

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

Montevideo, octubre de 2019

4	RESUMEN GENERAL
6	I INTRODUCCIÓN
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 oferta pública de Certificados de Participación escriturales por USD 190.000.000.
16 - octubre -2019**

Denominación:	Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay III.
Fiduciario:	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión.
Operador (Administrador) y Organizador:	Agroempresa Forestal S.A.
Agente de Registro y Pago:	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión
Entidad Representante:	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.
Títulos:	Certificados de participación
Moneda:	Dólares americanos
Importe de la emisión:	USD 190.000.000
Fecha de la suscripción de los valores a emitir:	6 de diciembre de 2016
Plazo de la emisión:	20 años.
Distribuciones:	Según resultados acumulados de acuerdo a procedimiento establecido
Activos del Fideicomiso:	Tierra y bosques forestales.
Comité de calificación:	Ing. Julio Preve, Ing. Agr. Adrián Tamber y Cr. Martín Durán Martínez
Calificación de Riesgo:	BBB+ (uy) ¹
Vigencia:	30 de abril de 2020
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 ha actualizado la calificación de los certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero Bosques del Uruguay III manteniendo la calificación BBB+ (uy) de grado inversor.

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

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico ofrece las garantías necesarias tal como se aprecia en el informe jurídico del Anexo I de la calificación original.
- Un proyecto que desde el punto de vista físico y económico supera diversas pruebas a los que razonablemente la emisora y la calificadora han sometido el proyecto; y que al mismo tiempo se destaca por el nivel de cobertura de múltiples variables consideradas. Incluso en esta oportunidad se realizó una nueva estimación satisfactoria del Costo de Oportunidad del Capital, recogiendo las variaciones en la tasa de interés internacional y en el riesgo país.
- Un negocio compuesto por la adquisición de 46.269 hectáreas; la superficie plantada es de 25.458 hectáreas, y hay 4.588 para plantar en próximos años, lo que arrojará un aprovechamiento promedio de 65%. En este caso además se adquirió una extensión de tierras con un negocio en marcha, con la cual se mitigaron considerablemente los riesgos de adquisición y plantación.
- Se destaca que la misma empresa ya administra tres proyectos de similares características (Bosques del Uruguay, Bosques del Uruguay II 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.
- 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.
- Un diseño de gobierno corporativo que acota 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).

- La última tasación de los campos y los montes del Fideicomiso al 31 de diciembre de 2018 arroja un valor total de USD 181 millones. Es la segunda tasación que se realiza y muestra un incremento de un 4,6% con relación a la realizada en el año anterior. Una parte de este incremento en el valor del patrimonio forestal se explica por la compra del último campo (1.782 hectáreas compradas al Fideicomiso Bosques del Uruguay II), pero la mayor incidencia en ese aumento es por el incremento del valor de los montes.
- La última actualización de la TIR se realizó en abril de 2019 y se ubicaba en el 8,4% para el escenario base, levemente por debajo de la proyectada en el prospecto (9,2%). 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; que para el caso de pulpa habría que agregar la nueva planta de UPM. 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 este año las ventas proyectadas de madera para pulpa, pero sí tendrá efecto en las exportaciones de madera rolliza (de pino y de Eucaliptus) como consecuencia del menor dinamismo del mercado asiático. Se espera que comience la recuperación del mercado de madera sólida para el segundo semestre de este año, lo cual empezaría por el Eucaliptus y más tarde para el Pino, de cualquier manera las exportaciones proyectadas serán menores en ambos casos
- No se advierten amenazas en lo que respecta a las políticas públicas.

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para actualizar la calificación de los certificados de participación en el dominio fiduciario del fideicomiso financiero denominado "Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay III", por un valor nominal de USD 190.000.000 (ciento noventa millones de dólares).

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

El marco conceptual de esta calificación supone un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica el desempeño esperado del fideicomiso, su capacidad de generar en el tiempo utilidades, conforme al proyecto de ejecución del negocio forestal que su administración está mandatada a realizar. Admitido el rango de T.I.R.s derivado de múltiples simulaciones, como razonable para el proyecto en 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 Cr. Martín Duran, el Ing. Agr. Adrián Tamber y el Ing. Agr. Julio Preve. CARE contrató los servicios del Dr. Leandro Rama para la evaluación del riesgo jurídico en ocasión de la calificación original cuyo informe se adjuntó en Anexo I de la misma². Asimismo CARE contrata regularmente informes de campos adicionales y realiza visitas a los predios.

