

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

Montevideo, marzo de 2019

4	RESUMEN GENERAL
6	I ANTECEDENTES
9	II EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION
11	III LA ADMINISTRACION
16	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 CPs Oferta Pública del Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay II 28-marzo-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) ¹
Vigencia:	30 de noviembre de 2019
Comité de Calificación:	Ing. Julio Preve, Ing. Agr. Adrián Tambler y Cr. 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 han cumplido a satisfacción los estándares mínimos esperados para el año 2018 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 dos proyectos de similares características (Bosques del Uruguay y Bosques del Uruguay III), y un cuarto Fideicomiso está pronto a emitir para llevar adelante un emprendimiento muy similar a éste, el cual también fue calificado por CARE.
- 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 31 de diciembre de 2018 es de 14.657 hectáreas, de las cuales 8.746 están plantadas y 696 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 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. La 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.
- Aunque los precios de los commodities agrícolas han registrado un descenso en años recientes, desde hace ya algún tiempo las proyecciones más confiables señalan una relativa estabilidad de los mismos. En particular, la celulosa y los productos forestales han mostrado una clara recuperación, separándose del resto de las commodities, en respuesta a una demanda muy sostenida. En la Sección V se actualiza la información y se profundiza sobre este aspecto, en particular la evolución del precio de la tierra y de la madera.
- No se advierten amenazas en lo que respecta a las políticas públicas.

I. ANTECEDENTES

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo 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 Cr. Martín Durán, el Ing. Agr. Adrián Tamber y el Ing. 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.

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, el BCU aprobó un cuarto fideicomiso de características muy similares a los anteriores con una emisión de hasta 330 millones de dólares, el cual ha sido 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 tendido 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 8.746 están plantadas y 696 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.
- Los objetivos trazados para el 2018 descriptos en el anterior informe fueron razonablemente cumplidos según informe del Comité de Vigilancia. Algunas particularidades destacables se desarrollan en los siguientes puntos.

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

- Las ventas de 2018 alcanzaron los 146 mil metros cúbicos y superaron los valores esperados. Ello fue consecuencia de que las ventas del stock de madera de 2017 fueron mayores a las estimadas, así como también la venta de madera en pie de Eucalyptus para pulpa fue mayor al valor esperado, por un mayor rendimiento del monte. El raleo de Doña Hilda se postergó para el 1er trimestre de 2019 por razones de mercado.
- Con referencia a las nuevas plantaciones, se plantaron un total de poco más de 1.100 hectáreas de Eucalipto, una cifra menor a la esperada ya que no se forestó el predio que se vendió y que estaba previsto plantar (600 hectáreas).
- Las inversiones en manejo también fueron inferiores a lo presupuestado, y se alcanzaron parcialmente las metas y objetivos establecidos en el presupuesto para el año 2018. Algunas podas no pudieron ser finalizadas por motivos climáticos y otras se pospusieron para el primer semestre de 2019 por falta de desarrollo.
- Fue vendido en octubre de 2018 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.
- La consultora Poyry realizó una tasación de la totalidad de los predios y montes del Fideicomiso 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 estima 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.

3. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- Estados contables intermedios de EF Asset Management al 30/09/2018.
- Estados contables del Fideicomiso al 31 de diciembre de 2018³
- Balance de Agroempresa Forestal al 31 de diciembre de 2017, con informe de auditoría
- Informe del tercer y cuarto trimestre de 2018 de Agroempresa Forestal
- Entrevistas con Agroempresa Forestal
- Informe del Comité de Vigilancia a diciembre de 2018.
- Tasación de Poyry Tecnología Ltda al 31 de diciembre de 2018.
- Calificación de los Fideicomisos Financieros Forestales Bosques del Uruguay I, III y 4, realizadas por CARE y sus sucesivas actualizaciones.

³. CARE aún debe recibir los documentos definitivos

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 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: 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 setiembre de 2018 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	30/9/2018	31/12/2017	31/12/2016
Activo Corriente	11.994	9.391	12.515
Activo no Corriente	97.303	81.968	79.870
Total Activo	109.297	91.360	92.385
Pasivo Corriente	14.939	13.068	12.998
Pasivo no Corriente	65.433	52.817	55.330
Total Pasivo	80.372	65.885	68.328
Patrimonio	28.925	25.474	24.056
Total Pasivo y Patrimonio	109.297	91.360	92.385
Razon Corriente	0,80	0,72	0,96

Fuente: EE.CC EFAM

Los resultados parciales de la firma a setiembre de 2018 muestran un incremento respecto al mismo periodo del año anterior explicado fundamentalmente por resultados financieros.

