

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

Montevideo, abril de 2020

4	RESUMEN GENERAL
6	I INTRODUCCIÓN
10	II EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION
12	III LA ADMINISTRACION
18	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
25	V EL ENTORNO
33	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

ACTUALIZACIÓN CALIF Oferta pública de: **Certificados de Participación escriturales por USD 50.000.000** 09-04-2020

Fecha de emisión:	5 de agosto de 2011
Plazo:	Hasta liquidación de activos y obligaciones del fideicomiso
Denominación:	Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay
Distribuciones:	toda vez que existan Fondos Netos Distribuibles luego de cada Cierre de Ejercicio, o al procederse a la venta de los Activos del Fideicomiso o por la distribución final de Fondos Netos Remanentes.
Monto:	U\$S 50 millones
Fecha de Emisión:	5 de agosto de 2011
Estructurador:	Ferrere Abogados
Operador:	Agroempresa Forestal SA
Entidad Representante:	Bolsa Electrónica de Valores S.A.
Entidad Registrante:	EFAsset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Fiduciario:	EFAsset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Vigencia de la actualización:	hasta el 30 de noviembre de 2020 ¹ .
Comité de Calificación:	Julio Preve, Adrián Tamber y Martín Durán Martínez
Calificación:	BBB +.uy
Manual Utilizado:	Manual de 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, manteniendo la categoría BBB +.uy de grado inversor.

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

- La inexistencia de riesgo jurídico de estructura, oportunamente destacada y ratificada en el correr del tiempo.
- Un negocio con una adecuada consistencia entre los supuestos del prospecto, las acciones de compra de tierra y áreas plantadas y que desde el punto de vista económico financiero para el inversor, soporta los stresses ajenos al negocio a los que razonablemente la emisora y la calificadora han sometido el proyecto. Incluso se realizó una nueva estimación del Costo de Oportunidad del Capital, recogiendo las variaciones en la tasa de interés internacional y en el riesgo país.
- Los informes del Operador y del Comité de Vigilancia resultan satisfactorios para la marcha del proyecto, los desvíos informados son de escasa magnitud y no generan cambios en los resultados esperados.
- 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).
- La capacidad de gestión de la empresa administradora del proyecto – Agroempresa Forestal – se mantiene bajo los estándares de eficiencia evaluados en los anteriores informes de actualización, lo que se ratifica en los distintos informes de las partes involucradas. Es importante destacar, que el Administrador está ejecutando tres emprendimientos más, bajo una construcción financiera de características muy similares, sin presentar por el momento mayores contratiempos. Entre los 4 fideicomisos, la empresa está manejando en la actualidad más de 80 mil hectáreas de montes forestales. En 2019 como consecuencia del crecimiento de la empresa por la administración de un cuarto fideicomiso se contrató una consultoría a los efectos de adecuar el gobierno corporativo y la estructura de gestión; realizándose algunas contrataciones en el personal jerárquico de la empresa.
- Al 31 de diciembre, el Fideicomiso Financiero BDU tiene en propiedad un total de 9.537 hectáreas de las cuales 5.564 hectáreas se encuentran forestadas. Se cuenta con una nueva tasación de los campos y los montes del Fideicomiso al 31 de diciembre de 2019 que arroja un valor total de USD 50,1 millones, un 3,6% superior al año anterior².

². CARE tiene algunas diferencias respecto de la metodología aplicada que se expresan en la sección IV.

- La última actualización del flujo financiero se realizó a febrero de 2020; en la misma se ajustaron los rendimientos y los costos (cosecha y fletes nacionales e internacionales), a la realidad. Sobre la base de varios escenarios posibles, la TIR más probable a juicio de CARE estaría ubicada en un 6,4%, levemente menor a la proyectada en la calificación original, pero igualmente atractiva. A su vez, el Valor Actual Neto al 2020 del flujo descontado a una tasa del 8% es de casi 69,8 millones de dólares. Estos resultados se estiman sobre la base de los precios actuales de la madera y una evolución de los costos, ingresos y valorización del precio de la tierra que CARE considera razonables.
- El precio de la celulosa ha descendido fuertemente durante 2019 luego de un incremento muy importante en 2018, pero se mantuvo estable el volumen de exportaciones uruguayas. Por su parte el mercado de exportación de madera aserrada y rolliza de pino enfrenta una demanda muy deprimida y reducciones importantes en los precios. Esta coyuntura desfavorable para todos los productos forestales, se explica en gran medida por la guerra comercial entre Estados Unidos y China, sumado a un sobre stock en este último país. No obstante, no existen elementos para suponer que en el largo plazo esta situación se mantenga, ya que se espera que continúe el crecimiento en la demanda. Lo mismo cabría esperar de los efectos de la pandemia; se parte de la base de que la crisis derivada del coronavirus se resolvería en algunos meses y luego los mercados volverían razonablemente a la normalidad. 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 en el cumplimiento de las proyecciones de cosecha para el año 2019. La diferencia entre lo proyectado y lo real fue menor en el caso de la madera para pulpa, pero muy importante en el caso de la madera rolliza. Ambos efectos se explican como consecuencia del menor dinamismo del mercado asiático, pero éste afectó más a la exportación de rolos que a la producción de celulosa. Los rolos que no se cosecharon se dejarán en pie esperando la recuperación del mercado.
- No se advierten amenazas en lo que respecta a las políticas públicas. Tampoco debería esperarse que el cambio de administración genere tensiones en esta construcción financiera.
- En diciembre 2019, se informó sobre la aparición de una nueva cepa de coronavirus (COVID-19). Dicho virus se ha propagado en nuestra región, afectando notoriamente la actividad económica. A la fecha de redacción de este informe no es posible estimar el impacto que estos hechos tendrán en esta operación.

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

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

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

El marco conceptual de esta calificación supone un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica el desempeño esperado del fideicomiso, su capacidad de generar en el tiempo utilidades, conforme al proyecto de ejecución del negocio forestal que su administración está mandatada a realizar. Admitido el rango de tasas de retorno derivado de múltiples simulaciones como razonable para el proyecto en su primera calificación, las siguientes no se vinculan estrictamente con la obtención de estas cifras. En efecto, no se trata de una emisión con compromiso de rentabilidad fijo. Por tanto la nota no depende estrictamente del alcance de las Tasas Internas de Retorno calculadas en el proyecto, ni de los costos de oportunidad del capital de los inversores. En definitiva, la nota sigue entre otros criterios el cumplimiento del proyecto y el alcance de una rentabilidad mínima que se juzgue aceptable en ocasión de cada recalificación.