Más allá de las actualizaciones de norma la calificación puede variar ante la aparición de hechos relevantes.

². Disponible en www.care.com.uy

2. Antecedentes generales y hechos salientes del período

Como antecedente más relevante hay que mencionar a los Fideicomisos Financieros Forestales Bosques del Uruguay I y II, que emitieron certificados de participación en agosto de 2011 y en octubre de 2014 por un monto de 50 y 70 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 fue también calificado por CARE.

El Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay III tiene como objetivo proveer a los inversores retornos a largo plazo logrados esencialmente a través del producto de las ventas de la madera y bosques en pie y la valorización del activo tierra, y a la vez, aunque en menor medida, del producto de la venta de bonos de carbono y de pastoreo de las tierras no forestadas, siguiendo protocolos de inversión y administración, con adecuados estándares productivos, ambientales y sociales.

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

Las principales características del proyecto son:

- Con el monto de la emisión fue posible adquirir una superficie de 46.269 hectáreas de las cuales un 55% ya se encuentran forestadas con las especies comerciales de mayor implantación en el Uruguay: Eucaliptus y Pino. Se prevé plantar 4.588 hectáreas adicionales para llegar a un 65% de superficie forestal. Las plantaciones se encuentran –tal como se preveía en el proyecto- a mitad de su ciclo productivo ya que se adquirió un emprendimiento en desarrollo.
- Los predios adquiridos, 47 en total, tienen una alta proporción de pino. El plan de negocios plantea cortar los pinos al final de su ciclo y cambiar por Eucaliptus grandis y dunnii. Incluso algunos montes de pino de escaso desarrollo y que habían estado mal mantenidos se cortarán antes del fin de su ciclo, para replantar esas superficies con eucaliptus.
- Ubicación del proyecto en la zona centro-este del país, con la siguiente distribución: Cerro Largo (38%), Lavalleja (24%), Treinta y Tres (19%), Florida (17%) y Rocha (2%), por ser una zona de gran potencial para la explotación forestal.
- Las plantaciones de Pino Taeda constituyen el 52% del patrimonio forestal de BDU III. Las plantaciones de eucaliptus para pulpa suman un total de 35% de la superficie entre E. dunnii (23%) y Euca pulpa (globulus y maidennii) (12%). Las plantaciones de E. grandis cuyo destino principal es la producción de madera sólida constituyen al 30 de junio de 2019 el 13% del activo forestal total.

- Con respecto a los ingresos, el prospecto proyectaba que del total estimado por ventas, un 70-80% corresponderá a la venta de madera y/o bosques en pie, un 20 a 25% a la venta de la tierra al final del proyecto, y menos del 1,5 % a ingresos por venta de bonos de carbono y pastoreo.
- En octubre de 2018 se compró el establecimiento Cruz Roja que era propiedad del Fideicomiso Financiero "Bosques del Uruguay II" con una superficie de 1.782 hectáreas, de las cuales 1.350 son forestables y un 51% ya estaría plantado. Para la realización de esta compra 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.
- En el mes de setiembre de 2018 se realizó la última integración de fondos (Capital call) al Fideicomiso por USD 8.997.000, por lo que se completó la emisión.
- La última tasación de la totalidad de los predios y montes del Fideicomiso fue realizada por la consultora Poyry estimando un monto total de 181,0 millones de dólares conformado por 135,2 millones por la tierra, 43,8 millones por los montes y 2 millones por concepto de ingresos por pastoreo. Esta nueva estimación supone un aumento de un 4,2% en el patrimonio forestal con respecto del año anterior, compuesto por un crecimiento de un 2,7% en los valores de la tierra y un 19,3% en los valores de los montes. Hay que tener presente que esta nueva tasación incorpora un nuevo establecimiento que es lo que explica el aumento en el valor de la tierra. Sin considerar este nuevo predio el valor de la tierra hubiera caído en aproximadamente un 1,2%, lo cual fue compensado por el crecimiento de los montes.
- Los objetivos trazados para el 2019 con relación al manejo, inversiones y mantenimiento de los montes se vienen cumpliendo razonablemente dentro de lo previsto, según informa el operador y el comité de vigilancia.
- Las ventas proyectadas de madera con destino a pulpa se vienen realizando con normalidad y probablemente se cumpla como lo esperado al final del año. En este caso, las ventas se realizan a Montes del Plata y existen contratos de abastecimiento
- No se estarían cumpliendo ni se van a cumplir en el correr del año las previsiones de ventas de madera sólida, lo que se explica por los problemas de la demanda. Esto enlentece las actividades de cosecha y de raleo. La demanda externa, proveniente en gran medida de Asia ha estado muy debilitada durante casi todo el año 2019 para madera rolliza, y se espera una lenta recuperación sobre fines del año, recuperación que comenzaría por eucaliptus primero y luego pino.
- 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 como consecuencia de las dificultades comerciales.