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

Concepto	30/9/2018	30/9/2017	31/12/2017
Ingresos Operativos	32.637	28.545	38.189
Gastos Adm. y Vtas.	(28.731)	(24.094)	(33.804)
Resultado Operativo	3.905	4.450	4.385
Resultados Financieros	800	(948)	(1.647)
Resultados antes de impuestos	4.705	3.503	2.738
IRAE	(1.255)	(991)	(1.040)
Resultado del período	3.451	2.512	1.699
Res Operativos/Ingresos	11,96%	15,59%	11,48%
Res Ejercicio/Ingresos	10,57%	8,80%	4,45%

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 (BDU I y BDU III) y sucesivas actualizaciones, incluso, en uno de reciente creación (BDU 4). 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 opera en más de 100.000 hás.

En Uruguay, siendo el antecedente más relevante, AF administra el patrimonio de tres fideicomisos calificados por CARE (incluyendo este) que entre todos suman un patrimonio superior a los USD 300 millones; a estos se le agrega una cuarta operación, también calificada por CARE, ya aprobada con una emisión prevista de hasta USD 330 millones.

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). Una vez se ponga en marcha la cuarta operación se estima que la nómina supere las 50 personas.

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 31/12/17.

De acuerdo a los últimos tres EE.CC presentados y que CARE tuvo a la vista, 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 háts con sus correspondientes mejoras y plantaciones, el precio de dicha transacción fue de USD 8.469.646.

Se recuerda que luego del cierre del ejercicio 2017 auditado por la firma Ernest & Young Uruguay se cambió de firma y a partir de entonces la auditoría está a cargo de Deloitte. Una de las consecuencias es que los EE.CC se presentan

en dos monedas; en la moneda funcional (USD) y en la moneda legal (\$). Por considerarlo más representativo de la evolución del proyecto, de aquí en más se informarán los EE.CC presentados en USD por lo que en esta ocasión, el comparativo se hará solamente respecto al periodo inmediatamente anterior

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	31/12/2018	31/12/2017
Activo Corriente	8.031	4.711
Activo no Corriente	72.978	63.031
Total Activo	81.010	67.743
Pasivo Corriente	640	1.515
Pasivo no Corriente	-	-
Total Pasivo	640	1.515
Patrimonio	80.370	66.228
Total Pasivo y Patrimonio	81.010	67.743
Razon Corriente	12,55	3,11

Fuente: EE.CC F.F. BDU 2

El patrimonio contable al 31/12/18 según se desprende del cuadro precedente ascendía a poco más de USD 80 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	31/12/2018	31/12/2017
Ingresos Operativos	5.503	3.918
Activos biológicos (1)	8.464	(3.714)
Operaciones Continuas	13.967	204
Costo de los bs. vendidos	(5.389)	(4.015)
Resultado Bruto	8.578	(3.810)
Gastos Adm. Y Ventas	(2.162)	(1.961)
Resultado Operativo	6.416	(5.771)
Resultados Diversos	(142)	(36)
Resultados Financieros	(44)	15
Resultados antes de impuestos	6.230	(5.791)
IRAE (2)	-	(272)
Resultado del período	6.230	(6.064)
Otros resultados integrales	7.911	
Resultado Integral total final	14.142	(6.064)

Fuente: EE.CC F.F. BDU 2

(1) cambio en el valor de las plantaciones

(2) se deja constancia que en la versión que dispuso CARE no se había calculado el IRAE

Los resultados operativos son positivos y se explican por un importante incremento en los ingresos por venta pero sobre todo por el aumento de valor en las plantaciones. También hubo una importante revaluación en el valor de la tierra incluida en el resultado integral. Como se explica en la nota (2) al pie del cuadro precedente, no se contó con la liquidación del IRAE al cierre por lo que el resultado integral final habrá de cambiar en dicho importe.

Riesgos considerados

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

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

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. En una anterior actualización el operador presentó una adecuación del flujo en función de las condiciones en que se estaba operando, que arrojaba una TIR de 11.77% (véase actualizaciones anteriores). Al momento actual, no se dispone de una nueva proyección, la cual deberá si considerarse en posteriores actualizaciones, al haberse ajustado la superficie explotada por el fideicomiso.

Si bien CARE considera que los supuestos utilizados fueron razonables, igualmente el flujo de fondos esperado fue sometido en oportunidad de la calificación original a diferentes análisis de sensibilización, que siguen siendo válidos.

Se realizó en oportunidad de la calificación original un análisis de sensibilidad apoyado en el método de simulación Monte Carlo, el que consiste en asignar distribuciones de frecuencia a algunas variables exógenas del modelo, de forma de generar aleatoriedad al análisis.

