

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

Montevideo, setiembre de 2020

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

Actualización de la Calificación de la Emisión de Certificados de Participación del Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay II 29 - setiembre - 2020

Fiduciario:	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión.
Operador (Administrador) y Organizador:	Agroempresa Forestal S.A.
Agente de Registro y Pago:	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión
Entidad Representante:	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.
Títulos emitidos:	Certificados de participación
Moneda:	Dólares americanos
Importe de la emisión:	USD 70.000.000
Fecha de suscripción:	19 de enero de 2015.
Plazo:	Hasta liquidación de activos y obligaciones del fideicomiso - Máximo: 30 años
Distribuciones:	Según resultados acumulados de acuerdo a procedimiento establecido.
Activos del Fideicomiso:	Tierra y bosques forestales
Manual Utilizado:	Manual de Calificación de Finanzas estructuradas administradas por terceros
Calificación de Riesgo:	BBB+.uy ¹
Vigencia:	30 de abril de 2021
Comité de Calificación:	Julio Preve, Adrián Tamber y Martín Durán Martínez

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

Resumen General

CARE actualizó la calificación de los Certificados de Participación del Fideicomiso Forestal Bosques del Uruguay II, manteniendo la categoría BBB+ de grado inversor.

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

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico ofrece las garantías necesarias tal como se aprecia en el informe jurídico del Anexo I de la calificación original.
- Un negocio que desde el punto de vista económico financiero para el inversor, soporta los stresses ajenos al negocio a los que razonablemente la emisora y la calificadoradora 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 (Agroempresa Forestal SA), resultan satisfactorios para la marcha del proyecto, los desvíos informados han sido debidamente justificados y en principio no generan cambios en la marcha del proyecto. Por su parte, el Comité de Vigilancia informa que se vienen cumpliendo a satisfacción los estándares mínimos esperados en cuanto a áreas plantadas, ejecución presupuestal y el Incremento Medio Anual (IMA) de los bosques. No obstante en esta oportunidad se informa que los porcentajes de prendimiento de las plantaciones de 2019 estuvieron levemente por debajo de los mínimos establecidos pero está previsto corregir en 2020, asimismo las cosechas de madera estuvieron por debajo de lo presupuestado, lo que se explica por problemas de mercado.
- Se destaca que la misma empresa ya administra otros tres proyectos de similares características (Bosques del Uruguay, Bosques del Uruguay III y el Bosque del Uruguay IV), manejando en la actualidad más de 80 mil hectáreas de montes, a través de la emisión de 640 millones de dólares en total.
- 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, incluso se ha venido ajustando con la inclusión de los nuevos Fideicomisos.
- El patrimonio forestal del Fideicomiso al 30 de junio de 2020 es de 14.656 hectáreas, de las cuales 9.380 están plantadas y hay 106 a plantar en esta primavera, lo que daría un aprovechamiento del 65%. La superficie plantada supera ya el área propuesta en el Prospecto que era de 8.680, superando los compromisos asumidos en cuanto a los estándares mínimos de desempeño.
- La última tasación de los campos y montes del Fideicomiso fue realizada al 31 de diciembre de 2019 la cual arrojó un valor total de USD 74,99 millones, cifra un 12,3% superior a la tasación del 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 10,0%. A su vez, el Valor Actual Neto al 2020 del flujo descontado a una tasa del 8% es de poco más de 112 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 razonables³.
- 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 eucalipto y pino sigue enfrentando una demanda relativamente deprimida y los precios están bajos y no muestran signos de recuperación. 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 en el cumplimiento de las proyecciones de cosecha para el primer semestre del año 2020, ya que las ventas realizadas de madera para pulpa durante este período (con destino de la planta de Montes del Plata) fueron significativamente menores a lo presupuestado. Esto fue consecuencia de la solicitud de Montes del Plata de disminuir la entrega de troncos para pulpa en el contrato de este año; de esta manera para 2020 el Operador proyecta un 20 % menos de ventas.
- No se advierten amenazas en lo que respecta a las políticas públicas.

