

**ACTUALIZACIÓN DE  
CALIFICACIÓN DE RIESGO DE  
CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN  
EN EL DOMINIO FIDUCIARIO  
DEL “FIDEICOMISO FINANCIERO  
FORESTAL BOSQUES DEL  
URUGUAY 4”**

*Montevideo, octubre de 2020*

---

4	RESUMEN GENERAL
6	I INTRODUCCIÓN
11	II EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION
13	III LA ADMINISTRACION
18	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
23	V EL ENTORNO
31	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

---

## Actualización de la Calificación Emisión de Oferta Pública 12 - octubre - 2020

<b>Denominación:</b>	Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 4
<b>Fiduciario:</b>	EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A.
<b>Operador (Administrador) y Organizador:</b>	Agroempresa Forestal S.A.
<b>Agente de Registro y Pago:</b>	EF Asset Management. Administradora de Fondos de Inversión S.A.
<b>Entidad Representante:</b>	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.
<b>Títulos emitidos:</b>	Certificados de participación escriturales
<b>Moneda:</b>	Dólares americanos
<b>Importe de la emisión:</b>	USD 330.000.000
<b>Fecha de Suscripción:</b>	10 de abril 2019
<b>Distribuciones:</b>	Cuando existan Fondos Netos Distribuibles según resultados y a partir del tercer año, de acuerdo a procedimiento establecido.
<b>Activos del Fideicomiso:</b>	Compra y/o arrendamiento de predios rurales para desarrollar una explotación forestal.
<b>Plazo de vigencia del fideicomiso:</b>	máximo de 30 años.
<b>Vigencia de la Calificación:</b>	30 de abril de 2021.
<b>Calificación de Riesgo:</b>	BBB.uy <sup>1</sup>
<b>Comité de Calificación:</b>	Julio Preve, Martín Durán Martínez y Adrián Tamber.
<b>Manual Utilizado:</b>	Manual de Calificación de Finanzas estructuradas administradas por terceros.

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

## Resumen General

***CARE actualizó la calificación de los certificados de participación en el dominio fiduciario del "Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 4" 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 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. 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.
- Un proyecto que en sus líneas fundamentales repite otros tres con el mismo negocio y actores intervinientes, en los que se vienen cumpliendo sin mayores inconvenientes los planes de negocios establecidos. Los desvíos informados han sido debidamente justificados por el operador y el comité de vigilancia y en principio no generan cambios en la marcha del proyecto.
- Un negocio compuesto por la adquisición de 55.365 hectáreas de tierras forestales sobre las cuales entre las ya plantadas y las que se plantarán, se obtendrá un aprovechamiento promedio del 63%. El Fideicomiso también arrienda un total de 6.030 hectáreas de las cuales se plantan un total de 3.900. El área forestada, entre los campos propios y arrendados, será del orden de 38.700 hectáreas.
- Se destaca la alineación de incentivos entre el Fideicomiso y el Administrador ya que este último adquirió Certificados de Participación (CP) por el 0,6% del monto total de la oferta pública en la primera emisión. Asimismo, Agroempresa Forestal se obliga a adquirir en cada año en el mercado secundario, los CP que sean ofrecidos, por un monto equivalente al 0,6% de la emisión inicial, hasta completar una participación total del 3% al quinto año de la fecha de emisión.
- En la asamblea de inversores de fecha 14 de mayo de 2020, el operador presentó una nueva estimación de la rentabilidad futura del fideicomiso sobre la base del modelo financiero actualizado. La TIR en un escenario en el cual todos los precios se mantienen constantes, excepto la tierra que aumentaría un 3% se estimó en 7,4%, levemente inferior a la del prospecto (7,67%). Para CARE este escenario es relativamente conservador, razonable.
- El precio de la celulosa parece haberse estabilizado luego de mostrar una caída muy fuerte desde fines de 2018 y hasta los primeros meses de 2020 (del orden del 35%). Por su parte el mercado de exportación de madera sólida de eucaliptus sigue enfrentando una demanda relativamente deprimida y los precios están bajos y no muestran signos de recuperación.

Para el caso del pino se mantiene también deprimido el mercado pero la detención de la oferta de Nueva Zelanda sumado a una baja puntual de los fletes consecuencia de la pandemia, generó una ventana de oportunidad para la colocación de pino de este fideicomiso y también del BDU III. Esta coyuntura desfavorable para estos productos forestales, se explica en parte por la guerra comercial entre Estados Unidos y China y elevados stocks, sumado a los efectos de la pandemia sobre la demanda en muchos países desarrollados. Las perspectivas de corto plazo no son alentadoras, aunque no existen elementos para suponer que en el largo plazo esta situación se mantenga, ya que se espera que continúe el crecimiento tendencial en la demanda. En la Sección V se actualiza la información y se profundiza sobre estos aspectos, en particular la evolución del precio de la tierra y de la madera.

- Esta coyuntura de mercado tuvo efectos dispares en el cumplimiento de las proyecciones de cosecha para el primer semestre del año 2020. Las ventas realizadas de madera para pulpa durante este período (con destino a la planta de Montes del Plata) estuvieron relativamente alineadas con las proyecciones, aunque en el segundo trimestre cayeron ya que la planta solicitó alargar las entregas. Por otra parte, como ya fuera comentado se logró aprovechar una oportunidad de mercado y se exportaron pinos por encima de lo presupuestado para la primera parte del año, mejorando los ingresos y adelantando la reconversión. Finalmente, las exportaciones proyectadas de madera sólida de eucalipto no se cumplieron por las dificultades de mercado. Globalmente para 2020 el Operador proyecta un 14% menos de ingresos brutos que lo presupuestado, explicado por la menor venta de eucalipto, ya que la venta de pino sería finalmente mayor a lo previsto.
- No se advierten amenazas en lo que respecta a las políticas públicas.

## I. INTRODUCCIÓN

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

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para actualizar la calificación de los certificados de participación en el dominio fiduciario del fideicomiso financiero nominado "Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 4".

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 siguientes no se vinculan 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](http://www.care.com.uy) así como en el del regulador: [www.bcu.gub.uy](http://www.bcu.gub.uy). El comité de calificación estuvo integrado en este caso por Martín Duran Martínez, Julio Preve y Adrián Tamber. Asimismo CARE contrató los servicios del Dr. Leandro Rama, para la evaluación del riesgo jurídico en ocasión de la calificación original. Asimismo contrata regularmente cuando lo entiende necesario informes de campo adicionales y realiza vistas a los predios.

Más allá de las actualizaciones de norma la calificación puede variar ante la aparición de hechos relevantes. Se considerará un hecho relevante la evolución semestral del plan de negocios previsto en el Prospecto.

### 2. Antecedentes generales y hechos salientes del período

#### a. Antecedentes

El Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 4 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, II y III, que emitieron certificados de participación en agosto de 2011, en octubre de 2014 y en diciembre de 2016 por un monto de 50, 70 y 190 millones de dólares respectivamente. Estos fideicomisos, con idéntica administración que la que se propone, vienen cumpliendo sin mayores contratiempos con los planes de negocios originales, análogos al que se presenta en esta oportunidad. El cumplimiento de los planes se verifica en los informes del administrador y cuando corresponde por los del comité de vigilancia, los que son complementados por las visitas realizadas por la calificadora.

El desarrollo del emprendimiento forestal comienza con la adquisición de tierras y bosques, sigue con el manejo silviculturas de los árboles y culmina con la cosecha y comercialización de la madera, sea ésta con destino a la producción de pulpa de celulosa o el aserrío.