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

2. Antecedentes generales y hechos salientes del período.

A. Antecedentes

El objeto principal del “Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay” es:

(a) la emisión de los Certificados de Participación y su suscripción por parte de los Beneficiarios según términos y condiciones que surgen del Contrato de Fideicomiso y del Documento de Emisión (etapa cumplida),

(b) la implementación del Proyecto Productivo que consiste básicamente en un proyecto de inversión que crea un Patrimonio Forestal en Uruguay, para la producción de madera con destino a la comercialización en el mercado uruguayo e internacional, y

(c) la distribución de los fondos resultantes de tal implementación del Proyecto entre los Titulares, en la forma que se establece en el Contrato de Fideicomiso.

- El patrimonio de tierras de BDU al 31 de diciembre de 2019 asciende a 9.537³ hectáreas de las cuales 5,564 hectáreas están forestadas, de esta forma la superficie forestal representa un porcentaje en el entorno del 60%. Está constituido por 14 propiedades ubicadas en el centro este y sureste de Uruguay en el Cerro Largo (26%), Durazno (16%), Florida (49%), Lavalleja (6%) y Treinta y Tres (3%). Las especies establecidas son Eucalyptus grandis (65,2%), E. dunnii (28,4%), E. Saligna (6,2%), fundamentalmente.
- Al haber completado la operación de compra de tierras y plantación de la totalidad de los montes las operaciones del proyecto esencialmente corresponden a tareas de mantenimiento de plantaciones y alambrados, control de malezas y plagas, podas, raleos, eliminación de cepas, manejo de rebrotes, vigilancia, etc.
- En la medida que los montes alcanzan el desarrollo adecuado se vienen realizando las podas necesarias para el manejo de la calidad de la madera. Se estima que aproximadamente el 71% de la superficie plantada será destinada a producir madera de calidad, el 29% producirá madera para pulpa.
- A través de las notas de 8 de octubre y 14 de noviembre de 2018, el Fiduciario notificó a CARE del otorgamiento de un financiamiento por parte del BBVA al Fideicomiso por hasta 2 millones de dólares con una vigencia hasta el 30 de diciembre de 2021. El financiamiento se cancelará en 4 cuotas semestrales iguales y consecutivas con vencimiento al 30 de junio y 31 de diciembre de 2022 y 2023. La cláusula 7 del contrato, la cual fuera modificada el 5 de abril de 2017 habilita al fideicomiso a endeudarse 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, ambas acciones se hicieron en la oportunidad.
- En 2019 se comenzó con la venta de madera para pulpa proveniente de los predios Arévalo y Don Chico, de acuerdo con lo proyectado.

³. Ajustado a la información de la Dirección General de Catastro. Existe una pequeña diferencia si se consideran las hectáreas medido por información satelital..

- En 2019 se contrató una consultoría a Deloitte a los efectos de que sugiriera cambios en el gobierno corporativo y la estructura de gestión de Agroempresa Forestal a efectos de adaptarla a los requerimientos derivados de la administración de un patrimonio de más de 600 millones de dólares entre los 4 fideicomisos. Como consecuencia de ello la empresa realizó algunas nuevas contrataciones a nivel del personal jerárquico.
- En el primer semestre de 2019 se plantaron las 143 hectáreas en el predio de Reboledo, dando por finalizada la etapa de plantación.
- El fideicomiso integra el comité de sanidad de la SPF (Sociedad de Productores Forestales) que tiene como objetivo el monitoreo e identificación de plagas y enfermedades de las plantaciones forestales.

B. Hechos salientes del período

- Comenzaron a realizarse ventas de madera para pulpa proveniente de los raleos comerciales de las especies para madera de calidad. En el último trimestre del año, las ventas de Eucalyptus para pulpa fueron menores a lo proyectado debido a que no fue posible ejecutar el raleo comercial (+20 y +30) en el predio Caputti por las malas condiciones de mercado externo. Para suplir la falta de mercado en el producto +20 cm, se continuó con la venta de columnas para la UTE que genera un margen similar.
- La última tasación de la totalidad de los predios y montes del Fideicomiso fue realizada a diciembre de 2019 por la consultora BM2C (Business Management Consulting) estimando un monto total de 50,1 millones dólares.
- Sobre fines de 2019, CARE realizó una visita a algunos predios del fideicomiso pudiendo comprobar el buen desarrollo de los montes y los principales aspectos de gestión y organización del operador.
- En diciembre de 2019 se realizó la auditoria para obtener la certificación FSC (Forest Stewardship Council o Consejo de Administración Forestal en español) por parte de la empresa SGS; la certificación FSC fue renovada.
- A diciembre de 2019, el operador y el Comité de Vigilancia informan que en general las plantaciones se encuentran en buen estado sanitario.
- El 26 de marzo de 2020 el Fiduciario informa a CARE de la posibilidad de que el FF Bosques del Uruguay modifique el contrato de crédito con el BBVA, relativo a las fechas de desembolso. Concretamente refieren a adelantar el desembolso previsto para de 2021 por USD 300.000, para este año 2020. Esta modificación del contrato contó con la aprobación del Comité de Vigilancia.

3. Información analizada.

La información analizada en esta ocasión fue la siguiente:

- o Estados contables intermedios de EF Asset Management al 30/6/2019⁴.
- o Estados contables del Fideicomiso al 31/12/2019⁵
- o Balance de Agroempresa Forestal al 31 de diciembre de 2019, con informe de auditoría.
- o Nuevo flujo de fondos proporcionado por el Operador.
- o Tasación al 31 de diciembre de 2019 de BM2C.
- o Informe del tercer y cuarto trimestre de 2019 de Agroempresa Forestal.
- o Informe del Comité de Vigilancia del tercer y cuarto trimestre de 2019.
- o Entrevistas con Agroempresa Forestal y visita a campos del Fideicomiso.

⁴. Si bien se dispone de los EE.CC intermedios a setiembre de 2019 se prefiere, por considerarlos más representativos los EE.CC al cierre del primer semestre.

⁵. CARE debe aún recibir versión definitiva.

II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

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

1. Descripción general

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

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

Riesgos considerados

Riesgo jurídico de estructura. Comprende el análisis de la eventualidad de incumplimientos en el pago a los beneficiarios, derivado de defectos en la estructura jurídica. Practicados los correspondientes análisis, debido a que no ha existido cambio alguno en lo que refiere a la construcción jurídica y teniendo presente el paso del tiempo sin controversias, se concluye nuevamente el *riesgo es casi nulo*.