- En el primer semestre del 2019 se plantaron 1.239 hectáreas un 88% de lo presupuestado, se espera cumplir con lo planificado al finalizar el año.
- 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 fondo 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.
- 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 os 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 de 2019.
- Balance de Agroempresa Forestal al 31 de diciembre de 2018, con informe de auditoría
- Informe del primer y segundo trimestre de 2019 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, II y IV realizadas por CARE y sus sucesivas actualizaciones.

II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

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

1. Descripción general

Denominación: Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay III

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

Operador administrador: Agroempresa Forestal S.A.

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

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

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

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

Títulos a emitir: Certificados de participación

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

Moneda: Dólares

Importe de la Emisión: USD190.000.000

Fecha de suscripción: 6 de diciembre de 2016

Plazo de la emisión: 20 años. Máximo 30 años.

Distribuciones: Según resultados acumulados de acuerdo a procedimiento establecido

Calificación de Riesgo: BBB+(uy)

2. El análisis jurídico

El análisis jurídico procura descartar cualquier eventualidad de conflictos derivados por ejemplo de la construcción jurídica, los contratos respectivos, el cumplimiento con normas vigentes, etc³.

El informe recorre las contingencias objetivas y subjetivas de los contratos y finalmente concluye: **“...En conclusión y contemplando todos los aspectos involucrados, el negocio fiduciario cuenta con un razonable grado de cobertura, no advirtiendo riesgos sustanciales asociados a contingencias jurídicas en el proceso de emisión”**

3. Riesgos considerados

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

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

³ Ver Anexo I de la calificación original, disponible en care@care.com.uy

III. LA ADMINISTRACIÓN

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

1. Ef Asset Management (EFAM)

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

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

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

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

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 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 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

Con fecha 22/8/16 se celebró el contrato de fideicomiso cuya inscripción fue autorizada por el BCU con fecha 16/11/16. El 6/12/16 se llevó a cabo en BEVSA la colocación de USD 190 millones en Certificados de Participación (CP's). Los mismos se encuentran totalmente integrados desde el 24/9/18, fecha en que se realizó la última integración por casi USD 9 millones.

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

En los cuadros siguientes se ilustra el estado de situación y de resultados intermedios del Fideicomiso al 30/6/19.

Cuadro 3: Estado de Situación Fideicomiso (miles u\$s)			
Concepto	30/6/2019	31/12/2018	31/12/2017
Activo	208.636	210.499	198.003
Activo Corriente	9.665	11.441	10.642
Activo no Corriente	198.971	199.058	187.360
Pasivo	7.751	7.567	4.582
Pasivo Corriente	2.287	2.272	1.477
Pasivo no Corriente	5.465	5.296	3.104
Patrimonio	200.884	202.931	193.421
Pasivo y Patrimonio	208.635	210.499	198.003
Razón Corriente	4,23	5,04	7,21

Fuente: EE.CC del Fideicomiso

La tasación, tanto de las tierras como de las plantaciones, se realiza una vez al año con motivo del cierre al 31 de diciembre de cada año. En consecuencia, los valores que figuran en el cuadro precedente responden a tasaciones y mediciones realizadas en diciembre de 2018 más/menos movimientos reales que se hayan efectuado en el semestre.

Al 30/6/19 se registran 25.511 hás forestadas en, aproximadamente, 46.000 hás cuyo valor contable es de USD 200 millones (incluyendo tierras montes y mejoras) casi igual al valor contable del patrimonio del Fideicomiso a esa fecha y superior a la emisión de USD 190 millones.