³ La actual pandemia podría tener efectos sobre los valores de los activos y los precios 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.

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 del Fideicomiso Financiero denominado "Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay II", por un valor nominal de USD 70.000.000 (setenta millones de dólares de los Estados Unidos).

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

El marco conceptual de esta calificación supone un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica el desempeño esperado del fideicomiso, su capacidad de generar en el tiempo utilidades, conforme al proyecto de ejecución del negocio forestal que su administración está mandatada a realizar. Admitido el rango de T.I.R.s derivado de múltiples simulaciones, como razonable para el proyecto en la primera calificación, las futuras no se 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 así como en el del regulador: www.bcu.gub.uy. El comité de calificación estuvo integrado en este caso por Martín Durán, Adrián Tamber y Julio Preve. CARE contrató los servicios del Dr. Leandro Rama para la evaluación del riesgo jurídico en ocasión de la calificación original. Asimismo contrata regularmente cuando lo entiende necesario informes de campo adicionales y realiza vistas a los predios.

2. Antecedentes generales y hechos salientes del período

A. Antecedentes

El Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay II tiene como objetivo proveer a los inversores retornos a largo plazo logrados esencialmente a través del producto de las ventas de la madera y bosques en pie y la valorización del activo tierra, y a la vez, aunque en menor medida, del producto de la venta de bonos de carbono y de pastoreo de las tierras no forestadas, siguiendo protocolos de inversión y administración, con adecuados estándares productivos, ambientales y sociales. Respecto al ingreso por ventas total estimado, un 78% correspondería a

venta de madera, 20,5% a la venta de la tierra al final del proyecto, y menos del 1,5 % a ingresos por venta de bonos de carbono y pastoreo⁴.

Como antecedente más relevante hay que mencionar a los Fideicomisos Financieros Forestales Bosques del Uruguay I, III y IV, que emitieron certificados de participación en agosto de 2011, en diciembre de 2016, y en abril de 2019, por un monto de 50, 190 y 330 millones de dólares respectivamente. Estos fideicomisos, con idéntica administración que la del presente, vienen cumpliendo a satisfacción con los planes de negocios originales, análogos al que se presenta en esta oportunidad.

- El patrimonio de tierras de BDU II al 30 de junio de 2020 está compuesto por 20 predios con una superficie total de 14.656 hectáreas, de las cuales 9.380 están plantadas y 106 plantables lo que da un aprovechamiento del 65%. Las tierras adquiridas se encuentran en Lavalleja, Cerro Largo, Florida y Treinta y Tres.
- Las plantaciones de Pino taeda constituyen el 15% de la superficie del patrimonio forestal, las de Eucalyptus para pulpa suman un total de 23%, mientras que las de Eucalyptus grandis cuyo destino principal es la producción de madera sólida constituyen a junio de 2020 el 62% de la superficie, según informa el Comité de Vigilancia.
- En abril de 2017 se realizó una modificación al contrato de fideicomiso que lo habilita 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.
- Se ha completado la operación de compra de tierras y también la plantación de montes. Para el futuro, las operaciones del proyecto corresponden principalmente a tareas de mantenimiento de montes y alambrados, control de malezas, podas, raleos, cosecha, eliminación de cepas, manejo de rebrotes, vigilancia, reforestaciones, etc.
- En octubre de 2018 se vendió al Fideicomiso Financiero "Bosques del Uruguay III" el establecimiento Cruz Roja con una superficie de 1.782 hectáreas, de las cuales 1.350 eran forestables y un 51% ya estaba plantado. Para la realización de esta venta se contó con el visto bueno del Comité de Vigilancia y con la aprobación unánime de los titulares de los Certificados de Participación reunidos en la asamblea del 16 de abril de 2018.
- El 13 de junio de 2019 se reunió la Asamblea de Titulares de los Certificados de Participación del Fideicomiso, a la que asistieron el 100% de los tenedores. En dicha asamblea por primera vez se resuelve por unanimidad realizar un adelanto de Distribuciones por un monto de dos millones de dólares, dada la existencia de Fondos Netos Distribuibles.
- La última tasación de la totalidad de los predios y montes del Fideicomiso fue realizada a diciembre de 2020 por la consultora BM2C (Business Management Consulting) estimando un monto total de 74,99 millones dólares. Esta nueva estimación supone un incremento de un 12,3% con relación a la anterior tasación. La misma fue realizada por otra empresa tasadora, aplicando una metodología diferente (ver sección IV).