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

Situación económica y financiera

El análisis de los EE.CC intermedios al 30 de junio de 2019 sigue mostrando una sólida situación de solvencia. El ratio de liquidez se mantiene por debajo de la unidad. Cabe mencionar que el activo no corriente se compone en buena medida por los depósitos en garantía a que está obligada la firma, según normativa vigente, por los fideicomisos que administra y en consecuencia son de disponibilidad restringida. Esto explica los pasivos financieros, que son contraídos para constituir estas garantías y que una vez liberadas, los mismos son cancelados. En cuanto a la eventual necesidad temporal de fondos para atender obligaciones de corto plazo, la firma cuenta con financiamiento con partes relacionadas por lo que el riesgo de liquidez es muy acotado.

Cuadro 1: Estado de Situación de EFAM (miles de \$)

Concepto	30/06/2019	31/12/2018	31/12/2017
Activo Corriente	15.034	9.167	9.391
Activo no Corriente	165.804	95.074	81.968
Total Activo	180.838	104.240	91.360
Pasivo Corriente	21.319	14.368	13.068
Pasivo no Corriente	128.560	63.040	52.817
Total Pasivo	149.878	77.408	65.885
Patrimonio	30.960	26.832	25.474
Total Pasivo y Patrimonio	180.838	104.240	91.360
Razon Corriente	0,71	0,64	0,72

Fuente: EE.CC EFAM

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

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

Concepto	30/06/2019	30/06/2018	31/12/2018
Ingresos Operativos	21.447	23.796	45.176
Gastos Adm. y Vtas.	(18.027)	(21.368)	(41.745)
Resultado Operativo	3.420	2.428	3.431
Resultados Financieros	2.464	(93)	(682)
Resultados antes de impuestos	5.884	2.335	2.749
IRAE	(1.757)	(664)	(1.120)
Resultado del período	4.128	1.671	1.629
Res Operativos/Ingresos	15,95%	10,20%	7,59%
Res Ejercicio/Ingresos	19,25%	7,02%	3,61%

Fuente: EE.CC de EFAM

Mantiene bajo su administración una importante cartera de fideicomisos, en cantidad y diversidad; por lo que su idoneidad para esta función no ofrece dudas.

2. Agroempresa Forestal S.A. (AF)

La empresa operadora ya ha sido analizada por CARE en ocasión de la calificación original de este fideicomiso y otros análogos a este (BDU II 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 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.

De ellas, a la fecha se han efectivizado los siguientes cambios:

A nivel de Directorio empezó a trabajar el Economista Aldo Lema como director independiente no vinculado a los accionistas.

El Actual Directorio está conformado por:

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

El Directorio de AF 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
- 1 Contador. Independiente con experiencia reconocida en esta actividad.
- 1 miembro del equipo contable de AF

AF informa que los integrantes del Comité de Auditoría ya fueron seleccionados, pero debido a la actual situación de emergencia sanitaria en que se encuentra el país aún no han comenzado sus actividades.

• Comité de Cumplimiento compuesto por:

- 1 Director
- 1 ejecutivo independiente con amplia experiencia en el sector forestal.
- 1 Asesor legal

A la fecha, este comité está compuesto por la Dra. Viviana Fontanini y la Ingeniera Forestal Fernanda Romero.

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.

Siguiendo estos lineamientos, entre marzo de 2019 y febrero de 2020, AF incorporó 25 personas (algunos con residencia en Chile, pero la mayoría en Uruguay). De ellos, 9 personas prestaban funciones en Terena y Forestal Atlántico Sur (empresas que administraban el patrimonio adquirido por BDU 4) mientras que las 16 restantes fueron seleccionadas en el mercado de trabajo.

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.

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

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

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

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, en esta sección se informarán los EE.CC presentados en dólares (USD).

Un resumen del estado de situación y resultados del fideicomiso al cierre de diciembre de 2019 se exponen en los cuadros siguientes.

Cuadro 3: Estado de Situación del fideicomiso

En miles de u\$s	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017
Activo Corriente	330	1.021	1.567
Activo no Corriente	50.206	48.587	48.778
Total Activo	50.537	49.608	50.346
Pasivo Corriente	294	372	368
Pasivo no Corriente	2.658	2.213	965
Total Pasivo	2.952	2.585	1.333
Patrimonio	47.584	47.023	49.013
Total Pasivo y Patrimonio	50.537	49.608	50.346
Razon Corriente	1,12	2,74	4,26

Fuente: EE.CC.F.F. BDU

En el Pasivo no Corriente se incluye un crédito bancario tomado por el Fideicomiso por USD1.400.000 a cancelar en 4 cuotas semestrales iguales a partir de junio 2022.

El patrimonio contable del fideicomiso al 31/12/19 asciende a casi USD 47.6 millones según se desprende del cuadro precedente mientras que el valor de la emisión de los CP's fue de USD 50 millones. Dentro de los activos no corrientes se incluyen unos USD 20.7 millones en tierras y unos USD 29.4 millones en activos biológicos; se recuerda que la tasación a valores razonables de ambos conceptos se realiza una vez al año coincidiendo con el cierre del ejercicio.

Cuadro 4: Estado de resultados del fideicomiso

Expresado en miles de u\$s	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017
Ingresos Operativos	1.776	616	202
Cambio de valor en activos biológicos	9.276	5.132	695
Costo de los bienes vendidos	(1.170)	(786)	(100)
Resultado Bruto	9.882	4.961	797
Gastos de administración y ventas	(975)	(926)	(861)
Resultados financieros	44	22	19
Resultados del periodo antes impuestos	8.952	4.057	(44)
Impuesto a la renta	(241)	(1.040)	(10)
Resultado del periodo	8.711	3.016	(54)
Revaluaciones	(8.148)	(5.007)	1.300
Resultado integral del periodo	562	(1.991)	1.246

Fuente: EE.CC.F.F. BDU

Dadas las características del negocio forestal, es lógico esperar resultados negativos o de menor cuantía en los primeros años por cuanto el rubro principal a vender es la madera cosechada; en tal sentido, la primera tala está prevista aproximadamente a 10 años de su plantación (año 2022 en adelante). Mientras tanto, los ingresos por actividades comerciales son marginales: venta del producto de podas y raleos, pastoreos etc. En cambio, se registran movimientos importantes por el cambio de valor estimado en los inmuebles y en las plantaciones.

En el ejercicio último, hubo un incremento del orden de USD 9.3 millones en el valor asignado a las plantaciones forestales, en cambio, se corrigió a la baja el valor de los inmuebles (tierra) en USD 8.1 millones. Estas dos revaluaciones, de signo contrario, determinaron un resultado del ejercicio con un resultado ligeramente positiva y, en consecuencia, el patrimonio se mantuvo en niveles similares a los del ejercicio anterior.