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

- la tasa de crecimiento de los bosques
- el 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, muestran 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 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:

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

Donde:

E(ri): Tasa de retorno esperada del capital

β_{im} : Riesgo sistemático propio respecto del riesgo de mercado⁷.

rf: tasa libre de riesgo

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

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

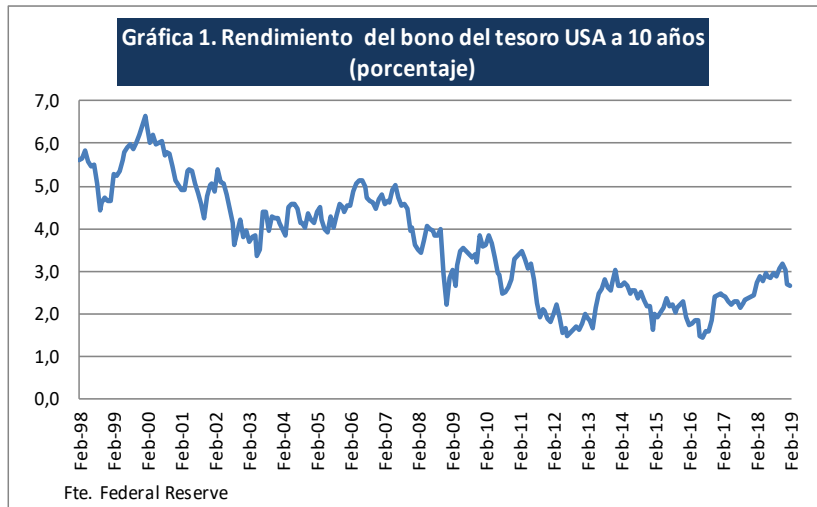
Para efectuar este cálculo se opta normalmente por utilizar los promedios de 20 años de los rendimientos de los Treasury Bonds 10 Years de la Reserva Federal de los Estados Unidos. Ese promedio resulta exigente respecto al costo de oportunidad del capital, dado que incluye valores de fines de la década de los noventa y comienzos de la década del 2000, en que el rendimiento se ubicaba entre 5 y 7%, cuando en los últimos diez años, ese rendimiento se ubicó en 2,48% y a febrero de 2019 se ubicaba en 2,7%.

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

⁵ Weighted Average Cost of Capital

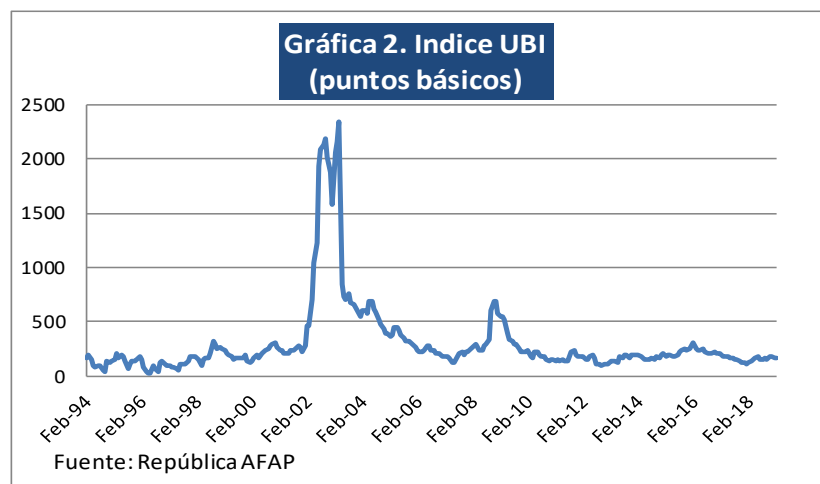
⁶ A. Damodaran, "Estimating Equity Risk Premiums" Stern School of Business.

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



El rendimiento de estos bonos ha venido creciendo en los años más recientes, superando el 3% en los últimos meses de 2018, consecuencia del aumento de la tasa de la FED. Sin embargo en los primeros meses de 2019 el rendimiento de los bonos ha bajado y muchos analistas ya estiman que el incremento de las tasas de la FED ya se estaría atenuando. En consecuencia, en el corto plazo no se deberían esperar mayores crecimientos en las tasas de interés de los bonos y no resulta razonable esperar que las mismas alcancen niveles tan altos como en el pasado.

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

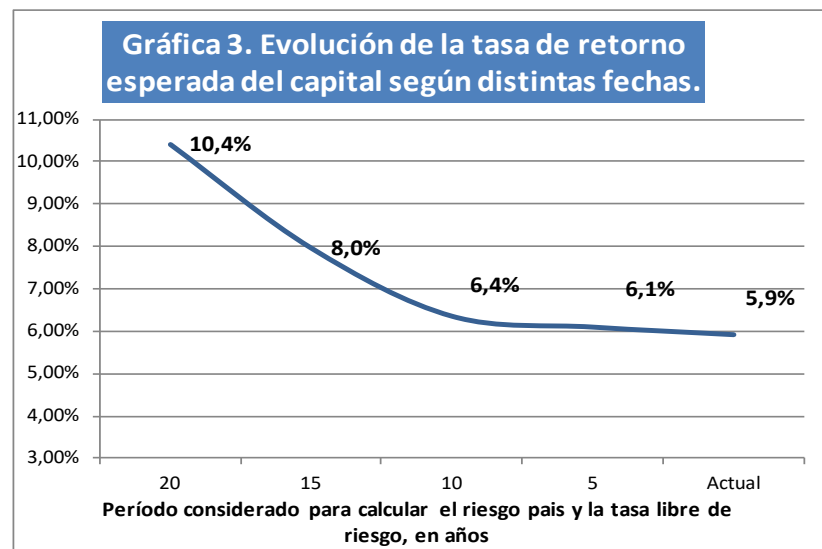


En esta ocasión y a la luz de estas discusiones, se calculó el $E(r_f)$ en distintos escenarios (el parámetro "beta unlevered" de Damodaram, para enero de 2019 se ubica en 1,02).