El plazo del Fideicomiso es de 30 años como máximo, o hasta el momento en que se liquiden en forma total los Certificados de Participación emitidos por el Fiduciario, y se cancelen las demás obligaciones del Contrato. No obstante, en virtud del alcance del proyecto y la edad actual del activo que se adquirió, se estima una inversión con una duración aproximada de 20 años.

El Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 4, quedó constituido el 17 de diciembre de 2018, 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".

- Con la emisión se adquirió un patrimonio forestal que ya se encontraba forestado y en plena operación. Se compraron un total de 55.365 hectáreas, integrado por dos bloques: el Norte (Terena) con 18.802 hectáreas y el Noreste (Guanaré) con 36.563 hectáreas. Los campos del Bloque Noreste se encuentran en Cerro Largo y Treinta y Tres y los del Bloque Norte en Tacuarembó y Rivera. La superficie plantada en campo propio actualmente es de 33.890 hectáreas, y hay 1.168 hectáreas para plantar, lo que arroja un aprovechamiento promedio de 63%.

<b>Cuadro 1. Inversión en tierras</b>			
	<b>Terena</b>	<b>Guanaré</b>	<b>Total</b>
Superficie en hectáreas	18.802	36.563	55.365
Precio Base	79.000.000	240.000.000	319.000.000
Ajuste al precio base	(1.175.225)	4.822.787	3.647.562
<b>TOTAL</b>	<b>77.824.775</b>	<b>244.822.787</b>	<b>322.647.562</b>
Valor medio de la hectárea	4.139	6.696	5.828

Fuente: El Prospecto

- El Fideicomiso arrienda también actualmente un total de 6.030 hectáreas de las cuales hay plantadas un total de 3.708 hectáreas. Los campos arrendados se encuentran en los departamentos de Cerro Largo, Treinta y Tres, Tacuarembó, Rivera y Durazno

- Al 30 de junio de 2020 el área forestada total, en campos propios y arrendados, es de 37.598 hectáreas. De este total, aproximadamente el 61% del área corresponde a Eucaliptus y el 39% a Pino.
- Al cierre del proyecto el ingreso total estimado por ventas corresponderá en un 72,6% a la venta de madera, un 13,9% a la venta de bosques en pie, y finalmente un 13,5% a la venta de tierra al final del proyecto.

### Cuadro 2. Composición de los ingresos de Bosques del Uruguay 4

Concepto	Monto (US\$)	Participación
Venta de madera y pulpa	1.407.230.374	73%
Venta de tierras	262.660.644	14%
Venta de bosque al final del período	269.196.728	14%
Total	1.939.087.746	100%

Fuente: El Prospecto

- El plan de negocio supone que en la medida que se vayan cortando los montes, las áreas cosechadas serán replantadas con Eucalyptus sp orientado a la producción de madera para aserrío libre de nudos y en las zonas menos productivas se plantarán especies de Eucalyptus con destino a la producción de pulpa de celulosa.
- El 28 de agosto de 2019 el Fideicomiso toma posesión de los campos adquiridos, y se inician las operaciones por parte del Operador. A fin de junio 2020 aun queda pendiente para el cierre definitivo de la compraventa la entrega por parte de los vendedores de certificados especiales de BPS de una cantidad mínima de padrones que aún no se han podido escriturar (son 8 padrones por un total de 4.541 hectáreas).
- En diciembre de 2019 se realizó la auditoria de certificación FSC, que permitió la incorporaron al certificado grupal de AF de algunos predios de este fideicomiso. Se seguirá en el proceso de integración de nuevos predios a la certificación, hasta el 100% de los mismos.
- En enero de 2020 con el visto bueno del Comité de Vigilancia el fideicomiso solicitó al Banco ITAU un préstamo bancario por USD 8.000.000 (de un total aprobado de 9 millones), para hacer frente a algunos compromisos de corto plazo, a una tasa fija de 3,35% y a tres años.

### b. Hechos salientes del período

- En el otoño de 2020 se plantaron un total de 1.073 has: 792 corresponden a E. Dunnii y 281 has a E. Grandis. Asimismo comenzaron las tareas de preparación de suelos y laboreos para la plantación de primavera 2020 en la cual se prevén plantar unas 950 ha más.
- La demanda de madera de pino desde China tuvo un importante incremento, explicado básicamente por la suspensión de las exportaciones desde Nueva Zelanda, como consecuencia de la cuarentena por la pandemia de coronavirus. Este aumento de demanda sumado a la baja en los fletes marítimos y terrestres permitió la exportación de tres buques de madera de pino por parte de los Fideicomisos Bosques del Uruguay (el III y el IV). Se exportaron 74.386 m3 de madera de BDU4 con márgenes brutos positivos en el entorno de USD17 por m3



- Asimismo, durante el primer semestre de 2020 se vendieron 118.958 m<sup>3</sup> de madera para pulpa de celulosa por un total de USD 5,63 MM. Este volumen representa el 50% del volumen comprometido en los contratos de venta con las plantas de celulosa para el año 2020.
- En junio 2020, los comités de vigilancia de los fideicomisos Bosques del Uruguay en conjunto enviaron a 5 empresas locales la oferta de madera a comercializar durante el segundo semestre de 2020. Solamente una empresa, FAS, manifestó interés por comprar parte del volumen ofertado.
- El 25 de mayo 2020 se le comunica a la Calificadora de la gestión de un préstamo bancario con HSBC por USD 1,5 millones con tasa 2,35% anual. Esta fue una línea de crédito a corto plazo para financiar las exportaciones de pino a China. Una vez recibido los pagos de los dos primeros embarques el préstamo fue cancelado. Esta gestión contó con la aprobación del Comité de Vigilancia.
- El 10 de setiembre de 2020 se le comunica a la Calificadora de la gestión de un préstamo bancario con HSBC por USD 1,0 millón con tasa 3,5% anual y con vencimiento al 1/03/21. Esta gestión contó también con la aprobación del Comité de vigilancia.
- Finalizado el primer semestre, según informa el comité de vigilancia las operaciones ejecutadas están en línea con el presupuesto, en general con costos por debajo de lo presupuestado. Las principales operaciones fueron raleos comerciales de eucaliptus grandis y pino taeda, cosecha final de pino taeda, podas y reforestación.
- Las negociaciones con los potenciales socios en relación con la compra del aserradero Frutifor (proyecto Capivara ubicado en la ciudad de Tacuarembó) se estancaron. La empresa chilena no aprobó el aumento en su porcentaje de participación, lo que según se informa dificulta llegar a un acuerdo entre las partes.
- El área bajo contratos de pastoreo que estaba muy por debajo de lo proyectado aumentó un 20 % respecto del año anterior, no obstante aún se mantiene en un 65% del potencial. Con los contratos vigentes, el ingreso total por pastoreos para 2020 se estima en USD 406.221, un 36% por debajo del presupuesto. La ocupación de los predios, no solo genera ingresos sino que es muy importante para la limpieza de los campos y controlar la regeneración natural del eucaliptus y pino. Quedan aún superficies importantes sin ocupar en algunos predios puntuales.
- Se aprobó por parte de la asamblea de accionistas el acuerdo para canjear 347 hás de suelos no forestales o forestales condicionados por la misma cantidad de hectáreas de suelos forestales de alta productividad; aún queda una superficie interesante para seguir buscando alternativas.