En otra sección de este informe, CARE comenta el resultado de estas tasaciones.

Riesgos considerados

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

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

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

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

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y FLUJO FUTURO DE FONDOS

Se invirtió en la compra de inmuebles rurales situados dentro del territorio de la República Oriental del Uruguay, los cuales son destinados a la actividad forestal.

En el contrato de Fideicomiso se estableció el marco dentro del cual se desarrolla la estrategia del Fideicomiso para cumplir con su fin.

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

La superficie total adquirida es de 9.537 has, de las cuales ya se encuentran forestadas 5.564, lo que significa un 60% de aprovechamiento. Del total de la superficie plantada con Eucaliptus, 65% han sido plantadas con grandis, 28% con dunii, 6% con saligna y un 1% con otras especies.

1. Evaluación de la rentabilidad de la inversión y Tasa Interna de Retorno.

La última estimación de la TIR fue realizada a febrero de 2020 y si se consideraran los mismos criterios del Prospecto, la TIR sería de 7,9%, resultando superior a la de abril de 2019, pero inferior a la estimada en el prospecto de emisión (8,58%). Como se verá más adelante los criterios considerados en el prospecto resultan optimistas a la luz de la situación actual y las perspectivas de mediano plazo

Los supuestos considerados en esta última estimación fueron los siguientes:

- Se ajustaron los rendimientos proyectados al comportamiento real que se viene observando en los montes (mejoran los rendimientos).
- Se parte en todos los casos de los precios actuales.
 - o Precio de la pulpa: 58 USD para E. Grandis y 65,5 para E. Dunni.
 - o Precio madera aserrable: USD 93 para E. Grandis.
- Se incorpora la venta a UPM2 a partir del 2023 lo que permite reducir costos de fletes.
- Se ajustaron los costos de cosecha, poda y fletes a los valores actuales

Asimismo se incorporan otras variables que operan en distintos escenarios (cuadro 5) tales como:

- Inflación de EEUU (proyectada por CPA).
- Incremento precio madera aserrable: 1,5% E. Grandis. (la madera para pulpa no aumentaría de precio).
- Aumento en el precio de la tierra 3%.

El operador sobre esta última proyección financiera supuso una serie de escenarios posibles cuyos resultados se presentan en el cuadro siguiente.

Cuadro 5: Resultados de la TIR y VAN en diversos escenarios

Escenario	TIR	VAN a 2020 (mill. USD)
1 Madera y costos ajusta por inflación USA+aumento precio de madera y tierra	7,9%	90,9
2 Madera y costos ajusta por inflación USA+aumento precio de la tierra	6,4%	69,8
3 Aumento precio madera y la tierra	5,8%	76,3
4 Aumento precio de Tierra	4,2%	57,4
5 Todos los factores Constantes	3,7%	52,5

Fuente: Agroempresa Forestal

Nota. Los flujos para el cálculo del Valor actual a 2020 fueron descontados al 8% en los escenarios 1,2 y 3, y al 6% en los 4 y 5.

El primer escenario supone un comportamiento de las variables de acuerdo al Prospecto de emisión. Si bien pudo ser razonable en su momento hoy en día ese sería un escenario relativamente optimista, especialmente en lo que refiere al aumento del precio de la madera aserrable, ya que suponía un ajuste por la inflación de EEUU, más un ajuste de un 1,5% anual.

Para CARE un escenario más probable sería con un aumento en el precio de la madera en el entorno de la inflación de EEUU, o sea un mantenimiento en términos reales. Las proyecciones del Banco Mundial para los próximos tres años suponen un aumento entre un 1,3 y un 1,9% anual dependiendo del origen (ver Sección V). Para el caso de la tierra un incremento de un 3% anual parece razonable en la situación actual ya que el precio ha tenido un ajuste muy importante entre 2004 y 2014. Este escenario se corresponde con el caso 2 del cuadro 5. El escenario 2 supone que la madera aserrable aumenta según la inflación y la tierra tiene un incremento de un 3%. Este escenario arroja un TIR del 6,4% y el valor actual neto al 2020 descontando el flujo de fondos al 8% arroja un valor de casi 70 millones de dólares.

Como puede observarse, aún en el caso que no haya ningún aumento en los precios de la madera, ni en el precio de la tierra en 20 años, la TIR sería positiva (3,7%).

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

- o la tasa de crecimiento de los bosques
- o el aumento esperado en el precio de la tierra y de la madera, así como también los costos de producción.

Los resultados obtenidos para una simulación de 5000 iteraciones y suponiendo un escenario por demás desfavorable, mostraron que la TIR nominal esperada sería de 8,07% y evidenciaba un 95% de probabilidad de ubicarse en valores superiores al 6,49%. Por su parte, el valor mínimo sería 4,5% y el máximo 11,16%.

2. Nueva estimación del Costo de oportunidad del Capital

Con el objetivo de testear algunos supuestos introducidos en las proyecciones del plan de negocios que se está llevando adelante, CARE profundizó el análisis del costo de oportunidad del capital para descontar los flujos de fondos⁶, en el entendido de que 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 Damodaran⁷ 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 mercado⁸.

rf: tasa libre de riesgo (Bonos Treasury de USA).

E(Rm) – Rf: 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 y la tasa libre de riesgo).

Erp: 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 2,34%, y en el momento actual cercano a cero⁹. Luego del repunte de la tasa de interés de estos bonos a partir de julio de 2016 y hasta noviembre de 2018, como consecuencia del aumento de la tasa de interés de la FED, el rendimiento comienza a caer y todo parece indicar que 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 1,19, 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.

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

⁶. El prospecto de emisión supone una tasa de descuento del 8%.

⁷. A. Damodaran, “Estimating Equity Risk Premiums” Stern School of Business.

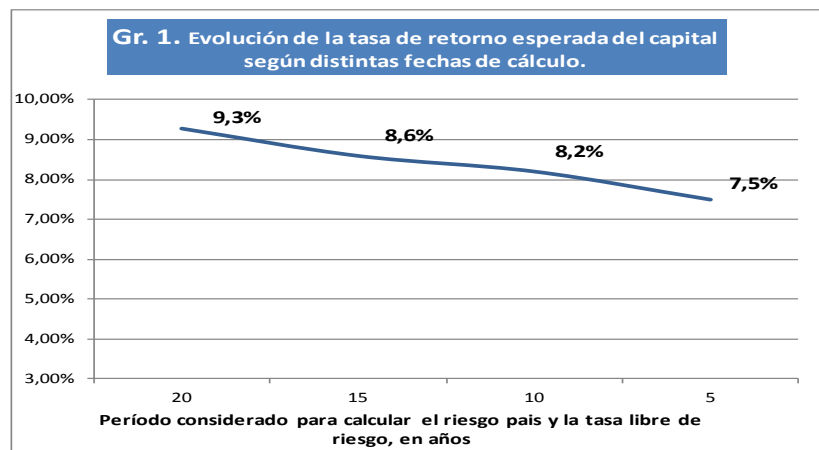
⁸. Se consideraron los betas promedio de empresas de producción de papel y productos de madera en mercados emergentes según A. Damodaram

⁹. El rendimiento de los bonos por la coyuntura del coronavirus y la crisis mundial ha bajado fuertemente.