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 2,66% 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 162 puntos básicos, un valor sensiblemente más bajo que en el pasado reciente, pero que responde a la situación actual. Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 5,90%. 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. 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.

El costo de oportunidad del capital propio ha aumentado en el pasado reciente como consecuencia del incremento en los retornos de los bonos del tesoro de EEUU (tasa libre de riesgo), no obstante aún está por debajo de los valores medios anteriores para períodos más largos y parecería estar estabilizándose. En este sentido interesa comparar los niveles actuales con los que cabía esperar con los valores promedio de los últimos 20, 15, 10 o 5 años. Puede verse claramente que si bien el costo de oportunidad ha aumentado recientemente, aún se mantiene por debajo de los valores esperados para períodos más largos.



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 14.000 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 2018 superan el 80% previsto en el estándar.
- Incremento Medio Anual de las plantaciones: El IMA registrado durante la medición 2018 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 5. Cumplimiento del proyecto al 31 de diciembre de 2018

Concepto	Presupuesto	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	8.746

El 17,7% del área forestada tiene pino

Fuente: el operador

Las ventas del fideicomiso durante el año 2018 fueron levemente mayores a las proyectadas, un 18% en volumen y un 14% en valor.

Las ventas del stock 2017 fueron mayores a las estimadas, tanto en E. Grandis como en E. Globulus y la venta en pie de Eucalyptus para pulpa fue un 27 % mayor al valor presupuestado, por un mayor rendimiento del monte. Por su parte, los 6,000 m3 de Eucalyptus para pulpa que correspondían al raleo de Doña Hilda se postergaron para el 1er trimestre de 2019 por razones de mercado

Cuadro 6. Ventas al cierre del año 2018 por destino y tipo (volumen y valor US\$)

Ventas	Volumen físico (m3)			Monto total (USD)			Monto por m3		
	Real	Presupuesto	Diferencia	Real	Presupuesto	Diferencia	Real	Presupuesto	Diferencia
Stock 2017 E. Grandis	14.879	9.000	5.879	898.459	533.700	364.759	60,4	59,3	1,1
Stock 2017 E. Globulus	45.808	42.426	3.382	1.190.994	1.103.076	87.918	26,0	26,0	
Eucaliptus Globulus Pulpa	84.039	65.416	18.623	1.824.516	1.441.520	382.996	21,7	22,0	
Eucaliptus Grandis Pulpa	0	6.000	(6.000)	0	355.800	(355.800)	-	59,3	
Leña	1.295	1.000	295	32.375	34.072	(1.697)	25,0	34,1	(9,1)
Total	146.021	123.842	22.179	3.946.344	3.468.168	478.176			

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 7. Costos de Producción e Inversiones totales de año 2018 por tipo de actividad (USD).

Actividad	TOTAL 2018		
	Real	Presupuesto	Diferencia
Costos de Producción	597.038	586.088	10.950
Inversiones Implantación	2.069.020	3.193.632	-1.124.612
Inversiones Manejo	880.463	1.379.854	-499.391
Gastos	2.107.261	2.011.196	96.065
Total	5.653.782	7.170.770	-1.516.988

Fuente: el operador

El principal desvío respecto de lo presupuestado se refiere a la menor inversión en plantación, explicado por la no plantación del predio que se vendió (Cruz Azul), en el cual se habían proyectado plantar 600 hectáreas de eucalipto en el año 2018.

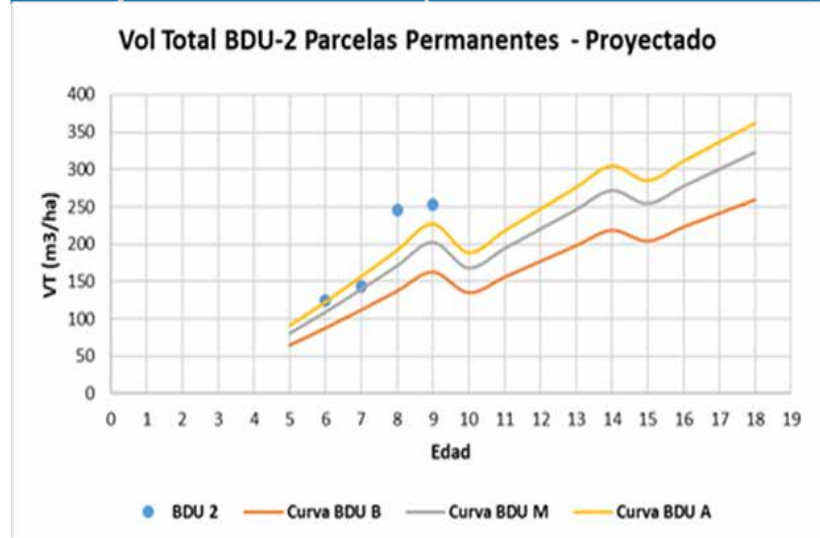
La empresa ha demostrado capacidad de avance en los procesos propuestos, las actividades se ejecutan con una adecuada calidad y con un cronograma ajustado a lo informado.