⁴ Capítulo IV del Prospecto: Objetivo y característica de la inversión.

- En diciembre de 2019 se realizó la auditoría 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.

B. Hechos salientes del período

- Según consta en el último informe del Comité de Vigilancia la evaluación de premdimiento realizada en mayo de 2020 por una consultora (Geosylva), determinó un porcentaje del 78% sobre las 617 hectáreas plantadas ese año, porcentaje que se encuentra por debajo del estándar de cumplimiento establecido en el Prospecto que es sería del 80%. Este resultado se explica por la falla de algunas cuadros de plantación en el predio de Los Ceibos, explicado básicamente por la sequía del verano de 2020 que afectó fuertemente esa zona. Como se verá en el punto siguiente el operador ya tomó medidas para solucionar el problema.
- En el otoño 2020 se plantaron 206 hectáreas, que corresponden a una plantación de Eucalyptus Grandis en 161 hectáreas en el predio de Settembri y 45 hectáreas de Eucalyptus Dunnii en el predio de Heber. Debido a la sequía ocurrida, se tuvo que realizar la plantación con gel, lo que implica mayores costos. En el segundo semestre de realizará la replantación de 60 hectáreas en el predio Los Ceibos.
- Se cosechó menos m³ que los proyectados, dado que Montes del Plata solicitó que se disminuya la entrega de troncos para pulpa. La madera obtenida de la cosecha tala rasa del predio de Settembri que se realizó en 2020 se encuentra en stock al borde de camino, secándose para ser entregada a Montes del Plata en el segundo semestre del año. Este atraso en la cosecha generó un atraso en las ventas proyectadas.
- Con fecha 11 de junio de 2020, el Fiduciario comunica a CARE de la negociación de un crédito con el HSBC Uruguay SA por un monto de USD 500.000 con vencimiento al 31 de enero de 2021. Posteriormente, el 5 de agosto también el Fiduciario comunica a la Calificadora de la renovación de dicho préstamo hasta el 9 de octubre de 2020. El motivo de este préstamo es la existencia de diferencias entre los ingresos por ventas y la necesidad de enfrentar los costos operativos de corto plazo. En ambas oportunidades, y de acuerdo a lo establecido en el contrato de fideicomiso se obtiene el visto bueno del Comité de Vigilancia.
- Se vienen realizando de acuerdo a lo proyectado las tareas de manejo (podas y raleos) en los diferentes montes. Se hace notar que los costos de esas actividades medidos en dólares han bajado respecto de lo proyectado, como consecuencia de la devaluación del peso.
- A junio de 2020 el operador y el Comité de Vigilancia informan que en general las plantaciones se encuentran en buen estado sanitario.

3. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- Estados contables intermedios de EF Asset Management al 30/06/2020
- Estados contables intermedios del Fideicomiso al 30 de junio de 2020.
- Balance de Agroempresa Forestal al 31 de diciembre de 2019, con informe de auditoría.
- Informes del operador, el último a junio de 2020.
- Informes del Comité de Vigilancia, el último al 30 de junio de 2020.
- Actualización informes de Capital Humano y Gobierno Corporativo.

II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

Se comercializaron en oferta pública certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay II, creado por contrato correspondiente de fideicomiso financiero. Este contrato, los certificados y los demás contratos citados se analizaron en el informe jurídico realizado en ocasión de la calificación.