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 levemente superior a la última TIR estimada para el escenario 2 del cuadro 5¹⁰. 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, y 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.



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 ventas de 2019 fueron menores a las presupuestadas como consecuencia de los problemas de mercado para la madera rolliza. Las ventas de madera para pulpa –que se coloca en el mercado interno- estuvieron levemente por debajo de lo presupuestado y se destinó a la planta de Montes del Plata.

Para el caso de madera rolliza con destino a los mercados asiáticos las diferencias entre lo real y lo presupuestado fueron muy notorias. Por problemas de mercado no se exportó eucalipto +20 y apenas se pudo exportar un 18% de lo presupuestado del +30 cts. Los eucaliptos que se pensaban cortar quedarán en pie esperando la recuperación del mercado asiático y la mejora en la demanda y los precios.

¹⁰. Importa aclarar que este si bien este es un análisis válido desde el punto de vista financiero, los inversores institucionales no tienen este costo de oportunidad ya que no pueden invertir en los mercados globales.

Cuadro 6. Ventas del 2019, proyectado y real (USD).

Actividad	TOTAL 2019		
	Real	Presupuesto	Diferencia
Eucalyptus Pulpa	1.476.030	1.613.026	-136.996
Eucalyptus + 20	0	1.540.387	-1.540.387
Eucalyptus + 30	103.199	573.067	-469.868
Columnas UTE (+20)	47.922	0	47.922
Total	1.627.151	3.726.480	-2.099.329

Fuente: el operador

El retorno de la inversión depende en más de un 80% de la venta de madera que se realizará más adelante, cuando se desarrollen los bosques. En este sentido es clave durante estos años el manejo y seguimiento del bosque.

Cuadro 7. Costos e Inversiones DE 2019, proyectado y real (USD).

Actividad	TOTAL 2019		
	Real	Presupuesto	Diferencia
Costos de Producción	1.237.470	3.033.398	-1.795.928
Inversiones Implantación	203.569	148.186	55.383
Inversiones Manejo	329.236	348.911	-19.675
Gastos	805.914	875.896	-69.982
Total	2.576.189	4.406.391	-1.830.202

Fuente: el operador

Costos de producción: El menor gasto se debe a que no se pudo realizar el raleo en el predio Caputti y la posterior exportación de la madera a extraer de dicha intervención, ya que como fuera comentado hubo dificultad para la colocación de madera rolliza en el exterior.

Inversiones en implantación y manejo: En general la inversión en implantación fue mayor al presupuesto, lo cual se explica por el aumento en el costo de la plantación al ser necesario utilizar gel y debido a la mayor intervención en control de malezas y control de hormigas. El control de la regeneración en Caputti, que no estaba presupuestado, también influyó en el desfase en el presupuesto.

Gastos: Considera las tareas de protección de los montes, mediciones de parcelas y evaluaciones de rendimiento, mantenimiento de los predios (alambrados, cortafuegos) y el gerenciamiento. En este caso los desvíos fueron razonables.

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. Tasación de la Tierra y los Montes Forestales

La última tasación de los campos y montes del Fideicomiso se realizó a diciembre de 2019, con una nueva empresa. La tasación fue realizada por BM2C 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 2019 era de 50,1 millones de dólares. El valor total del activo muestra un aumento de un 3,6% con respecto al año anterior.

La metodología utilizada supone que el valor actual es el flujo futuro de ingresos descontado al 8%, pero a diferencia de los anteriores tasadores, supone la venta de la tierra inmediatamente después de que se realiza la cosecha. De esta manera tiene la desventaja de que no recoge el valor de las plantaciones que se realizan sobre los campos que se cosechan. Por otra parte, la metodología estima por separado los flujos provenientes de la madera y de la tierra; la producción de madera le paga un arrendamiento ficto a la tierra (143 dólares/ha) y la tierra tiene ese ingreso por su uso, pero la tierra (al igual que la madera) no tienen aumentos de precio en el período. De esta forma, la tierra al tener solamente un ingreso fijo de 143 dólares anuales, mantener su valor en el tiempo y ser descontado su flujo de ventas al 8%, alcanza un valor a los efectos contables de 2.164 dólares/ha, un precio menor al de mercado según el propio tasador (3.165 USD/ha). Si se asumiera un aumento anual en el precio de la tierra, como parece razonable suponer, del entorno al 3 o al 4%, el valor de la venta futura descontado al 8% determinaría un valor muy similar al actual en el mercado, lo que resulta bastante más razonable. De esta forma, el valor del activo forestal considerando el flujo de la madera más un precio de la tierra de mercado alcanzaría a 60,2 millones de dólares en vez de 50,1 millones.

En el cuadro 8 se presenta la evolución de los valores de los campos del Fideicomiso, según la información proveniente de las tasaciones realizadas anualmente. Se presenta en una columna el valor de la hectárea de tierra sola (sin plantaciones) y en otra columna el valor de la hectárea promedio del fideicomiso lo cual considera también los montes forestales plantados y los ingresos potenciales esperados por el pastoreo. El valor de la tierra es el de mercado (según la tasadora), pero el de la hectárea media es el que resulta de la tasación.

Cuadro 8: Ev. de la valuación de la tierra y de las plantaciones

	Tierra	En dólares por hectárea Tierra, montes y pastoreo
2012	2.825	3.501
2013	3.244	4.008
2014	3.253	4.398
2015	3.346	4.624
2016	3.492	5.002
2017	3.628	5.222
2018	3.020	5.083
2019	3.165	5.265
Tasa 2013-19	-0,4%	4,7%

Fuente. Care en base al Operador

La evolución muestra una tendencia creciente en la hectárea media considerando los montes forestales, pero una reducción en los valores si se considera la hectárea sola, en línea con la evolución del valor de la tierra que registra la DIEA-MGAP (ver sección V). Para el caso de la tierra sola, la variación acumulativa anual de los valores de tasación de la hectárea del fideicomiso para los últimos 6 años (2013-2019) ha sido negativa (-0,4%), mientras que si se consideran los montes forestales, la tasa de crecimiento acumulativa anual pasa a ser positiva (4,7%). No se consideró al año 2012 porque en aquel momento había menos hectáreas y puede existir un sesgo importante si lo comprado en 2013 fuera diferente a lo existente.