### 3. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- Balance con informe de auditoría al 31 de diciembre de 2019 de Agroempresa Forestal.
- Estados contables intermedios del Fiduciario al 30 de junio de 2020.
- Estados contables intermedios del Fideicomiso al 30 de junio de 2020.
- Entrevistas con personal superior de Agroempresa Forestal.
- Informes del operador, el último al segundo trimestre de 2020.
- Informes del Comité de Vigilancia, el último al 30 de julio de 2020
- Calificaciones y actualizaciones de los Fideicomisos Financieros Forestales Bosques del Uruguay I, II y III realizadas por CARE.
- Actualización informes de Capital Humano y Gobierno Corporativo.

### 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 4, 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 4

**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:** Agroempresa Forestal S.A.

**Títulos emitidos:** Certificados de participación

**Activos del Fideicomiso:** El Fideicomiso invertirá en la compra y/o arrendamiento de inmuebles rurales para desarrollar una explotación forestal.

**Moneda:** Dólar fondo

**Importe de la Emisión:** USD 330.000.000

**Distribuciones:** Toda vez que existan Fondos Netos Distribuibles luego de cada cierre de ejercicio, o al procederse a la venta de activos del Fideicomiso o por la distribución final de Fondos Netos Remanentes. (Entre los años 0 a 2, no habrá distribución de fondos aún en el caso de que existan ya que los mismos se destinarán al financiamiento del plan de negocios).

**Calificación de Riesgo:** BBB.uy

## 2. El análisis jurídico

El análisis jurídico se agregó en el Anexo I ("Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 4". Informe Jurídico). El mismo descartó cualquier eventualidad de conflictos derivados por ejemplo de la construcción jurídica, los contratos respectivos, el cumplimiento con normas vigentes, etc.

Al inicio del informe, en la misma introducción planteaba que *"de la compulsión de toda esta documentación, como concepto general se puede adelantar que se cumplen las disposiciones legales y reglamentarias disciplinadas para el fideicomiso financiero, tanto en cuanto a su constitución formal y aspectos relacionados con la capacidad y legitimación de los contrayentes. En cuanto al fondo, no se advierten obstáculos jurídicos que impidan o pongan en riesgo el rendimiento esperable bajo los certificados de participación a emitirse."*

El informe finalmente concluye: ***"...En conclusión y contemplando todos los aspectos involucrados, el negocio fiduciario cuenta con un razonable grado de cobertura, no advirtiendo riesgos jurídicos relacionados con 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, II y III se concluye que el *riesgo jurídico de estructura se considera prácticamente inexistente.*

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

### 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

Integran su Directorio; Diego Rodríguez Castagno, en calidad de Presidente y Nelson Mendiburu Battistessa, como Vicepresidente.

#### Situación económica y financiera<sup>2</sup>

El análisis de los EE.CC intermedios al 30 de junio de 2020 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.

<sup>2</sup>. En relación a la crisis sanitaria causada por el Covid 19 y sus eventuales impactos económicos, la Dirección entiende que no se generarían impactos significativos sobre la situación financiera y patrimonial de la Sociedad, dado que su cartera de fideicomisos se encuentra diversificada y se mantienen contratos de largo plazo.

**Cuadro 3: Estado de Situación de EFAM (miles de \$)**

Concepto	30/06/2020	31/12/2019	31/12/2018
Activo Corriente	18.210	16.842	9.167
Activo no Corriente	216.964	176.772	95.074
<b>Total Activo</b>	<b>235.173</b>	<b>193.613</b>	<b>104.240</b>
Pasivo Corriente	25.881	22.132	14.368
Pasivo no Corriente	173.444	140.738	63.040
<b>Total Pasivo</b>	<b>199.325</b>	<b>162.870</b>	<b>77.408</b>
<b>Patrimonio</b>	<b>35.848</b>	<b>30.743</b>	<b>26.832</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>235.173</b>	<b>193.613</b>	<b>104.240</b>
<b>Razon Corriente</b>	<b>0,70</b>	<b>0,76</b>	<b>0,64</b>

Fuente: EE.CC EFAM

Los resultados parciales de la firma a junio de 2020 muestran un incremento importante respecto al mismo periodo del año anterior, explicado principalmente por resultados financieros positivos.

**Cuadro 4: Estado de Resultados de EFAM (miles de \$)**

Concepto	30/06/2020	30/06/2019	31/12/2019
Ingresos Operativos	28.130	21.447	48.081
Gastos Adm. y Vtas.	(24.136)	(18.027)	(43.595)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>3.994</b>	<b>3.420</b>	<b>4.486</b>
Resultados Financieros	3.152	2.464	2.484
<b>Resultados antes de impuestos</b>	<b>7.146</b>	<b>5.884</b>	<b>6.970</b>
IRAE	(2.042)	(1.757)	(2.586)
<b>Resultado del período</b>	<b>5.105</b>	<b>4.128</b>	<b>4.384</b>
Res Operativos/Ingresos	14,20%	15,95%	9,33%
Res Ejercicio/Ingresos	18,15%	19,25%	9,12%

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 tres 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 USD630 millones. Todos ellos han sido calificados con nota de grado inversor debido a su, hasta la fecha, correcto desempeño.

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 una serie de recomendaciones ya detalladas en la anterior actualización las cuales vienen siendo implementadas. En este periodo se completaron algunos cargos posibilitando el inicio de sus funciones.

En tal sentido, AF envió a CARE dos documentos referidos a este proceso:

- a) Avances Capital Humano al 17/9/20
- b) Avances Gobierno Corporativo al 17/9/20

A continuación se informan sintéticamente las últimas novedades

#### **El Actual Directorio está conformado por:**

- a. Ec. Aldo Lema
- b. Dr. Gerardo Díaz Beltran.
- c. Ing. Agr. Francisco Bonino

El Directorio sigue estando presidido por el Ing. Agr. Francisco Bonino y la Gerencia General por el Ing. Industrial Mecánico Dan Guapura.

#### **En relación a los comités creados:**

##### **• Comité de Auditoría compuesto por:**

- 1 Director, Ing. Agr. Francisco Bonino
- 1 Contador. Independiente con experiencia reconocida en esta actividad. Fueron seleccionados el Cr. Ramiro Comas y el Cr. Gonzalo Taborda como auditor interno.
- 1 miembro del equipo contable de AF

AF informa que este Comité ya está en funciones y está en la etapa de análisis y diagnóstico.

##### **• Comité de Cumplimiento compuesto por:**

- 1 Director, Ec. Aldo Lema
- 1 ejecutivo independiente con amplia experiencia en el sector forestal; Ingeniera Forestal Fernanda Romero.
- 1 Asesor legal, Dra. Viviana Fontanini.

Un aspecto a destacar es que AF cuenta con equipos de trabajo que funcionan con integrantes que residen en Uruguay, Chile y Brasil, en tal sentido, la incorporación de nuevo personal debió planificarse en armonía tanto para la nueva persona que ingresaba como para los integrantes que ya cuentan con sus actividades y responsabilidades en curso.

## 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 31/12/19 o sea, sin cambios respecto a la anterior actualización.

De acuerdo a los mismos, la firma muestra una evolución patrimonial positiva y creciente, consistente con la evolución de resultados obtenidos. Cabe destacar su participación en los 4 fideicomisos que administra, contabilizando en su activo al cierre del ejercicio 2019 un total de CP's por un valor algo superior a los USD 4.6 millones.