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. Con estos parámetros de crecimiento y la densidad de los rodales se estimó la curva de inventario real y se la comparó con las presentadas en el prospecto de emisión,. En la gráfica adjunta se presenta la comparación para el Eucalyptus Grandis.

Gr. 4 Proyección del volumen total parcelas BDU II



Las líneas indican el crecimiento teórico esperado para una productividad baja, media o alta, y los puntos el resultado de las mediciones expresado en el volumen total de madera (en metros cúbicos por hectárea).

El inventario estimado a partir de los parámetros de crecimiento que surge de las parcelas permanentes es superior a los valores presentados en el prospecto. Estos resultados son alentadores y a medida que se consideren un mayor número de parcelas permanentes se obtendrán estimaciones con mayor grado de significación y por ende una curva más robusta.

5. Tasación de la Tierra y los Montes Forestales

A diciembre de 2018 se realizó una nueva tasación de los campos y montes del Fideicomiso, en esta oportunidad 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 8: Evolución de la valuación de la tierra y de las plantaciones

Año	En dólares por hectárea	
	Tierra	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 más del 80% de los retornos de la inversión se explican por el valor de la madera.

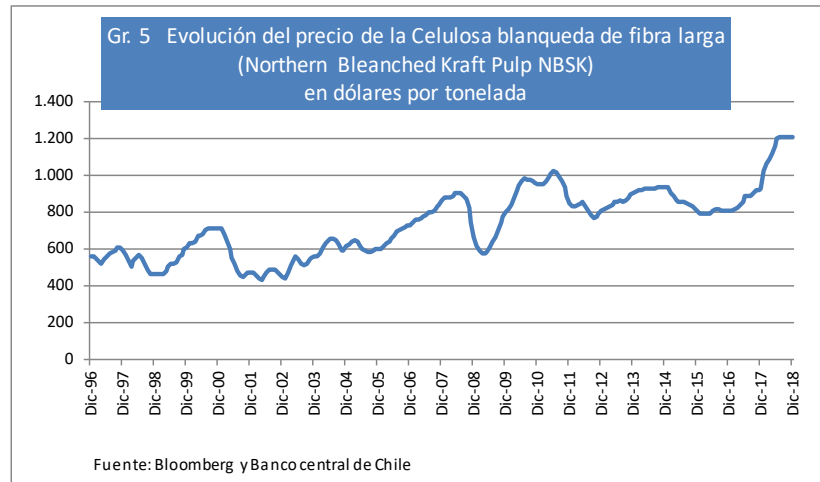
La tendencia de largo plazo esperada para los precios de la madera, que es compartida por toda la bibliografía consultada, es que todo indica que los precios deberían mostrar una tendencia creciente, y ello se sustenta en el hecho de que la demanda crecerá de la mano del incremento de la población mundial 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.

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

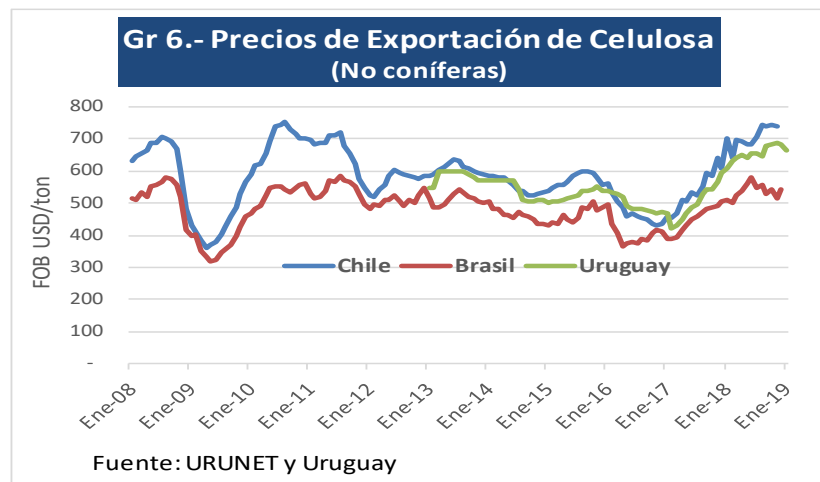
El rubro forestal en el Uruguay ha tenido en los últimos 30 años un gran progreso tanto en el área cultivada como en el desarrollo industrial para el procesamiento de la materia prima. En la actualidad la superficie afectada al rubro supera el millón de hectáreas, la mayoría con certificación de la gestión 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 como muy favorable para el sector, con precios en niveles muy elevados, tanto en pulpa de celulosa como en madera sólida.