1. Descripción general

Denominación: Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay II

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

Operador administrador: Agroempresa Forestal S.A.

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

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

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

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

Títulos emitidos: Certificados de participación

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

Moneda: Dólares

Importe de la Emisión: USD 70.000.000

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

Fecha de suscripción: 19 de enero de 2015

Distribuciones: Según resultados acumulados de acuerdo a procedimiento establecido

Calificación de Riesgo: BBB+.uy

2. El análisis jurídico

El análisis jurídico se agregó en el Anexo I del informe original de calificación. El mismo, descartó cualquier eventualidad de conflictos derivados por ejemplo de la construcción jurídica, los contratos respectivos, el cumplimiento con normas vigentes, etc.

La conclusión del informe es: ***“...En conclusión y contemplando todos los aspectos involucrados, el negocio fiduciario cuenta con un razonable grado de cobertura, no advirtiendo riesgos sustanciales asociados a contingencias jurídicas en el proceso de emisión”***

Riesgos considerados

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

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

III. LA ADMINISTRACIÓN

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

1. Ef Asset Management (EFAM)

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

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

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

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

Autoridades

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

Situación económica y financiera⁵

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.

⁵ 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 1: 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
Total Activo	235.173	193.613	104.240
Pasivo Corriente	25.881	22.132	14.368
Pasivo no Corriente	173.444	140.738	63.040
Total Pasivo	199.325	162.870	77.408
Patrimonio	35.848	30.743	26.832
Total Pasivo y Patrimonio	235.173	193.613	104.240
Razon Corriente	0,70	0,76	0,64

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 2: 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)
Resultado Operativo	3.994	3.420	4.486
Resultados Financieros	3.152	2.464	2.484
Resultados antes de impuestos	7.146	5.884	6.970
IRAE	(2.042)	(1.757)	(2.586)
Resultado del período	5.105	4.128	4.384
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 u\$s 630 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 u\$s 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 Fideicomiso⁶

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

Como se comentara en ocasión de la anterior actualización, se ha cambiado el criterio de tasación de tierra y plantaciones (activo biológico); en función del mismo, al cierre de 2019, el valor razonable total de ambos conceptos alcanzó a u\$s 75 millones. No habiendo una nueva tasación en esta ocasión, se recogen los mismos valores sin perjuicio de los movimientos normales por altas y bajas, particularmente en las plantaciones.

Un resumen del estado de situación y resultados del fideicomiso al cierre del primer semestre de 2020 se exponen en los cuadros siguientes.

Cuadro 3: Estado de Situación del fideicomiso			
En miles de u\$s	30/06/2020	31/12/2019	31/12/2018
Activo Corriente	4.068	2.730	8.031
Activo no Corriente	80.757	81.743	72.978
Total Activo	84.824	84.473	81.010
Pasivo Corriente	1.931	913	884
Pasivo no Corriente	1.700	1.557	1.173
Total Pasivo	3.631	2.470	2.057
Patrimonio	81.193	82.003	78.953
Total Pasivo y Patrimonio	84.824	84.473	81.010
Razon Corriente	2,11	2,99	9,08

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

El patrimonio contable al 30/6/20 según se desprende del cuadro precedente ascendía a poco más de u\$s 81 millones, superior al valor de la emisión recibido que fue de u\$s 70 millones.

⁶. 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.