Cuadro 4: Estado de Resultados Fideicomiso (miles u\$s)

Concepto	30/6/2019	30/6/2018	31/12/2018
Ingresos operativos	10.507	6.371	17.287
Cambio de valor activos biológicos	-	-	9.601
Costo de los bienes vendidos	(10.507)	(6.321)	(17.337)
Resultado bruto	1	51	9.552
Gastos Administración y Ventas	(1.898)	(2.303)	(4.185)
Resultados Financieros	447	179	394
Resultado del periodo antes IRAE	(1.450)	(2.073)	5.761
IRAE	(595)	(4.028)	(4.028)
Resultado del periodo	(2.046)	(6.102)	1.732
Otro resultado integral del periodo			(2.462)
Resultado integral del periodo	(2.046)	(6.102)	(730)

Fuente: EE.CC del Fideicomiso

El periodo registra ingresos por ventas (explicados en su casi totalidad por venta de madera) de relativa importancia. Pese a ello, los resultados parciales son deficitarios; se recuerda que al no realizarse en el periodo intermedio nuevas mediciones del crecimiento de los árboles no hay resultado por este concepto. Esto y el hecho que el paso del tiempo habrá de ir aumentando el volumen de madera a cosechar y comercializar, deberían revertir el signo de los resultados futuros.

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, se considera que el riesgo de incumplimiento de la administradora y del fiduciario con las responsabilidades del proyecto es *casi nulo*.

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

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

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

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, tasa interna de retorno.

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

El Proyecto planteado en el prospecto sobre la base de esos supuestos presentó una Tasa Interna de Retorno del 9.19 % para el Inversor. Es importante aclarar que las proyecciones no consideran ninguna obra de infraestructura de transporte en los próximos 20 años, lo que implica un supuesto conservador debido a que la disminución en el costo del transporte incrementaría de forma importante el retorno de la inversión.

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 8,4%, resultando menor 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. Dumni 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	8,4%
Aumento precio de Tierra y Madera para aserrado	4,3%
Aumento precio de Tierra	3,5%
Todos los factores Constantes	2,3%

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 valor de compra de las tierras,
- incremento de los costos operativos,

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

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 esperados descontados a una tasa de interés del 8,5%. El patrimonio actual supera a la emisión por lo que se podría inferir que la tasa de retorno debería estar por encima de la tasa de descuento considerada (8,5%).

2. Nueva estimación del Costo 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 fondos⁴. Para ello se calculó el costo promedio ponderado del capital (WACC⁵) 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 Damodaran⁶ 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:

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

⁴. El prospecto de emisión supone una tasa de descuento del 8%.

⁵. Weighted Average Cost of Capital

⁶. . 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 mercado⁷.

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.

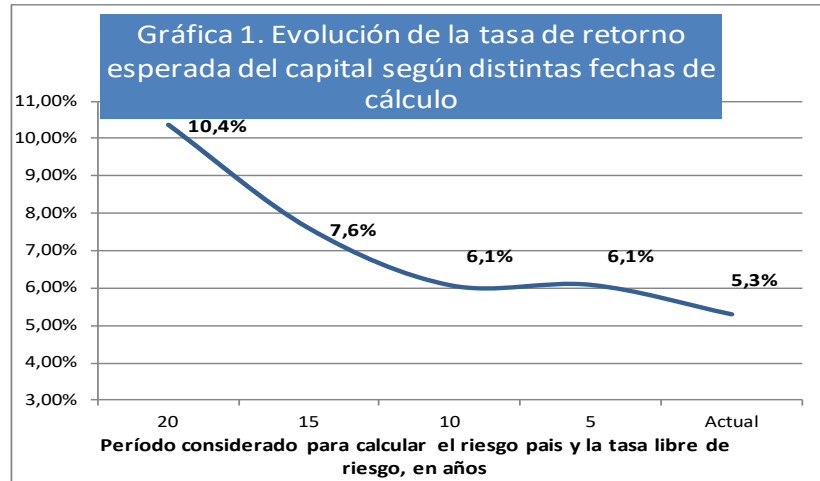
En esta ocasión y a la luz de estas discusiones, se calculó el $E(r_f)$ en distintos escenarios (el parámetro "beta unlevered" de Damodaram, para enero de 2019 se ubica en 1,02).

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 (9,19%), lo que nos indicaría que la tasa prevista es superior a la teórica; también es inferior a las obtenidas a través de las sensibilizaciones realizadas. 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.

⁷. 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 especialmente 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.

En el cuadro siguiente se presenta información sobre la superficie de montes por especie al 31 de diciembre la cual está distribuida en 47 establecimientos.