5. Riesgos considerados:

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

Riesgo de descalce de monedas. Los ingresos y egresos más relevantes están previstos en la misma moneda, por lo que este riesgo es *casi nulo*.

V. EL ENTORNO

El análisis de entorno refiere a la evaluación de factores futuros que pueden afectar la generación de los flujos propuestos, pero que derivan de circunstancias ajenas a la empresa y refieren al marco general. Tienen que ver con la evolución esperada de los mercados interno o internacional de insumos y productos, así como con el análisis de políticas públicas capaces de incidir directamente en el cumplimiento de los objetivos planteados.

Por políticas públicas se entiende no solo las domésticas sino las de los países con los que existe comercio. En el caso de los productos forestales, al menos hasta el momento de la calificación, 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 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, 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".

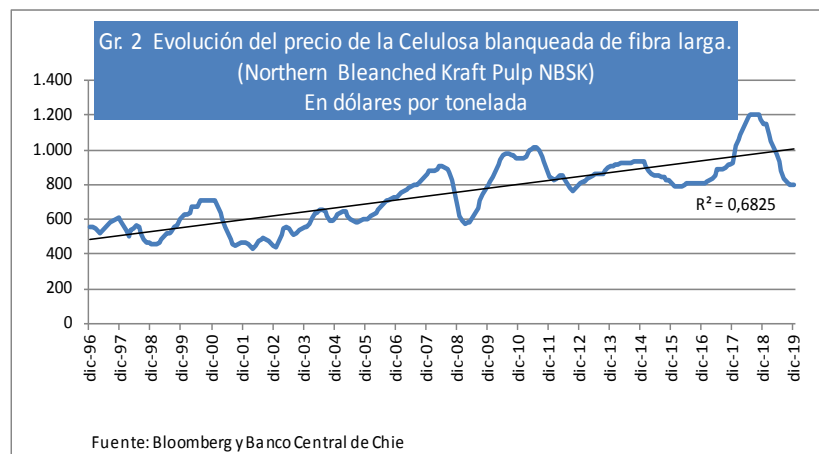
Ese incremento de la demanda enfrenta una oferta que se ha visto limitada por crecientes medidas de protección de los bosques nativos, así como también el control que se realiza sobre los de rendimiento. Por su parte, las políticas destinadas a atenuar los impactos del cambio climático también promueven la protección de los montes al ser éstos importantes sumideros de carbono. No obstante esta tendencia de largo plazo, durante 2019 la demanda y en consecuencia los precios de la madera a nivel internacional, regional y doméstico, han evidenciado una importante retracción, luego de haber tenido un fuerte incremento durante 2018. Como se verá con mayor detalle, los precios de la celulosa y de la madera en bruto han caído significativamente durante 2019 respecto de los valores de fines de 2018 como consecuencia de una reducción de la demanda de China, un sobre stock en ese país y una sobreoferta de productos forestales de algunos países productores, fundamentalmente Brasil y Nueva Zelanda.

Sin embargo, para el largo plazo no existen elementos para suponer cambios en las tendencias planteadas en el prospecto de emisión. Para esta calificación CARE realizó una actualización de la información clave del sector confirmando que no deberían existir en el futuro mayores desvíos respecto de la trayectoria esperada, una vez superada la actual coyuntura, ya que no se vislumbran cambios sustanciales en la demanda ni en la oferta.

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

El contexto internacional se presenta en la actual coyuntura relativamente debilitado luego de haber alcanzado en buena parte del año 2018 niveles muy elevados de precios, tanto en pulpa de celulosa como en madera sólida. Esta reducción en los precios se explica en gran medida por tensión comercial entre China y Estados Unidos que generó una retracción en la demanda del gigante asiático, a lo que se sumó un incremento de los stocks mundiales con la entrada de más oferta en los principales países productores.

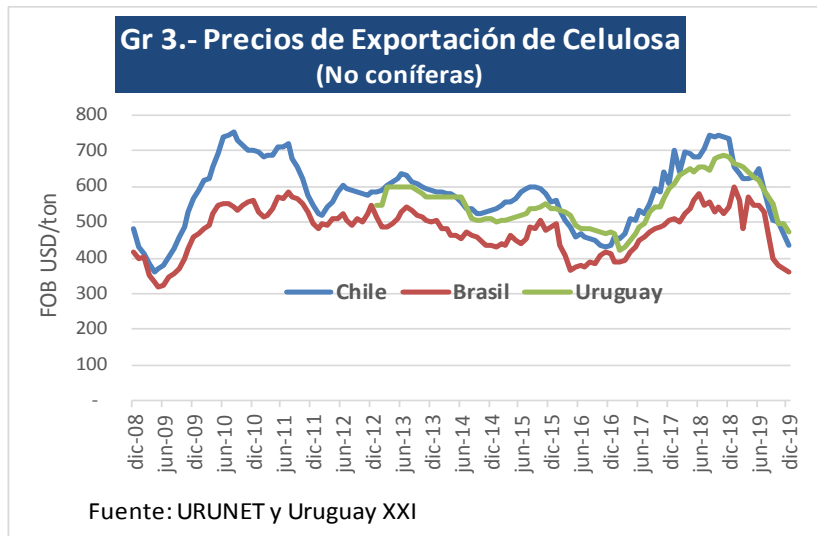
Los precios en Europa de la celulosa de pulpa de fibra larga (coníferas NBSK¹¹), se ubican en la actualidad apenas por encima de los 800 dólares la tonelada, frente a los 1.200 de fines del año 2018.



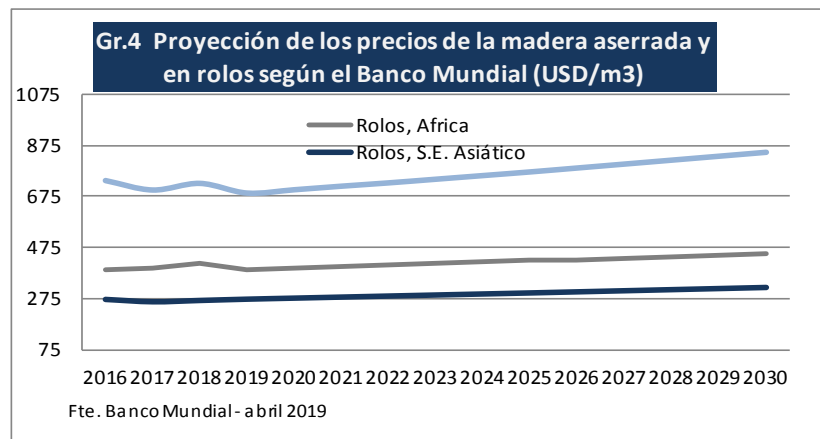
Todo parece indicar, que este escenario bajista y de incertidumbre se mantendrá hasta la primera mitad de 2020 debido a que para reducir la actual sobreoferta de celulosa será necesario algún tiempo mayor al previsto inicialmente.