Los precios de la celulosa se encuentran en niveles récord; en Europa el precio de la tonelada de pulpa de fibra larga (coníferas NBSK⁸), ha superado los mil dólares ubicándose en la actualidad en el entorno de USD 1.200. En China, principal mercado de pulpa (con el 35% de la demanda) la celulosa NBSK alcanzó los USD 875 por tonelada.



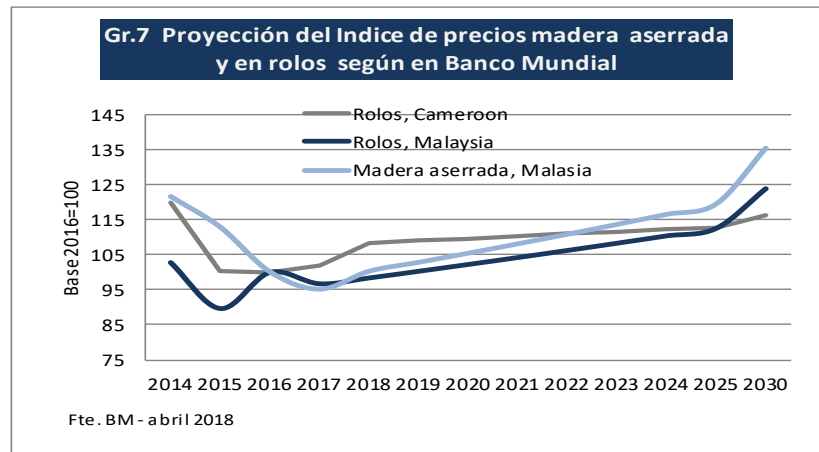
Desde principios del 2017 el precio de la celulosa ha mostrado un aumento muy importante como consecuencia de que el incremento de la demanda supera a la oferta y los stocks se mantienen en niveles bajos. Estos aumentos en los precios internacionales fueron recogidos por las exportaciones locales y regionales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



⁸. 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 se encuentran en niveles muy altos en Estados Unidos, uno de los principales mercados de estos productor (Anuario de OPYPA, 2018).

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 este mercado internacional muy favorable para el rubro, se verifica en el Uruguay un fuerte aumento en prácticamente todos los productos de exportación del país, para alcanzar en el año 2018 el valor récord de exportaciones. Por su parte, la pasta de celulosa pasó a ser el principal producto de exportación.

Cuadro 9. Exportación de productos forestales seleccionados (en millones de dólares FOB)

	2015	2016	2017	2018	Variación
Celulosa	1.266,1	1.242,3	1.327,8	1.660,0	25,0%
Rolos (excepto eucalipto)	0,9	4,7	88,3	147,8	67,4%
Tableros madera contrachapados	62,2	57,8	63,5	76,3	20,2%
Chips de eucalipto	56,5	82,0	62,7	103,6	65,3%
Madera aserrada No Coníferas	42,3	38,4	46,5	53,0	13,8%
Madera aserrada Coníferas	23,4	26,7	46,5	62,5	34,4%
Papel y Cartón	79,1	51,7	30,6	30,4	-0,6%
Rolos de eucalipto	24,4	16,9	20,6	29,5	43,2%
Chips de pino	-	0,0	0,8	0,4	-48,9%
Total	1.554,8	1.520,6	1.687,3	2.163,4	28,2%

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.

El incremento en las exportaciones de celulosa se explican básicamente por un mayor precio ya que las dos plantas se encuentran produciendo a capacidad plena. En cambio el aumento en el resto de los conceptos se debe también a un mayor volumen de exportaciones, respondiendo a un mercado muy dinámico (rolos, madera aserrada, tableros, chips de eucalipto)

Los rolos de eucalipto se exportan a Vietnam y China (aprox. 54% y 39% respectivamente), con pequeñas participaciones de otros países asiáticos. Los precios que se alcanzan en esos mercados, son mayores a los que se obtienen en la “exportación a zona franca”, actualmente en un 78%, pero se debe destacar que esa diferencia se ha venido reduciendo en la última década. Cabe destacar, que más del 95% de las exportaciones uruguayas de madera en bruto de eucalipto tienen como destino las plantas de celulosa que se encuentran en zona franca.

Las exportaciones de madera rolliza de pino tomaron impulso a partir de julio del año 2017 y fueron particularmente importantes durante el año 2018 en donde se exportaron casi 150 millones de dólares, un aumento de un 67% respecto del año anterior, constituyéndose en el segundo rubro en importancia. Prácticamente la totalidad de las exportaciones tuvo como destino a China.