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<sup>3</sup>

Con fecha 17/12/18 se celebra el contrato de fideicomiso entre EFAM (fiduciaria) y AF (administrador). El 18/3/19 el BCU autorizó la inscripción del Fideicomiso en el Registro del Mercado de Valores y consecuentemente la emisión de CP's por un monto de hasta USD 330 millones.

En virtud de lo antedicho, se emitieron CP's por USD 330 millones (el máximo autorizado) ya totalmente integrados en tres emisiones sucesivas realizadas entre el 11/4/19 y 26/8/19 y de esa forma cumplir con el inicio del plan de negocios forestal descripto en otra sección de este informe.

A continuación se presentan los EE.CC intermedios del Fideicomiso al cierre del primer semestre de 2020.

**Cuadro 5: Estado de Situación (miles de u\$s)**

Concepto	30/06/2020	31/12/2019
Activo Corriente	15.607	6.576
Activo no Corriente	326.235	321.617
<b>Total Activo</b>	<b>341.842</b>	<b>328.193</b>
Pasivo Corriente	11.014	1.843
Pasivo no Corriente	5.469	201
<b>Total Pasivo</b>	<b>16.483</b>	<b>2.044</b>
<b>Patrimonio</b>	<b>325.360</b>	<b>326.149</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>341.842</b>	<b>328.193</b>
<b>Razon Corriente</b>	<b>1,42</b>	<b>3,57</b>

Fuente: EE.CC Fideicomiso

<sup>3</sup>. Ante la situación de crisis sanitaria, de incierta definición, se advierte que podría afectar los valores de los activos en el corto plazo, pero tratándose de un negocio a largo plazo, se entiende que al momento de liquidación del patrimonio el tema se habrá superado

El patrimonio contable sigue siendo menor a la integración de fondos recibida lo cual era razonable esperar por cuanto, si bien se adquirió un activo forestal en buena parte maduro y en condiciones de ser explotado en el corto plazo, la integración de fondos mayor se produjo el 26/8/19 por USD283.800.000 por lo que el tiempo operativo ha sido relativamente corto, máxime teniendo en cuenta la crisis mundial generada por la pandemia en el primer semestre del corriente año.



Los principales activos (tierra y montes) se presentan a valor de adquisición ya que todavía no han tenido tasación por parte de perito independiente la que deberá hacerse previo al fin del ejercicio a cerrar en diciembre de 2020.

En cuanto al pasivo y tal como se había anunciado se tomó un crédito por USD8 millones con un banco de plaza en febrero de 2020 a cancelar en 36 cuotas mensuales, iguales y consecutivas de USD222.222,22 de las cuales a la fecha de cierre intermedio ya se habían cancelado 5. Adicionalmente, en el mes de mayo se tomó un vale por USD1.5 millones a 60 días.

<b>Cuadro 6: Estado de Resultados (miles de u\$s)</b>			
<b>Concepto</b>	<b>30/06/2020</b>	<b>30/06/2019</b>	<b>31/12/2019</b>
Ingresos operativos	15.590	-	243
Costo de los bienes vendidos	(11.416)	-	(69)
<b>Resultado Bruto</b>	<b>4.173</b>	<b>-</b>	<b>174</b>
Gastos administración y ventas	(3.683)	(962)	(3.834)
Resultados financieros	(118)	173	426
<b>Resultados antes IRAE</b>	<b>372</b>	<b>(789)</b>	<b>(3.234)</b>
IRAE	(1.161)	(74)	(307)
<b>Resultado del ejercicio</b>	<b>(789)</b>	<b>(863)</b>	<b>(3.542)</b>
Costos de emisión	-	(310)	(310)
<b>Resultado integral del ejercicio</b>	<b>(789)</b>	<b>(1.173)</b>	<b>(3.851)</b>

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Los ingresos registrados en el periodo, según cuadro precedente, responden casi en su totalidad a venta de madera.

### Riesgos considerados

**Riesgo jurídico**, por incumplimiento de alguna disposición por parte del fiduciario o del administrador. El mismo se encuentra pormenorizadamente analizado en el informe de contingencias jurídicas que concluye no advertir riesgos en este sentido. *Riesgo muy bajo.*

**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 acotado. Por otra parte, se prevé su sustitución en caso de constatare desvíos que así lo justifiquen. *Riesgo bajo.*

**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 el contrato en función de diversos resultados y circunstancias.

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

### 1. Bienes fideicomitidos y aspectos descriptivos del proyecto

Se invirtió en la compra de un emprendimiento forestal en las condiciones previstas en el Contrato, para que integren al patrimonio del Fideicomiso y desarrollar una explotación silvícola de acuerdo a lo establecido en el Plan de Negocios.

El emprendimiento forestal ya estaba formado por lo que durante unos 20 años se realizará la explotación de los montes, que consiste en la cosecha y venta de madera, y la replantación de las áreas cosechadas con eucaliptus. Al final, se vende la tierra y los montes en pie.

### 2. Evaluación de la rentabilidad de la inversión, Tasa Interna de Retorno, riesgos asociados y sensibilizaciones

El proyecto en el prospecto original para el escenario base presentaba una Tasa Interna de Retorno del 7,67% para el inversor. La última estimación de la TIR fue realizada a mayo de 2020 y si se consideraran los mismos criterios del Prospecto, la TIR sería de 7,4%, resultando levemente menor a la considerada en el prospecto.

Los principales supuestos utilizados en las proyecciones para el escenario base, los cuáles CARE considera razonables, fueron:

- Los precios de venta puesto en planta considerados fueron:
  - E. Dumni con destino a pulpa USD 60-65 por m3.
  - E. Grandis destino pulpa USD 55-60 por m3, según la planta de celulosa a la que se abastezca.
  - E. Grandis destino a aserradero con diámetros mayores a 30 cts USD 90-105 por m3, según el diámetro de los troncos.
  - Pino con destino a aserradero USD 34-55 por m3.
  - Pastoreo USD 15 por hectárea total por año.
- Precio de la tierra se fija en 2.700 dólares por hectárea con un crecimiento anual del 3%.
- No se consideran variaciones ni en los precios de la madera ni en los costos de producción durante los 20 años.

Esta proyección no tiene ajustes ni en los precios de venta ni en los costos producción (por tipo de cambio o inflación), con la única excepción de los precios de la tierra que aumentan un 3% real. Como ya fuera comentado, la tasa interna de retorno esperada es del 7,4%.

Para CARE este escenario es relativamente conservador, ya que no considera incremento alguno en los precios de los productos durante los 20 años, cosa que probablemente pueda ocurrir.

A modo de sensibilización, el administrador incorpora otras variables al cálculo que operan en distintos escenarios, tales como:

- Inflación en EEUU y Uruguay.
- Incrementos en el precio madera aserrable: 1,5%.

Sobre la última proyección financiera se construyen una serie de escenarios posibles cuyos resultados se presentan en el cuadro siguiente.