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 diciembre de 2019 fueron de 473 dólares la tonelada, un 31% más bajos que los máximos de noviembre de 2018, pero similares a los de mediados de 2017.

¹¹. Northern Bleached Softwood Kraft. Pulpa de celulosa blanqueada de fibra larga



Por su parte, los precios de la madera en bruto y de los paneles también mostraron durante 2019 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 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 1,5% acumulativo anual para rolos y madera aserrada.



Como resultado a esta coyuntura internacional para el rubro, se verificó en el Uruguay una reducción en los ingresos por exportaciones forestales para el año 2019 en prácticamente todos los productos. El monto total de las exportaciones aun cayendo un 11% en relación al 2018, se mantiene por encima de 2017.

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

	2015	2016	2017	2018	2019	Variación
Celulosa	1.266,1	1.222,0	1.310,0	1.660,0	1.527,0	-8%
Rolos (excepto eucalipto)	0,9	4,7	88,3	150,1	88,8	-41%
Tableros de madera						
contrachapados	62,2	57,8	63,5	76,1	55,4	-27%
Chips (eucalipto y pino)	56,5	82,0	63,6	95,4	102,2	7%
Madera aserrada						
No Coníferas	42,3	38,4	46,5	52,8	45,9	-13%
Madera aserrada Coníferas	23,4	26,7	46,5	62,4	51,5	-17%
Papel y Cartón	90,8	61,0	37,1	36,3	38,0	5%
Rolos de eucalipto	24,4	16,9	20,6	29,5	14,4	-51%
Total	1.566,5	1.509,6	1.676,1	2.162,6	1.923,2	-11%

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 8% en valor, explicado exclusivamente por los menores precios internacionales ya que los volúmenes exportados se mantuvieron prácticamente invariables.

Los envíos de pino en bruto a China fueron los de mayor incidencia negativa en las exportaciones, afectados por problemas de mercado por precio y stocks crecientes en China (-41%). También cayeron fuertemente las exportaciones de rolos de eucaliptus (-51%), pero su incidencia en el total es muy marginal.

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

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

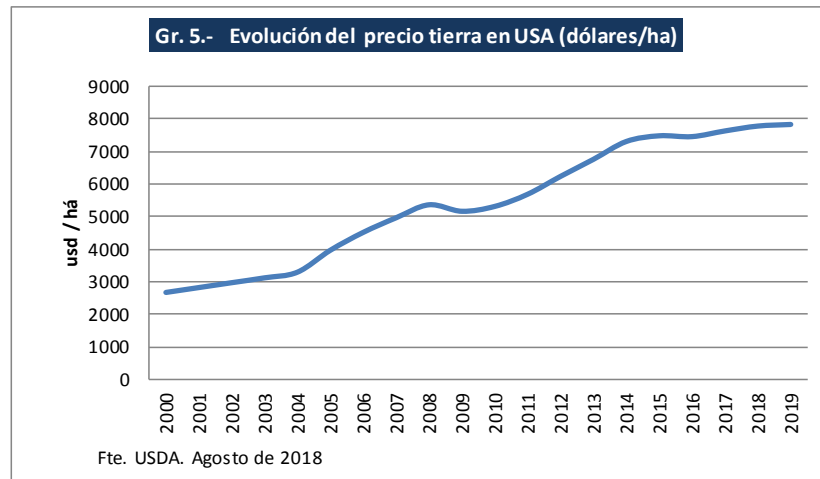
No obstante esta coyuntura adversa, las perspectivas para el rubro en lo que refiere a la demanda futura y los precios de la madera siguen siendo auspiciosos para el mediano y largo plazo. El actual escenario internacional de precios está afectado por los altos stocks en China, la devaluación del yuan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

5.3 El precio de la tierra

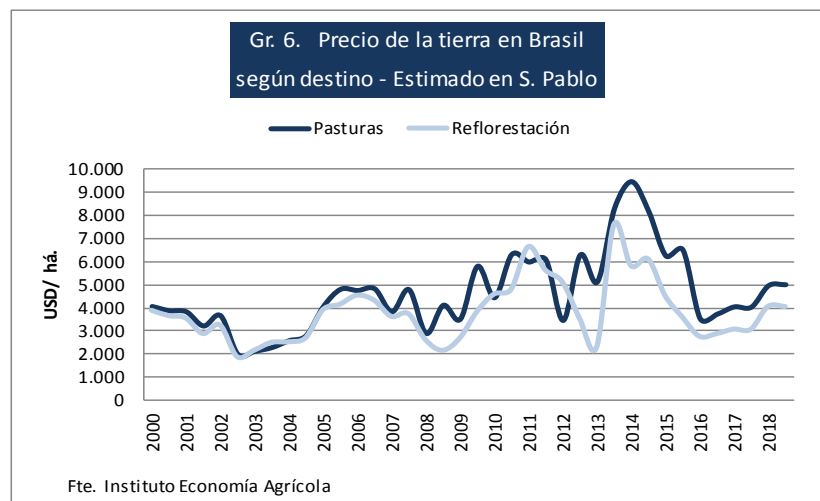
El precio de la tierra, el segundo en nivel de importancia, ha visto modificada su evolución de fuerte apreciación en dólares, con una caída a partir de 2015, y una insinuada estabilidad en los últimos años con las variaciones propias de un escaso número de operaciones; según reporta la Dirección de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

ubican los precios en niveles crecientes 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, 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% y para 2019 el USDA reporta un aumento de un 0,6% en términos nominales.



El comportamiento del precio de la tierra en Brasil, está afectado, además de por los factores descritos oportunamente para la tierra en general, por el efecto del tipo de cambio, en la medida que en ese país, la cotización del recurso, se realiza en moneda nacional. Por ello, las fluctuaciones son amplificadas por este efecto. En el año 2014 comenzó una fuerte caída de los precios de la tierra, que comenzó a revertirse en 2017 y se confirmó en 2018 (último valor reportado por el Instituto de Economía Agraria).