Las exportaciones uruguayas de madera aserrada de pino se viene incrementando sostenidamente, en un marco de mayor disponibilidad de madera de coníferas. Este aumento en las exportaciones de los últimos dos años se explica fundamentalmente por una mayor demanda de China, mercado que explica el 45% del total exportado y le sigue Estados Unidos con un 24% que lo coloca también como un atractivo mercado.

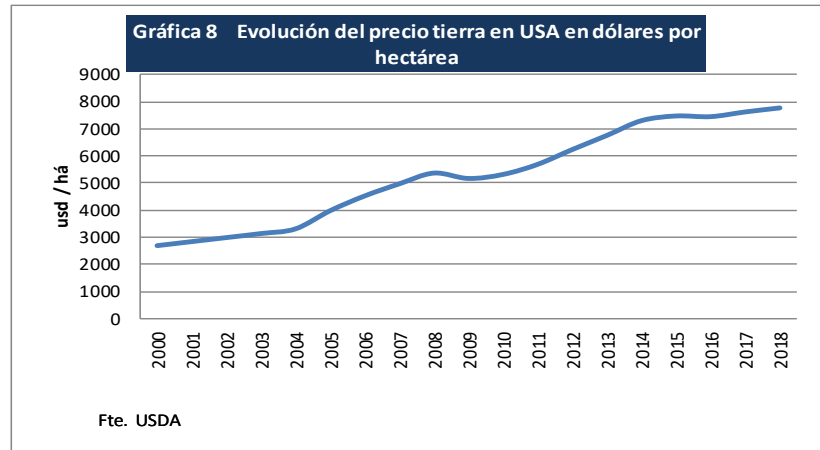
Todo indica que las perspectivas para el rubro en lo que refiere a los precios de la madera son auspiciosas. El escenario internacional de precios para la pulpa de celulosa se va a mantener sostenido por la fuerte demanda de China, mientras que para el caso de la madera sólida además de China hay otros mercados contribuyendo a sostener los precios (EEUU, Vietnam, Europa, etc.).

5.3 El precio de la tierra

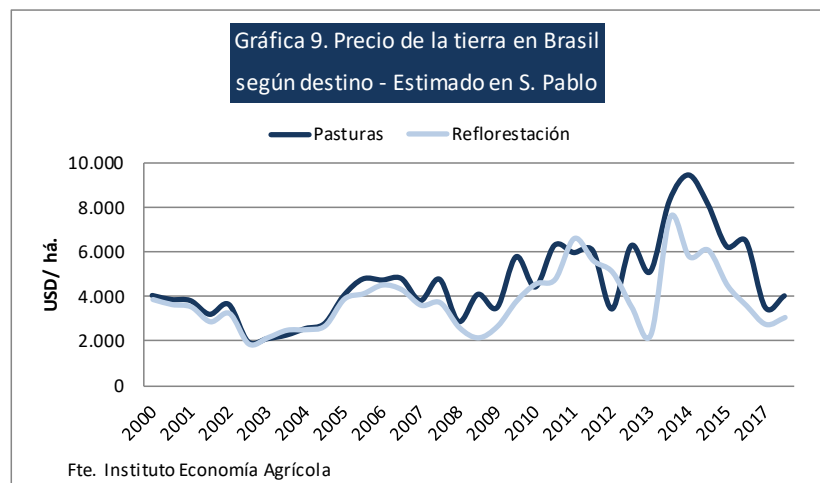
El precio de la tierra, el segundo en nivel de importancia, ha visto modificada su evolución de fuerte apreciación en dólares, con una caída a partir de 2015, y una insinuada estabilidad en los últimos años con las variaciones propias de un escaso número de operaciones; según reporta la Dirección de 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 para el corto y mediano plazo. En este caso se actualiza el comportamiento de los precios en diferentes países considerados de importancia.

En lo que respecta, en particular al precio de la tierra en Estados Unidos, 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, parece comenzar a revertirse en 2017.