Cuadro 4: Estado de resultados del fideicomiso

Expresado en miles de u\$s	30/06/2020	30/06/2019	31/12/2019
Ingresos Operativos	1.863	96	1.437
Activos biológicos (1)	-	-	18.680
Operaciones Continuidas	1.863	96	20.117
Costo de los bs. vendidos	(1.558)	(19)	(1.496)
Resultado Bruto	306	77	18.621
Gastos Adm. Y Ventas	(996)	(843)	(1.894)
Resultado Operativo	(690)	(766)	16.727
Resultados Diversos	-	-	-
Resultados Financieros	226	148	247
Resultados antes de impuestos	(465)	(618)	16.973
IRAE	(345)	(184)	(689)
Resultado del período	(810)	(802)	16.284
Otros resultados integrales (2)	-	-	(11.380)
Impuesto diferido	0	-	146
Resultado Integral total final	(810)	(802)	5.050

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

(1) cambio en el valor de las plantaciones

(2) Cambio en el valor de la tierra

Los ingresos del periodo corresponden básicamente a venta de madera y, en forma menor, a pastoreos y otros. Como se ha indicado, no corresponde a mitad del ejercicio realizar nuevas tasaciones por lo que no hay movimientos contables por este concepto.

Riesgos considerados

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

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

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

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

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

Se invirtió en la compra de inmuebles rurales para el desarrollo de la actividad silvícola, en las condiciones previstas en el Contrato, para que integren el patrimonio del Fideicomiso. El Fiduciario invirtió en aquellos Inmuebles que fueron recomendados por el Administrador de acuerdo a lo previsto en el Plan de Negocios siguiendo los procedimientos que se establecen en el Contrato.

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

El Proyecto planteado en el prospecto original presentaba una Tasa Interna de Retorno del 8.55% para el Inversor. 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 12,1%, resultando superior a la de abril de 2019 y también a la estimada en el prospecto de emisión. 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.
 - Precio de la pulpa: 58 USD para E. Grandis, 65,5 para E. Dumni y 25 para pino.
 - Precio madera aserrable: USD 95 para E. Grandis y 35-37 para pino.
- 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
- Incremento precio de la pulpa: 0%.

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

- Inflación en EEUU (última proyección de CPA)
- Incremento precio madera aserrable: 1,5% E. Grandis y 2% para pino.
- 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	12,1%	155,6
2 Madera y costos ajusta por inflación USA+aumento precio de la tierra	10,0%	112,4
3 Aumento precio madera y la tierra	9,3%	133,6
4 Aumento precio de Tierra	7,1%	93,5
5 Todos los factores Constantes	6,0%	84,9

Fuente: Agroempresa Forestal

Nota. Los flujos para el cálculo del Valor actual a 2020 fueron descontados al 8% en los escenarios 1 y 2, y al 6 % en los 3, 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 supondría 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 10 años suponen un aumento entre un 1,1 y un 1,3% anual dependiendo del origen (ver Sección V). Por otra parte, para el caso de la tierra un incremento de un 3-4% 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 de USA y la tierra tiene un incremento de un 3%. Este escenario arroja un TIR del 10,0% y el valor actual neto al 2020 descontando el flujo de fondos al 8% arroja un valor de poco más de 112 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 muestra valores razonables.

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

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

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

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

2. Nueva estimación del Costo de Oportunidad del Capital.

Con el objetivo de testear algunos supuestos introducidos en las proyecciones del plan de negocios presentado en ocasión de la calificación original CARE profundizó el análisis del costo de oportunidad del capital para descontar los flujos de fondos⁷, 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 Damodaran⁸ 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 mercado⁹.

rf: tasa libre de riesgo (Trasuty Bond de USA).

E(Rm) – Rf: Prima de Riesgo de mercado. Es el premio por riesgo específico al mercado que opera el proyecto (diferencia entre los rendimientos de los activos de renta variable¹⁰ y la tasa libre de riesgo).

Erp: Prima por riesgo específico a la compañía o proyecto evaluado. Se considera el riesgo país de Uruguay (índice 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 se encuentra en valores por debajo del 1%¹¹. 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, lo que llama la atención.

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

⁷. El prospecto de emisión supone una tasa de descuento del 8%.

⁸. A. Damodaran, “Estimating Equity Risk Premiums” Stern School of Business.