**Cuadro 7: Resultados de la TIR y VAN en diversos escenarios**

Escenario	may-20	VAN a 2020 (mill USD)
<b>1</b> Madera ajusta por inflación USA; costos ajustan por Inflación UY; madera tiene aumento del 1,5% adicional y la tierra aumenta un 3%	13,0%	617
<b>2</b> Madera ajusta por inflación USA; costos ajustan por Inflación UY y la tierra aumenta un 3%	11,2%	488
<b>3</b> Aumento precio de madera (1,5%) y de la tierra (3%).	9,5%	394
<b>4</b> Aumento precio de tierra (3%)	7,4%	394
<b>5</b> Todos los valores constantes	6,7%	359

Fuente: Agroempresa Forestal

Nota: los flujos en los escenarios 1 y 2 fueron descontados al 8%, mientras que los escenarios 3 al 5 al 6%

Los primeros tres escenarios suponen un comportamiento de las variables que hoy en día parecen relativamente optimistas, especialmente en lo que refiere al aumento del precio de la madera aserrable que en cualquiera de los casos superaría lo que están estimando los analistas. Las proyecciones del Banco Mundial por ejemplo, para los próximos 10 años suponen un aumento entre un 1,1 y un 1,3% anual dependiendo del origen (ver Sección V), esto implicaría un aumento que sería menor a la depreciación del dólar. Por otra parte, para el caso de la tierra un incremento de un 3% anual si parece razonable en la situación actual.

El escenario 4 que es el que se consideró en el prospecto, sería seguramente el más probable a juicio de CARE, aunque como ya se comentó es relativamente conservador, lo que le da fortaleza al proyecto.

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 muestra valores positivos.

## 2.1 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 fondos<sup>4</sup>, en el entendido de que ese valor se constituye en un indicador importante para comparar con la TIR esperada.

Para esto se utilizó el modelo de valoración CAPM (Capital Asset Pricing Model) y, siguiendo a Damodaran<sup>5</sup> se adicionó a éste una prima que contempla el riesgo específico del mercado en el que se ejecuta el proyecto. En consecuencia para el cálculo del costo de los fondos propios se aplica la siguiente fórmula:

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

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

<sup>5</sup> A. Damodaran, "Estimating Equity Risk Premiums" Stern School of Business.

Donde:

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

$\beta_{im}$ : Riesgo sistemático propio respecto del riesgo de mercado<sup>6</sup>.

$r_f$ : tasa libre de riesgo (Bonos Treasury de USA a 10 años).

$E(R_m) - R_f$ : Prima de Riesgo del mercado. Es el premio por riesgo específico al mercado que opera el proyecto (diferencia entre los rendimientos de los activos de renta variable<sup>7</sup> y la tasa libre de riesgo).

$Er_p$ : Prima por riesgo específico a la compañía o proyecto evaluado (se considera el riesgo de Uruguay (UBI)).

Por lo general, se considera como la tasa libre de riesgo a los rendimientos de los Treasury Bonds 10 years de la Reserva Federal de los Estados Unidos. Se opta normalmente por utilizar los promedios de 5 o 10 años de dichos rendimientos, evitando de esta manera los elevados 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%. En los últimos diez años, ese rendimiento se ubicó en 2,19%, y en el momento actual cercano a cero<sup>8</sup>. Luego del repunte de la tasa de interés de estos bonos a partir de julio de 2016 y hasta noviembre de 2018, el rendimiento comienza a caer y todo parece indicar que por el momento se mantendrán en estos mínimos niveles.

Por su parte para medir el riesgo del país se consideran los rendimientos de los bonos soberanos uruguayos medidos a través del índice UBI de República AFAP. En este caso deben evitarse también los valores “anómalos” del 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.

El parámetro “beta unlevered” de Damodaram, para enero de 2020 se ubica en 1,17, lo que indica que la inversión en la producción forestal tiene un mayor riesgo y variabilidad que el promedio de todas las actividades en ese mercado. Esto llama la atención porque no parecería ser la situación del país, además su consecuencia es incrementar el costo de oportunidad.

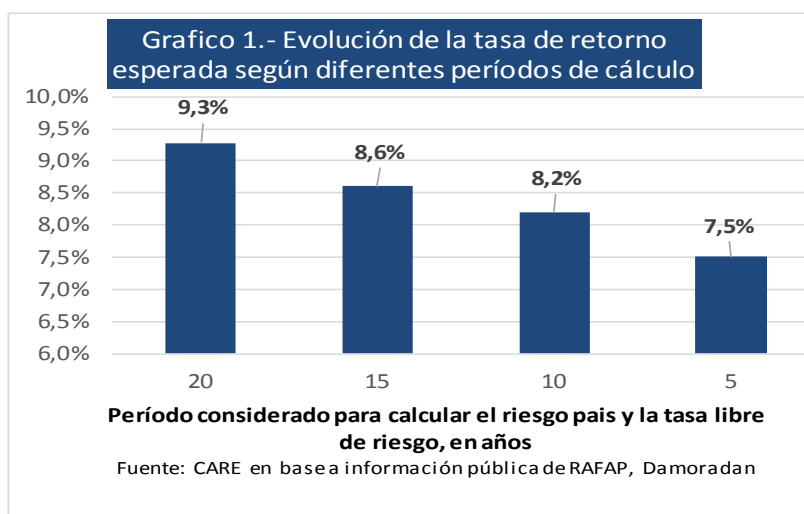
A los efectos de calcular estos indicadores se tuvieron en cuenta los valores promedio de los últimos 5 años, que son aquellos sobre los cuales los inversores deben tomar las decisiones. En este sentido, para el caso del rendimiento de los bonos americanos se consideró 2,22% y para el riesgo país (índice UBI), se consideraron 1,82 puntos básicos. Ambos valores son particularmente bajos en relación con los históricos. Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 7,5%. Este valor es prácticamente igual a la TIR esperada del inversor (7,4%). 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 con los parámetros utilizados 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) y del riesgo país. En la siguiente gráfica se comparan los niveles calculados con los que cabía esperar con los valores promedio de los últimos 20, 15 o 10 años.

<sup>6</sup>. Se consideraron los betas promedio de empresas de producción de papel y productos de madera en mercados emergentes según A. Damodaram

<sup>7</sup>. Equity Risk Premium del S&P 500.

<sup>8</sup>. Los efectos de la pandemia del coronavirus afectaron los mercados financieros y en la actualidad los rendimientos de estos bonos están con tasas muy bajas en el entorno de 0,6%



Esto indica que según estas metodologías, la tasa de descuento del proyecto es adecuada y reforzaría los cálculos del retorno del negocio para el inversor.

## 2. Manejo Económico- Productivo

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 Fideicomiso como ya se informó se adquirieron campos a forestados por lo tanto ya desde el primer año se verifican ingresos por concepto de venta de madera.

En el primer semestre del año las ventas de pino (tanto de raleo comercial como de tala rasa) tuvieron como destino la exportación y fueron mayores a las proyectadas tanto en volumen como en precio. Esto fue consecuencia como ya fuera comentado por el aprovechamiento de la ausencia de Nueva Zelanda en el mercado internacional. Por su parte, las ventas de madera sólida de eucaliptus fueron menores a las proyectadas, mientras que las de madera para pulpa estuvieron en el entorno de lo esperado. Esta tendencia se mantendrá para todo el año, tal como se observa en el cuadro siguiente.

**Cuadro 8. Ventas al primer semestre y proyección para 2020 (USD).**

Actividad	Primer semestre			TOTAL 2020		
	Real	Presupuesto	Diferencia	Estimado	Presupuesto	Diferencia
Stock 2019 grandis	5.643.400	5.007.600	635.800	7.572.360	7.572.360	0
Raleo Pino	358.531	345.100	13.431	877.540	877.540	0
Talarasa Pino +20	6.695.335	2.205.000	4.490.335	8.674.375	4.410.000	4.264.375
Eucaliptus +30	242.303	3.487.500	-3.245.197	2.401.764	9.300.000	-6.898.236
Eucaliptus +20	561.116		561.116			0
Eucaliptus Mer. Interno	333.188		333.188	333.188		333.188
Raleo Eucaliptus pulpa				2.259.646	3.477.821	-1.218.175
Leña	12.000	0	12.000	12.000		12.000
Total	13.845.873	11.045.200	2.800.673	22.130.873	25.637.721	-3.506.848

Fuente: el operador

El retorno de la inversión depende en un 72% a la venta de madera, por lo tanto es clave el manejo y seguimiento del bosque.