Cuadro 6. Distribución del área plantada en hectáreas por especie

	Superficie	Porcentaje
Pinus Taeda	13.175	51,4%
Pinus elliottii	346	1,3%
Eucalyptus Dunnii	4.816	18,8%
Eucalyptus Globulus	4.081	15,9%
Eucalyptus Grandis	2.170	8,5%
Eucalyptus maidenni	1.035	4,0%
TOTAL	25.622	100,0%

Fuente: Poyry (al 31 de diciembre de 2018)

Las exigencias mínimas de cumplimiento establecidas⁸ se vienen cumpliendo a satisfacción según consta en el informe del Comité de Vigilancia.

- Compra de tierras: cumplido desde el comienzo del proyecto.

⁸. Cláusula 10 del Contrato de Fideicomiso

- Área plantable: El proyecto no reporta superficie en estado “disponible para plantar” durante más de 12 meses consecutivos. Mas del 90% del área sin plantar son superficies cosechadas durante 2019, que serán plantadas durante la primavera 2019 u otoño 2020.
- Prendimiento de la plantación: Los porcentajes de prendimientos de las plantaciones realizadas en la primavera de 2018 fue del 83% (mínimo exigido 80%). Se reporta un prendimiento bajo (61%) en 20 hectáreas de E. Smithii.
- Cumplimiento del presupuesto: Los rubros de plantación, poda, raleo, cosecha tala rasa y gastos del presupuesto deben tener variaciones menores al 25% con respecto al presupuesto presentado al CV. La ejecución fue menor a la prevista (27% más bajo), por menor cosecha por problemas de mercado. El CV considera que se cumplió con el presupuesto. Las tarifas que se pagaron por las actividades estuvieron alineadas con el presupuesto.
- Incremento Medio Anual de las plantaciones: El IMA registrado durante la última medición (setiembre de 2019) se encuentra por encima de la curva mínima prometida para todas las edades.

Las ventas reales del primer semestre del 2019 han sido menores a lo presupuestado (-28%), como consecuencia los problemas de mercado externo para la madera rolliza, sea de pino o de eucaliptus. Esta situación afecta la tala rasa de esas especies y también los raleos de pino. Esa menor exportación respecto de lo proyectado se mantendría para el resto del año y se espera que al finalizar el 2019 las ventas en valor serán un 27% menores al presupuesto para el año. Por su parte, las ventas de madera para pulpa se vienen realizando según lo proyectado y se espera que al final el año se cumpla razonablemente con la proyección. La madera para pulpa se vende a las plantas instaladas en el país existiendo contratos de mediano plazo.

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

Ventas	Primer semestre			TOTAL 2019		
	Real	Presupuesto	Diferencia	Estimado	Presupuesto	Diferencia
Stock eucaliptus 2018	6.241.151	5.751.700	489.451	6.241.151	5.751.700	489.451
Raleo Pino	96.302	138.600	-42.298	96.302	508.200	-411.898
Talarasa Pino	342.340	713.400	-371.060	342.340	1.471.296	-1.128.956
Eucalyptus rollizo	1.596.212	5.202.112	-3.605.900	2.800.900	8.104.960	-5.304.060
Eucalyptus Pulpa	2.094.534	2.677.068	-582.534	9.394.303	10.070.834	-676.531
Total	10.370.539	14.482.880	-4.112.341	18.874.996	25.906.990	-7.031.994

Fuente: el operador

La menor cosecha determina una reducción sustancial en los costos de producción, especialmente de los fletes y en los raleos que no se realizan, reducción que se proyecta que se mantenga durante todo el año (-32%). Para el resto de los componentes del costo y las inversiones se viene cumpliendo con el presupuesto y se mantendría ese cumplimiento hasta fin del año.

Cuadro 8. Costos e Inversiones al primer semestre y proyección al año 2019 (U\$S)						
Actividad	Primer semestre			TOTAL 2019		
	Real	Presupuesto	Diferencia	Estimado	Presupuesto	Diferencia
Costos de Producción	6.487.778	10.331.118	-3.843.340	11.661.175	17.221.295	-5.560.120
Inversiones Implantación	2.639.664	2.773.665	-134.001	5.052.988	5.052.988	0
Inversiones Manejo	455.496	755.148	-299.652	1.584.584	1.575.963	8.621
Gastos	1.854.746	1.756.660	98.086	3.537.784	3.394.270	143.514
Total	11.437.684	15.616.591	-4.178.907	21.836.531	27.244.516	-5.407.985