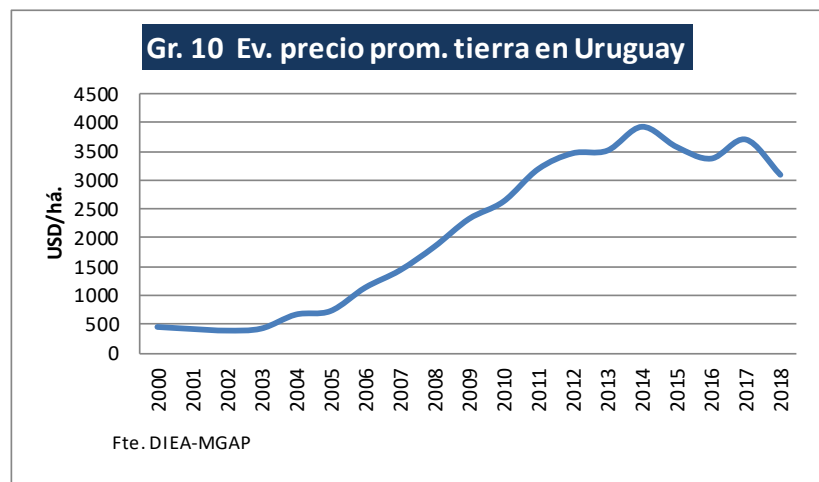


En Argentina, el precio de la tierra agrícola (de muy buena calidad), aumentó desde 1956 (USD 557 la Ha.) a enero de 2008 (USD 10.000 la Ha.) a un ritmo promedio de 3,5% acumulativo anual en términos reales, o sea descontando la inflación del dólar. Dicho crecimiento continuó hasta fines del 2011 (con 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 y las modificaciones en las políticas económicas generaron expectativas para el comienzo de una recuperación en los valores, lo que aún no ha ocurrido, explicado por la particular coyuntura económica con sus efectos sobre el tipo de cambio, la inflación y las expectativas de los inversores. Los periódicos desajustes macroeconómicos de la Argentina generan dificultades para la construcción de series de precios de la tierra confiables. En particular, en esta coyuntura hay muy pocos negocios y los mismos no permiten conocer lo que está ocurriendo en el mercado de tierras.

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 y en el primer semestre de 2018 la misma oficina da cuenta de una reducción de un 17% en el precio promedio de la hectárea media del país. En la Serie "Precio de la Tierra" Compraventas Primer Semestre 2018, publicado en enero de 2019 por DIEA, se informa de una reducción de un 17% en los precios, pero el propio documento aclara que si se analizan las transacciones de más de 1.000 hectáreas y si se estudia su destino *"podemos afirmar que para el primer semestre del 2017 la distribución de rubros fue un 88% forestal, 6% ganadero y 6% agrícola-ganadero; mientras que para el primer semestre de 2018 fue de 66% forestal, 23% ganadero y 11 agrícola-ganadero. El aumento en la comercialización de campos de aptitud ganadera en estas operaciones de superficie significativa explicaría parte del descenso en el precio promedio"*.

El escaso número de transacciones verificado en los últimos años genera algunas dudas en cuanto al mantenimiento de estas tendencias, 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 su comportamiento tendrá una contribución sustancial con el retorno final de la inversión. El modelo financiero

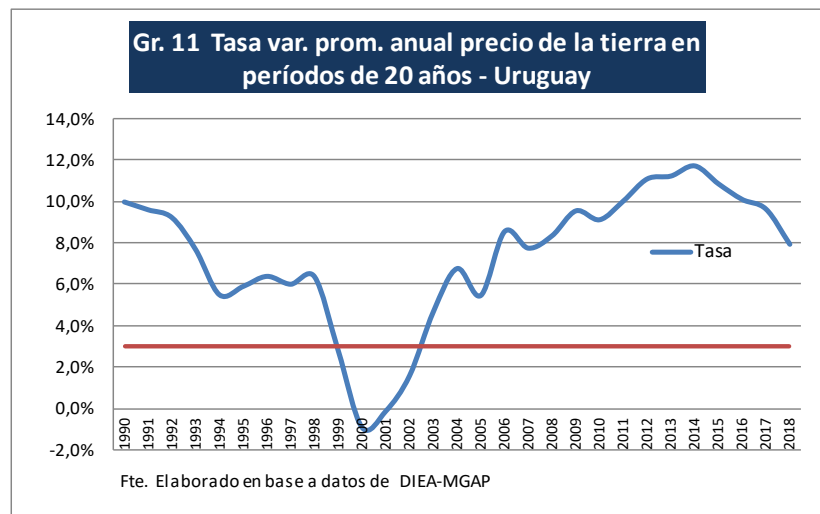
supuso una valorización acumulativa anual de un 3% durante 20 años, por lo que resulta importante conocer que ha sucedido en el pasado como forma tener una cierta aproximación con lo que pueda ocurrir en el futuro.

Para ello CARE analizó con la información de los precios de la tierra (en dólares corrientes) de una serie de 48 años (1970 a 2018) 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 7,3%.
- 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 (7,3%), 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 intervalo de 20 años- muestra una tendencia al alza que se atenúa hacia el final del período y parece estabilizarse en 2017, pero se mantiene en valores en el entorno del 8% de crecimiento anual.



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 3,49%, bastante más baja que la tendencia histórica. Es importante tener en cuenta que las proyecciones financieras para el cálculo de la TIR de este proyecto se realizaron sobre la base de un 3% anual, cifra bastante más conservadora que la tendencia histórica y menor a la real observada en las tasaciones del fideicomiso.

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)⁹ 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. Adrián Tambler

⁹ 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.