factores ajenos al campo y

relacionados con la economía del país: la restricción a la compra-venta y/o giro de divisas extranjeras (“cepo cambiario”), el aumento del costo medido en dólares, la baja en el precio de los “commodities” y el aumento de la presión impositiva determinaron el comienzo de un período de leve reducción de los precios de la tierra. A estas medidas hay que sumarle la sanción de la Ley 26.737 “Régimen de Protección al Dominio Nacional sobre la Propiedad, Posesión o Tenencia de las Tierras Rurales” (“Ley de tierras”), que también generó efectos negativos sobre los precios.

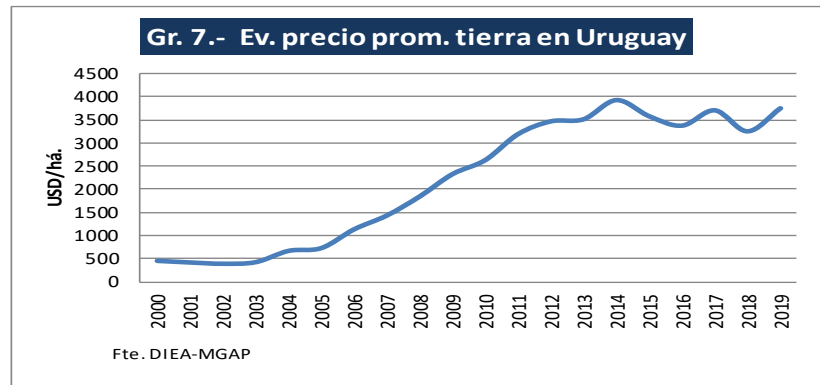
El cambio de gobierno nacional en 2016 generó expectativas para el comienzo de una recuperación en los valores, lo que finalmente no ocurrió, ya que la coyuntura económica no acompañó la recuperación del sector. La inflación, la devaluación del peso y la alta presión impositiva que aún soportan los productores agropecuarios en Argentina, generan no sólo una rentabilidad escasa, sino también un complejo escenario para generar nuevos negocios.

En los años en los que hubo gran demanda de campos y altos precios de la soja (2011-2014), los valores en la zona núcleo se ubicaban entre US\$ 18.000 y US\$ 22.000/Ha mientras que en 2019 esos mismos campos se ubican entre USD 12.000 y USD 15.000/Ha. Según operadores del mercado inmobiliario rural argentino, los niveles de precio llegaron a un piso en el año 2017 y a partir de allí habían comenzado una lenta recuperación. La incertidumbre política derivada del resultado de las elecciones Argentinas genera dificultades adicionales para prever lo que pueda ocurrir en el mediano plazo con los valores de los campos en ese país.

En el caso de Uruguay, la información reportada por DIEA-MGAP para el promedio de las transacciones de tierras da cuenta de una muy fuerte valorización a partir de 2004 y hasta el 2014 cuando se verifica el valor máximo. A partir de 2015 comienza un cierto ajuste a la baja pero con un comportamiento un tanto errático, consecuencia seguramente de una bajo número de transacciones en donde la calidad y la localización de los campos comercializados tienen una gran influencia en los valores medios. Fue así que en 2017 DIEA reportó un aumento de un 10% en el valor de la tierra, luego en 2018 la misma oficina da cuenta de una reducción de un 12%, y luego para el primer semestre de 2019 el precio promedio de la hectárea media del país estaría mostrando una recuperación de un 15%.

En la serie “Precio de la Tierra” Compraventas Primer Semestre de 2019, publicado en octubre de 2019 por DIEA, se expresa que *“Analizando las transacciones de más de 1.000 hectáreas por su destino, la distribución de rubros respondería un 12% al forestal, 17% ganadero, 25% agrícola y 46% agrícola-ganadero de muy buen potencial productivo. El aumento en la comercialización de campos con aptitud agrícola total o parcial explicaría en parte el aumento del precio promedio, acompañado por la venta de una superficie significativa destinada a la producción de citrus”*.

El escaso número de transacciones verificado en estos últimos años genera algunas dudas en cuanto a los valores obtenidos, lo que deberá ser corroborado en los siguientes años.



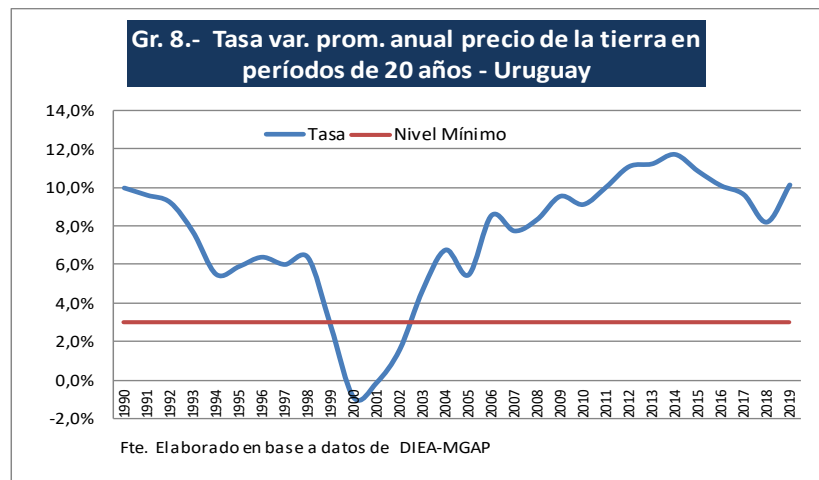
Como ya fuera expuesto, la valorización del precio de la tierra es un componente relativamente importante de ingreso final del fideicomiso (21%) por lo que lo que finalmente ocurra con su comportamiento tendrá una contribución sustancial con el retorno final de la inversión. El modelo financiero supuso una valorización acumulativa anual de un 3% durante 20 años, por lo que resulta importante conocer que ha sucedido en el pasado como forma tener una cierta aproximación con lo que pueda ocurrir en el futuro.

Para ello CARE analizó con la información de los precios de la tierra (en dólares corrientes) de una serie de 49 años (1970 a 2019) la variación anual en períodos de 20, en donde se observa lo siguiente:

- En promedio, la evolución anual del precio de la tierra en períodos móviles de 20 años fue de 7,4%.
- La tasa anual de crecimiento solamente fue menor al 3% para el caso de los campos que se vendieran entre 2000 y 2002, o sea que se hubieran comprado entre 1980 y 1982.
- Para el resto del período, el crecimiento anual del precio de la tierra supera el 3%.

Si el mismo análisis se realiza para períodos de 30 años se mantiene la misma tasa de crecimiento anual (7,4%), y el mínimo crecimiento anual es de 5% y por lo tanto en ningún período estaría por debajo del valor considerado en el prospecto.

La evolución anual de este indicador –para intervalos de 20 años- muestra una tendencia al alza hasta el 2014, para luego comenzar a caer hasta 2018. Los datos preliminares del primer semestre de 2019 podrían estar mostrando un cambio en la tendencia.



La tasa anual de crecimiento estimada sobre las tasaciones de los campos del fideicomiso para los últimos años (2015 a la fecha) se ubicó en el 2,38%, bastante más baja que la tendencia histórica y por debajo de lo estimado en el prospecto. Es importante tener en cuenta que apenas van 4 años y abarca el período en que DIEA constata la caída en los valores de los campos.

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 en cuanto a cómo será su desenlace.

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

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

VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

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 de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación BBB+ (uy)⁸ de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrian Tamber

⁸. **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.**