Fuente: el operador

4. Resultados de la medición de parcelas permanentes

Se instalaron 91 parcelas permanentes de las cuales 18 corresponden a Eucalyptus dunnii y 73 a Pinus taeda. Las parcelas de E. dunnii corresponden a las clases de edad 4 y 5 años, mientras que en el caso del P. taeda las edades van de los 7 a los 11 años. No hay a la fecha parcelas permanentes en Eucalyptus Grandis ya que las primeras plantaciones se realizaron en 2017. A partir del año 2020 se estarán instalando las primeras parcelas en esta especie y complementando con nuevas parcelas en E. Dunnii.

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 encuentran 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, 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 181,0 millones de dólares, compuesto de la siguiente manera: 43,8 millones de la cosecha forestal, 2 millones por el valor presente del pastoreo y 135,2 millones por la tierra productiva. El valor total del activo muestra un incremento de un 4,2% respecto del año anterior, pero el mismo se explica por una mayor superficie, ya que en 2018 se incorpora un nuevo predio al fideicomiso.

Si se analiza el precio de la hectárea en forma individual, la nueva tasación muestra una reducción de un 1,2% en la tierra sin montes y prácticamente un idéntico valor si se considera la tierra con montes y mejoras. Esto se explica por un aumento sensible del valor de los activos biológicos (bosques) que entre 2017 y 2018 aumentan en un 19% pasando de 36,7 a 43,8 millones de dólares.

En el cuadro 8 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 9: Evolución de la valuación de la tierra y de las plantaciones

	En dólares por hectárea	
	Tierra	Tierra, montes y pastoreo
2016	2.949,9	3.600,6
2017	2.959,3	3.903,0
2018	2.922,4	3.911,7
Variación 2018/2016	-0,9%	8,6%

Fuente: Care en base a las tasaciones

2. 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 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 clave 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, 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.

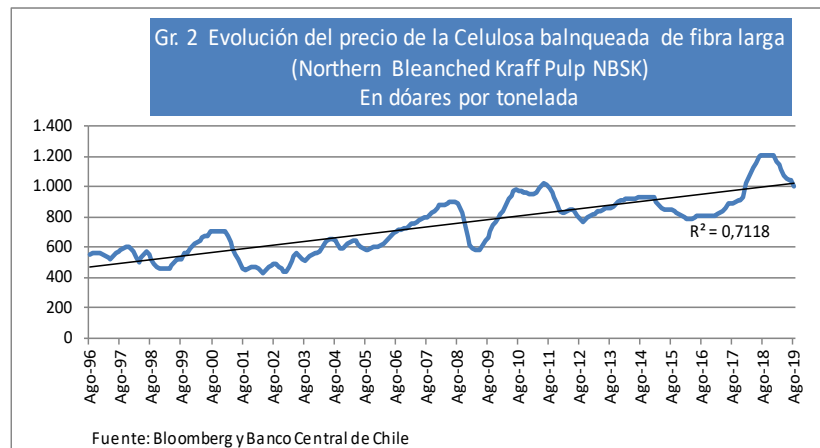
No obstante esta tendencia de largo plazo, en los últimos meses la demanda y en consecuencia los precios de la madera a nivel internacional, regional y doméstico, han evidenciado una cierta retracción como consecuencia de problemas de mercado. Como se verá con mayor detalle en esta sección, los precios 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.

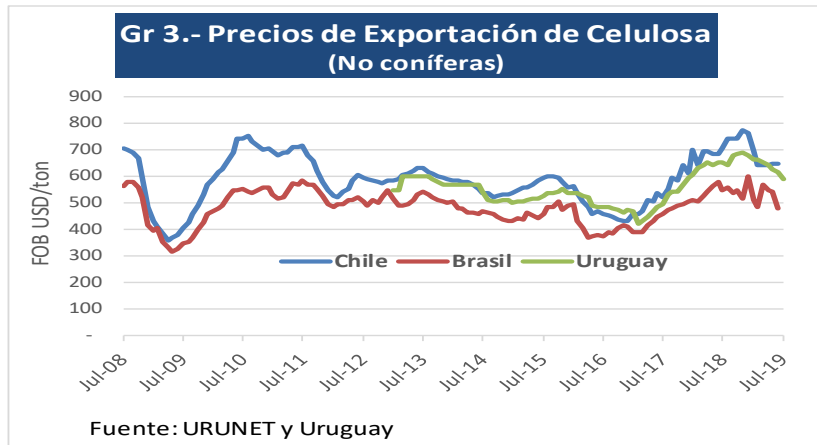
El rubro forestal en el Uruguay ha tenido en los últimos 30 años un gran progreso tanto en el área cultivada como en el desarrollo industrial para el procesamiento de la materia prima. En la actualidad la superficie afectada al rubro supera el millón de hectáreas, la mayoría con certificación de la gestión 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 NBSK⁹), 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.