Los costos de producción fueron mayores a los proyectados, explicado por los costos de exportación incurridos en los 3 barcos de Pino. Por su parte, Los costos de implantación estuvieron levemente por encima de lo presupuestado al igual que en las tareas de manejo (podas y raleos).

**Cuadro 9. Costos e Inversiones al primer semestre y proyección al año 2020 (USD).**

Actividad	Primer semestre			TOTAL 2020		
	Real	Presupuesto	Diferencia	Estimado	Presupuesto	Diferencia
Costos de Producción	13.282.731	12.338.453	944.278	15.843.431	21.185.950	-5.342.519
Inversiones Implantación	1.637.405	1.566.900	70.505	3.054.643	2.926.412	128.231
Inversiones Manejo	310.066	232.169	77.897	589.196	532.582	56.614
Gastos	3.126.727	3.016.959	109.768	6.096.942	6.056.242	40.700
Total	18.356.929	17.154.481	1.202.448	25.584.212	30.701.186	-5.116.974

Fuente: el operador

Para fin de año se estima que los costos de producción terminen por debajo de lo presupuestado como consecuencia de la menor cosecha de eucaliptus y una reducción de los costos unitarios como consecuencia del aumento del dólar.

**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, y previo a la pandemia del coronavirus, el cúmulo de barreras estaba 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. Asimismo, supone que la crisis derivada del coronavirus se resolvería en algunos meses y luego los mercados volverán razonablemente a la normalidad.

### 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 el 73% de los retornos de la inversión se explican por el valor de la madera.

Para el caso concreto de este proyecto, el precio que mayor incidencia tendrá en el resultado final, es el de la madera de calidad de eucalipto y de pino. Como ya fuera comentado el plan de negocios supone la sustitución de los pinos por eucaliptos manejados para la obtención de madera de calidad. Si bien el objetivo de largo plazo será la madera sólida de eucalipto el patrimonio adquirido tiene un 39% plantado con pino, los que se irán comercializando durante los primeros años. Finalmente, como en todos los proyectos forestales hay superficies plantadas con destino a celulosa y también tienen ese destino los raleos y desechos comerciales de los montes de calidad.

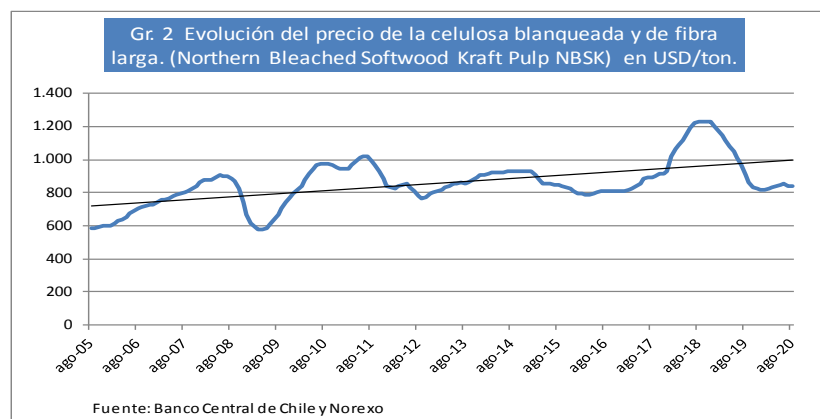
La tendencia de largo plazo esperada para los precios de la madera, es que todo indica que los precios deberían mostrar una tendencia creciente, al menos en valores nominales, y ello se sustenta en el hecho de que la demanda crecerá de la mano del incremento de la población mundial y del crecimiento económico de los países emergentes. Esta mayor demanda se espera tanto para madera sólida destinada a la construcción de muebles o viviendas como de celulosa por mayor consumo de papel *"tissue"*. 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. Por su parte, las políticas destinadas a atenuar los impactos del cambio climático también promueven la protección de los montes al ser éstos importantes sumideros de carbono.

No obstante, en el corto plazo el sector está atravesando por una coyuntura desfavorable. Durante todo el año 2019 los precios de la madera a nivel internacional, regional y doméstico, mostraron una caída muy significativa en los precios, del orden del 35-40%. A partir de enero de 2020 los precios internacionales habrían dejado de caer, pero manteniéndose en niveles similares a los de 2017 y relativamente estables. La actual coyuntura de corto plazo es consecuencia del enfrentamiento comercial de EEUU y China, de altos stocks y de una abundancia de pulpa de celulosa en el mercado producto de una sobreoferta de algunos países. Por su parte, la demanda cayó en forma coyuntural en algunos países desarrollados como consecuencia de la crisis sanitaria. Si bien la demanda por productos de higiene y de embalaje ha crecido debido a la compra por efecto del pánico y al aumento del consumo en el hogar, es probable que la demanda por otro tipo de productos se haya debilitado (papel de oficina), y haya más que compensando el aumento anterior, derivando en una reducción global de la demanda.

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, una vez superada la actual coyuntura. Luego de que se consuman los stocks, los precios del producto tendrán que subir para equilibrar la oferta y la demanda. Esta perspectiva se sustenta en el hecho de que los bajos precios limitan la oferta y que la demanda recuperará su tendencia.

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.

Los precios en Europa de la celulosa de pulpa de fibra larga (coníferas NBSK<sup>9</sup>), se ubican en la actualidad en el entorno de los 840 dólares la tonelada, frente a los 1.230 de fines del año 2018.



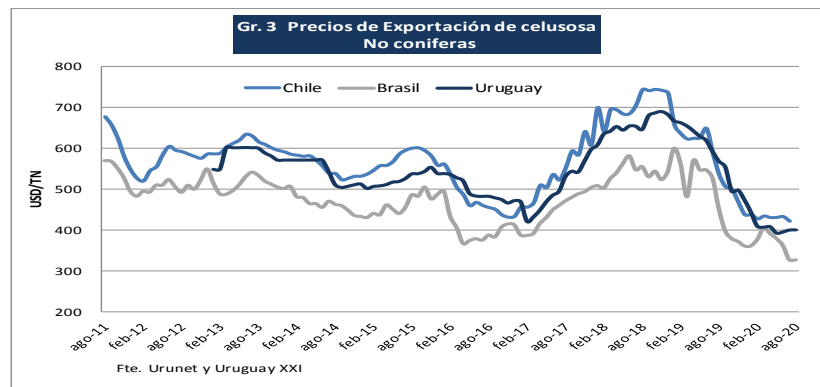
<sup>9</sup>. Northern Bleached Softwood Kraft. Pulpa de celulosa blanqueada de fibra larga

Todo parece indicar, que este escenario con tendencia a la baja y de incertidumbre se mantendrá seguramente durante todo el año 2020 debido a que para reducir la actual sobreoferta de celulosa será necesario algún tiempo