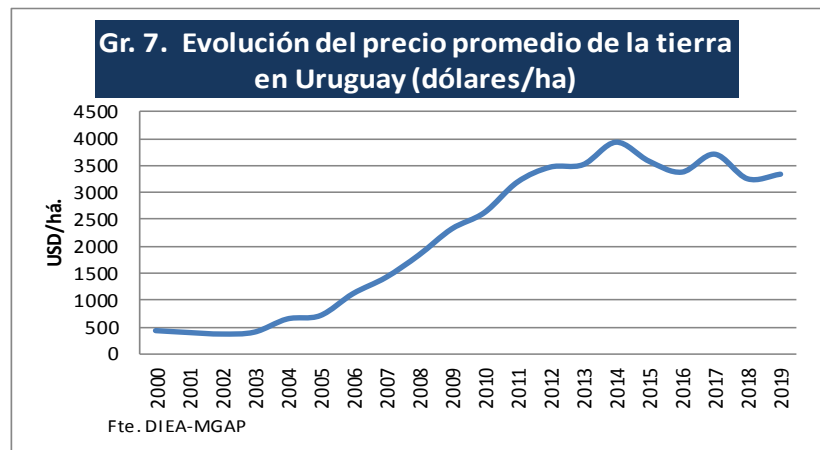
En Argentina, el precio de la tierra agrícola (de muy buena calidad), aumentó desde 1956 (USD 557 la Ha.) a enero de 2008 (USD 10.000 la Ha.) a un ritmo promedio de 3,5% acumulativo anual en términos reales, o sea descontando la inflación del dólar. Dicho crecimiento continuó hasta fines del 2011 (con una breve interrupción principalmente ocasionada por la crisis financiera de los años 2008/09). A partir del 2011 y debido a factores ajenos al campo y relacionados con la economía del país: la restricción a la compra-venta y/o giro de divisas extranjeras (“cepo cambiario”), el aumento del costo medido en dólares, la baja en el precio de los “commodities” y el aumento de la presión impositiva determinaron el comienzo de un período de leve reducción de los precios de la tierra. A estas medidas hay que sumarle la sanción de la Ley 26.737 “Régimen de Protección al Dominio Nacional sobre la Propiedad, Posesión o Tenencia de las Tierras Rurales” (“Ley de tierras”), que también generó efectos negativos sobre los precios.

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

En los años en los que hubo gran demanda de campos y altos precios de la soja (2011-2014), los valores en la zona núcleo se ubicaban entre US\$ 18.000 y US\$ 22.000/Ha mientras que en 2019 esos mismos campos se ubican entre USD 12.000 y USD 15.000/Ha. Según operadores del mercado inmobiliario rural argentino, los niveles de precio llegaron a un piso en el año 2017 y a partir de allí habían comenzado una lenta recuperación. El reciente cambio político, las medidas hacia el sector, el control del dólar (cepo), el aumento de las retenciones, generan dificultades adicionales para prever lo que pueda ocurrir en el mediano plazo con los valores de los campos en ese país, pero todo hace suponer que por el momento no debería haber variaciones en los precios al alza.

En el caso de Uruguay, la información reportada por DIEA-MGAP para el promedio de las transacciones de tierras da cuenta de una muy fuerte valorización a partir de 2004 y hasta el 2014 cuando se verifica el valor máximo. A partir de 2015 comienza un cierto ajuste a la baja pero con un comportamiento un tanto errático, consecuencia seguramente de una bajo número de transacciones en donde la calidad y la localización de los campos comercializados tienen una gran influencia en los valores medios. Fue así que en 2017 DIEA reportó un aumento de un 10% en el valor de la tierra, luego en 2018 la misma oficina da cuenta de una reducción de un 12%, y luego para el año 2019 el precio promedio de la hectárea media del muestra una leve recuperación de un 3% con relación al año anterior.

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.



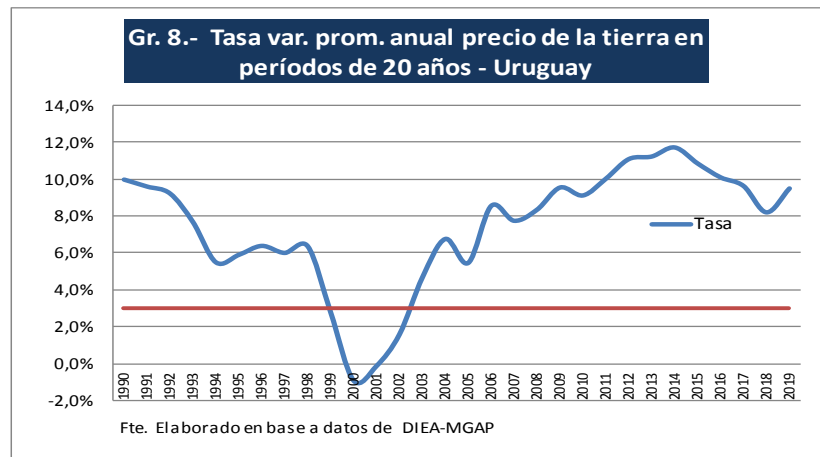
La valorización del precio de la tierra es un componente relativamente importante de ingreso final del fideicomiso (20%) por lo que lo que finalmente ocurra con su comportamiento tendrá una contribución sustancial con el retorno final de la inversión. El modelo financiero supuso una valorización acumulativa anual de un 3% durante 20 años, por lo que resulta importante conocer que ha sucedido en el pasado como forma 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 50 años (1970 a 2019) la variación anual en períodos de 20, en donde se observa lo siguiente:

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

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

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



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, a ser aplicadas por la nueva Administración.

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

VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos-, tanto los presentados por la Fiduciaria y el Operador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité calificador de CARE entiende que la Emisión califica en la categoría BBB + (uy) de la escala del Manual de CARE¹².

Comité de Calificación



Ing. Julio Pieve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrian Tamber

¹². **BBB+(uy)**. Se trata de instrumentos emitidos por empresas o sociedades que presentan un riesgo medio-bajo para la inversión. Su capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados es buena. El propio papel, la condición de la empresa, la calidad del proyecto y las características del entorno, dan en conjunto moderada satisfacción a los análisis practicados, sin perjuicio de alguna debilidad en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo (papel, proyecto, empresa, entorno). Podría incrementarse el riesgo del instrumento ante eventuales cambios previsibles en el proyecto tal como fue presentado, en la sociedad emisora, en el sector económico a la que pertenece, o en la economía en su conjunto. La probabilidad de cambios desfavorables previsibles en el entorno es de baja a media - baja, y compatible con la capacidad de la empresa de manejarlos aunque incrementando el riesgo algo más que en las categorías anteriores. **Grado de inversión mínimo. La inclusión del signo + indica que la calificación se acerca más a la categoría superior.**