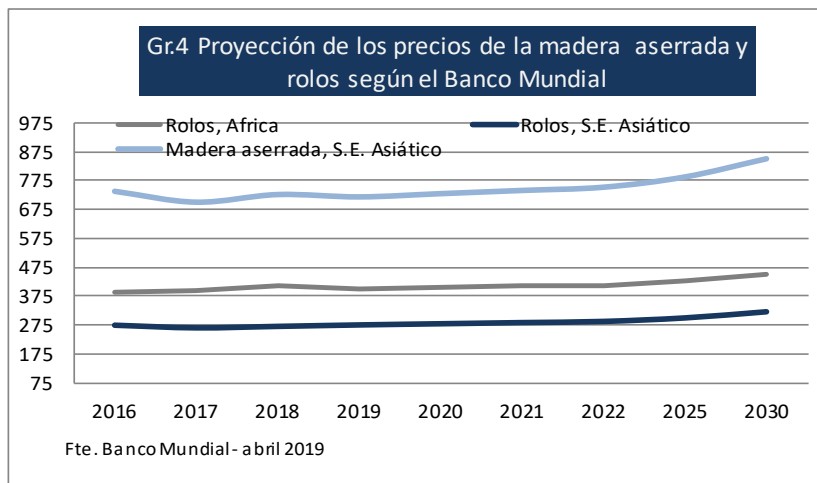


Desde principios del 2017 el precio de la celulosa ha mostrado un aumento muy importante como consecuencia de que el incremento de la demanda supera a la oferta y los stocks se mantienen en niveles bajos. Estos aumentos en los precios internacionales fueron recogidos por las exportaciones locales y regionales 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

⁹. 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

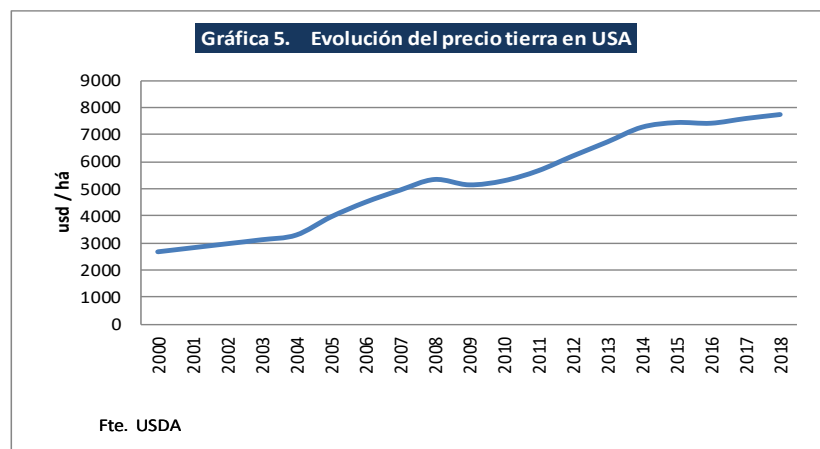
El precio de la tierra, el segundo en nivel de importancia, ha visto modificada su evolución de fuerte apreciación en dólares, con una caída a partir de 2015, y una insinuada estabilidad en los últimos años con las variaciones propias de un escaso número de operaciones; según reporta la Dirección de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