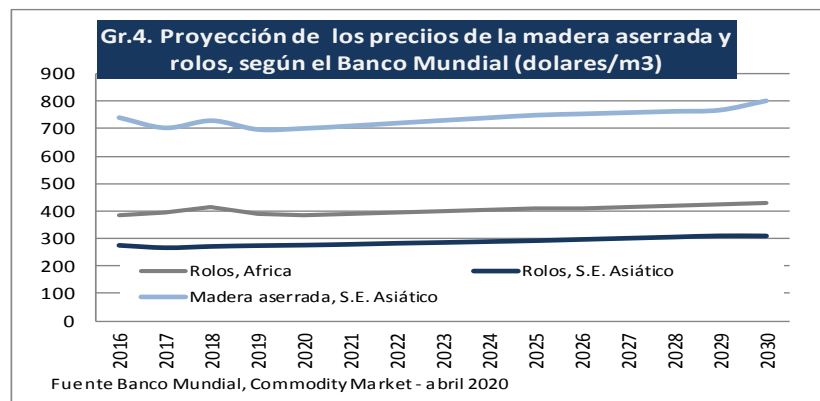


mayor al previsto inicialmente. Para el mediano plazo, los asesores de J.P.Morgan Chase proyectan que los precios de la celulosa en los puertos de China aumentarían en los próximos 4 años un 5,2 y 3,3% acumulativo anual para la BHKP<sup>10</sup> y la NBSK respectivamente.

Estás bruscas oscilaciones 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 variaciones interanuales mayores al 30% entre enero de 2018 y diciembre de 2019. Para el caso concreto de Uruguay, los precios de exportación de la celulosa en agosto de 2020 fueron de 400 dólares la tonelada, un 42% más bajo que los máximos de noviembre de 2018, resultando los más bajos de la serie.



Por su parte, los precios de la madera en bruto y de los paneles también mostraron durante 2019 y en lo que va de 2020, un menor nivel de precios que en 2018, como consecuencia también de una menor demanda de China. 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<sup>11</sup> en la siguiente gráfica. Para el caso de la madera en bruto, el último reporte del BM muestra un crecimiento leve de aquí al 2030, promediamente de un 1,2% acumulativo anual para rolos y un 1,34% anual para madera aserrada.



<sup>10</sup>. Blanched Hardwood Kraft Pulp

<sup>11</sup>. Commodity Market Outlook, Abril de 2020.

Como resultado de esta coyuntura internacional para el rubro, se verificó en el Uruguay para los primeros 8 meses del año una reducción importante en los ingresos por las exportaciones de los productos forestales. Es así, que para el período enero-agosto de 2020 las exportaciones totales cayeron un 30% respecto del mismo período del año anterior.

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

	2015	2016	2017	2018	2019	ene-agosto 19	ene-agosto 20	Variación
Celulosa	1.266	1.222	1.310	1.660	1.527	1.097	745	-32%
Rolos (excepto eucalipto)	1	5	88	150	89	81	74	-9%
Tableros de madera contrachapados	62	58	64	76	55	35	40	13%
Chips (eucalipto y pino)	57	82	64	95	102	75	21	-72%
Madera aserrada No Coníferas	42	38	47	53	46	33	26	-20%
Madera aserrada Coníferas	23	27	46	62	52	35	38	9%
Papel y Cartón	79	52	31	29	28	22	13	-40%
Rolos de eucalipto	24	17	21	29	14	9	10	6%
Total	1.555	1.500	1.670	2.156	1.914	1.387	967	-30%

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 que salen de ese destino.

Como puede observarse, el valor de las exportaciones de celulosa –principal producto de exportación- cae un 32% en valor, explicado en gran medida por los menores precios internacionales, aunque también caen las exportaciones en volumen aunque en menor medida.

Las exportaciones de rolos de eucalipto de aserrío en el primer semestre del año 2020 tuvieron un leve crecimiento frente al primer semestre de 2019, no obstante se mantienen muy por debajo de 2018. Asimismo, el ritmo de colaciones cayó sobre el final del semestre en relación a los primeros meses del año como consecuencia del impacto del COVID 19 en Europa y EE.UU sobre la demanda de productor de madera. El destino de las exportaciones uruguayas de rolos de eucalipto sigue siendo Vietnam, Camboya y China, que luego venden sus productos en Europa y EE.UU.

En el primer semestre del año 2020 se reactivó la actividad de exportación de rolos de pino hacia China, aunque se mantienen por debajo de 2019. Las exportaciones comenzaron a aumentar a partir del segundo trimestre del año aprovechando las oportunidades que se dieron en el mercado, principalmente el “lock down” de Nueva Zelanda, que favoreció la venta de pinos desde el Uruguay. China continúa siendo el principal comprador, aunque comienza a aparecer ahora India luego de que se levantaran algunas restricciones fitosanitarias.

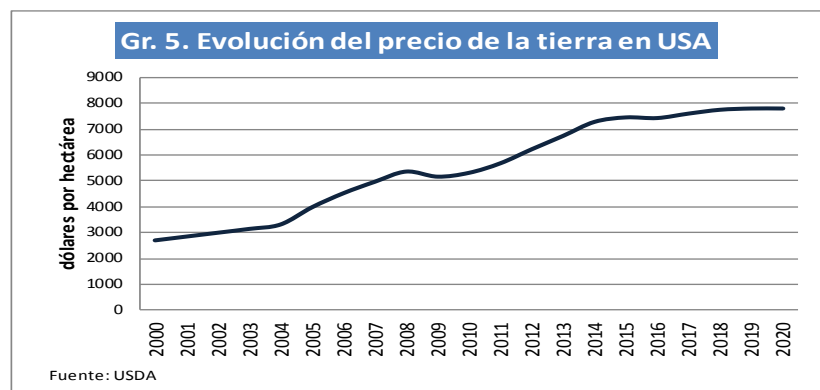
Como ya fuera comentado, el actual escenario internacional de precios está afectado por los altos stocks en China, la pandemia del Coronavirus y el conflicto comercial de China con los EEUU, hechos que han afectado fuertemente los precios. No obstante esta coyuntura adversa, las perspectivas para el rubro en lo que refiere a la demanda de largo plazo se mantienen, por lo que los precios de la madera siguen siendo auspiciosos para el mediano y largo plazo.

### 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,

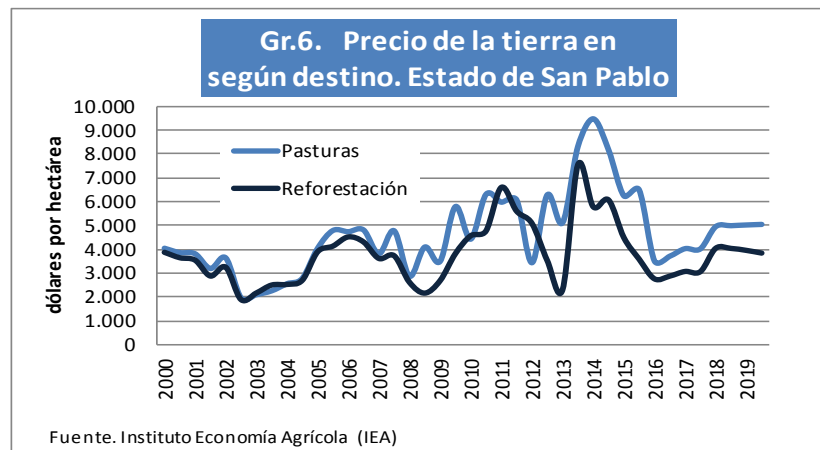
pero a tasas más moderadas que en el pasado. En este caso se actualiza el comportamiento de los precios en diferentes países considerados de importancia.

En lo que respecta 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, en ambos casos en forma muy moderada. Cualquiera de los dos shocks negativos en el nivel de precios, fueron revertidos en pocos años. No obstante, en los últimos años, si bien la tendencia se mantiene, los aumentos parecen ser cada vez menores. En 2018 los precios de la tierra (promedio) aumentaron un 2%, para 2019 el USDA reporta un aumento de un 0,6% en términos nominales y para el año 2020 mantiene el mismo valor nominal que en el año anterior. Si se analizan los datos para las tierras agrícolas y para las ganaderas por separado, el comportamiento de la evolución de los precios es el mismo.



El comportamiento del precio de la tierra en Brasil, está afectado 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.

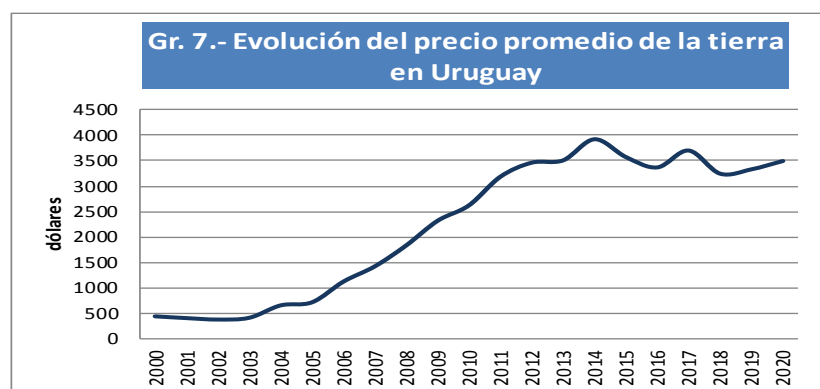
Para el año 2019, último reportado por el Instituto de Economía Agrícola de San Pablo los precios de la tierra para pasturas crecen levemente (1%) mientras que las que tienen por destino la silvicultura y pasturas naturales caen un 4,9%.



La particular situación de Argentina hace imposible disponer de una serie de precios actualizada y confiable de la tierra. Las alta volatilidad de las políticas, las elevadas detracciones a las producciones agrícolas, los desajustes macroeconómicos y las restricciones al manejo de las divisas, generan distorsiones en los valores que nada tienen que ver con la tendencia que deberían tener los precios de los campos. Sobre la base de algunos trabajos técnicos a los cuales CARE tuvo acceso, en un período de 55 años (1956 a 2011) el precio de la tierra agrícola (de muy buena calidad) en Argentina, aumentó a un ritmo promedio de 3,5% acumulativo anual en términos reales.

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 9,8% en el valor de la tierra, luego en 2018 la misma oficina da cuenta de una reducción de un 12,3%, en 2019 se reporta un leve aumento de un 2,6% y luego para el primer semestre de 2020<sup>12</sup> el precio promedio de la hectárea media del país estaría mostrando una recuperación de un 5%.

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.



<sup>12</sup>. "Precio de la Tierra" Compraventas Primer Semestre de 2020, publicado en setiembre de 2020.

Existen otras fuentes de información realizadas por consultoras y operadores del mercado<sup>13</sup>, las que tratan de contemplar la calidad de las tierras corrigiendo los valores por el índice CONEAT y de esta forma hacer más comparable los valores. Existe una proporcionalidad comprobada<sup>14</sup> entre el índice de CONEAT y el precio con valores de campo con CONEAT por encima de 100, pero cuando los índices están por debajo de 100, los precios también caen pero no exactamente en la misma proporción que cuando están por encima de 100. Esto básicamente se explica porque muchos de los campos por debajo de 100 son demandados para producciones diferentes a la carne y a la lana (arroz, forestación), rubros considerados para determinar el valor del índice.

Realizando estas correcciones a la información disponible se obtienen series de precios que también muestran un comportamiento muy similar al obtenido por DIEA: un aumento sostenido y muy importante hasta el año 2014 y luego un descenso continuo hasta el presente. Con la diferencia de que ubican el precio actual con una caída mayor (30%) que la que se nota utilizando los valores medios de la Serie de DIEA (11%). Esto se explicaría por la elevada proporción de campos agrícolas y forestales (algunos ya forestados) en las compraventas de los últimos años.

La valorización del precio de la tierra es un componente significativo de ingreso final del fideicomiso (20%) por lo que lo que finalmente ocurra con su comportamiento tendrá una contribución con el retorno final de la inversión. El modelo financiero supuso una valorización acumulativa anual de un 3% real durante 20 años, por lo que resulta importante conocer que ha sucedido en el pasado como forma de 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 51 años (1970 a 2020) 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 7,5% (nominal).
- La tasa anual de crecimiento fue menor al 3% para el caso de los campos que se vendieran entre 2000 y 2002, o sea que se hubieran comprado entre 1980 y 1982.
- Para el resto del período, el crecimiento anual del precio de la tierra supera el 3%.

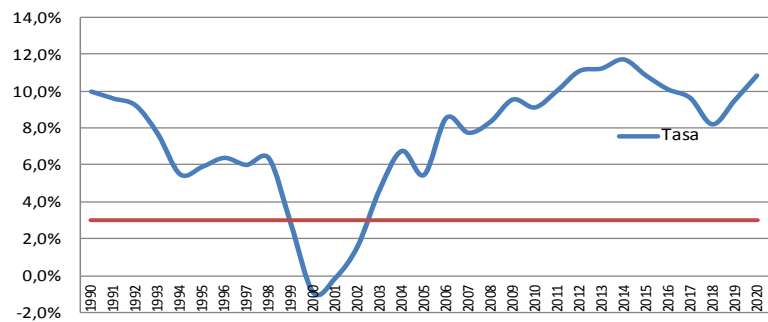
Si el mismo análisis se realiza para períodos de 30 años se mantiene la misma tasa de crecimiento anual (7,3%), y el mínimo crecimiento anual es de 5% y por lo tanto en ningún período estaría por debajo del valor considerado en el prospecto.

La evolución anual de este indicador –para intervalos de 20 años- muestra una tendencia al alza hasta el 2014, para luego comenzar a caer pero se mantiene en valores muy por encima del 3% (en el entorno del 10% de crecimiento anual).

<sup>13</sup>. SERAGRO, Agroclaro y operadores privados

<sup>14</sup>. B. Lanfranco y G. Sapriza (Serie Técnica N° 187 de INIA "El índice CONEAT como medida de productividad y valor de la tierra" 2011)

**Gr. 8 Tasa variación promedio anual precio de la tierra en períodos de 20 años - Uruguay**



Fte. Elaborado en base a datos de DIEA-MGAP

CARE entiende que si bien cabe esperar para el mediano y largo plazo aumentos sostenidos en los precios de la tierra, éstos no serían de similar magnitud que el pasado. Muy probablemente los aumentos de precios compensarán la inflación de Estados Unidos, más un pequeño componente por incremento de la productividad de la tierra, de esta forma se deberían ubicar entre el 2 y el 4% anual.

#### 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. En la actualidad, no surgen elementos que pudieran suponer que el gobierno pueda tomar medidas de política que atenten contra este tipo de emprendimiento.

En resumen, no se perciben condiciones que permitan advertir amenazas desde las políticas públicas.

**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)<sup>15</sup> de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.

Comité de Calificación.



Ing. Julio Preve



Sr. Martín Durán Martínez

<sup>15</sup>. **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.**



Ing. Agr. Adrian Tambler