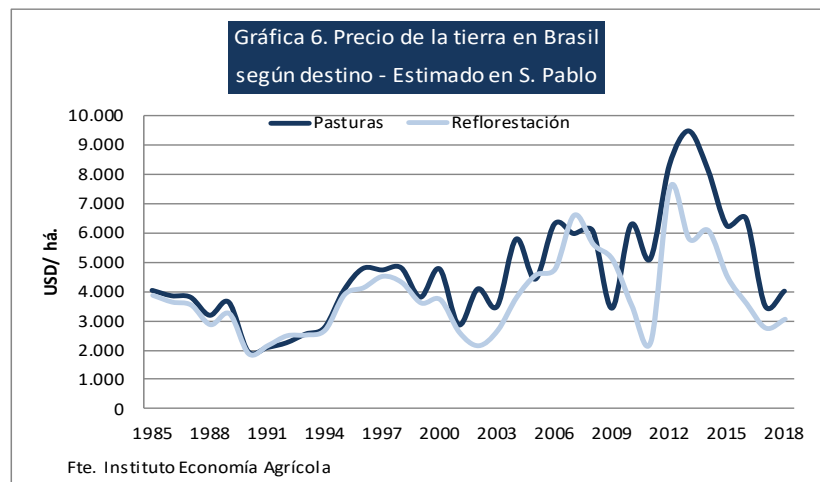
y largo plazo. En este caso se actualiza el comportamiento de los precios en diferentes países considerados de importancia.

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 confirma 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.

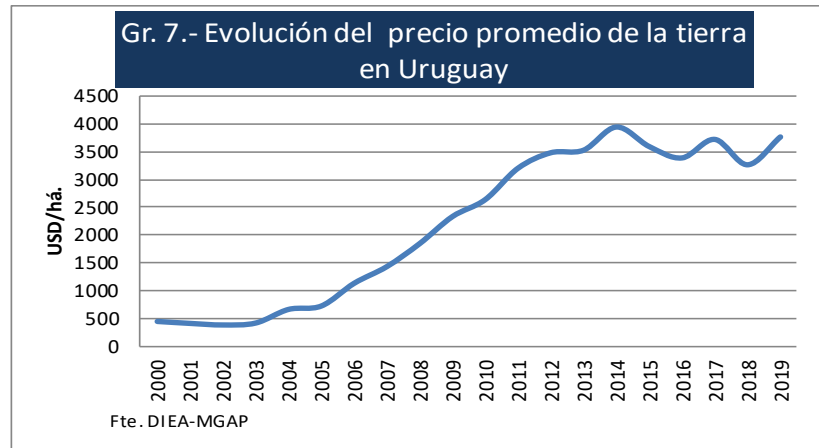
El cambio de gobierno nacional en 2016 generó expectativas para el comienzo de una recuperación en los valores, lo que finalmente no ocurrió, ya que la coyuntura económica no acompañó la recuperación del sector. La inflación, la devaluación del peso y la alta presión impositiva que aún soportan los productores 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.



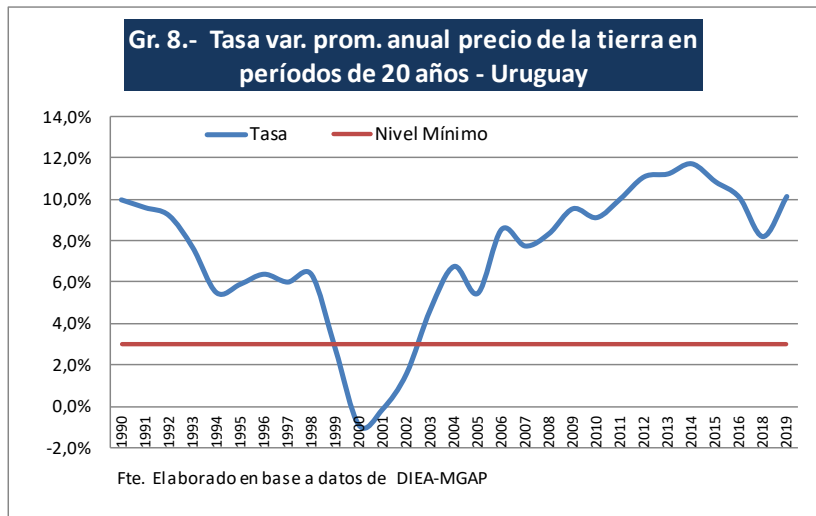
Como ya fuera expuesto, la valorización del precio de la tierra es un componente relativamente importante de ingreso final del fideicomiso (30%) por lo que lo que finalmente ocurra su comportamiento tendrá una contribución sustancial con el retorno final de la inversión. El modelo financiero supuso una 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 se si se hubieran comprado entre 1980 y 1982.
- Para resto del período, el crecimiento anual del precio de la tierra supera ampliamente 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 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.



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.

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

VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

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

En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos - tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación BBB+ (uy)¹⁰ de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez

¹⁰. **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.**



Ing. Agr. Adrian Tambler