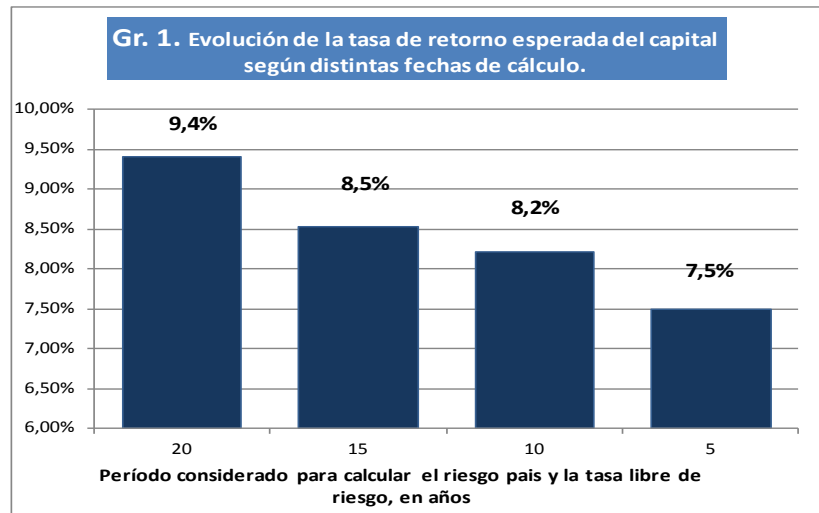
⁹. Se consideraron los betas promedio de empresas de producción de papel y productos de madera en mercados emergentes según A. Damodaram

¹⁰. Equity Risk Premium del S&P 500.

¹¹. 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%

inversores deben tomar las decisiones. En este sentido, para el caso del rendimiento de los bonos americanos se consideró 2,05% y para el riesgo país (índice UBI), se consideraron 1,83 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 5¹². 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.



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

3. Manejo Económico- Productivo

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

En este aspecto, el Comité de Vigilancia informa que se cumplieron a satisfacción las exigencias mínimas establecidas para el primer semestre del 2020, excepto para el estándar de prendimiento:

- Compra de tierras: Cumplido, se preveía la compra de 13.200 ha y el arrendamiento de 800 ha y se han comprado 14.656.
- Área plantable: No se reporta superficie en estado “disponible para plantar” durante más de 24 meses consecutivos.

¹² Importa aclarar que 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.

- Prendimiento de la plantación: el porcentaje de prendimientos de plantaciones forestales registrados para la medición de Mayo 2020 es del 78% en promedio (80% es lo previsto en el estándar), por lo que para este año no estaría cumpliendo con la exigencia mínima. En tal sentido, se comenta que en la mayor parte de las superficies el número de plantas resultaría adecuado. No obstante, como ya se ha comentado el operador replantará unas 60 hectáreas que fueron fuertemente afectadas por la sequía.
- Incremento Medio Anual de las plantaciones: El IMA registrado durante la medición 2019 se encuentra dentro del rango de las curvas propuestas en el prospecto (mínima, más probable, máxima).

Como se han adquirido campos ya forestados, los plazos de inicio de las ventas de madera de tala rasa, se han modificado respecto a la proyección original, adelantando los ingresos del fideicomiso por estos conceptos. A su vez, los costos de implantación se postergan en aquellas áreas adquiridas ya forestadas, ya que los mismos serán efectuados, una vez que se haya llevado a cabo la tala rasa pertinente.

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

Cuadro 6. Cumplimiento del proyecto

Concepto	Prospecto	Logrado
Precio de la tierra (USD/ha)	3.200	2.823
Distancia a Montevideo (km)	270	267
Aprovechamiento forestal (%)	62%	65%
Rel. Area E.Grandis/Dunii	2,7	2,9
Superficie total	14.000	14.656
Superficie de bosque (actual)	8.680	9.380
El 15% del área forestada tiene pino		

Fuente: el operador

En el primer semestre de 2020 se cosechó en modalidad tala rasa madera con destino a la planta de celulosa de Montes del Plata. Como ya fuera comentado, MDP renegoció el contrato de abastecimiento para el año por lo que las ventas en el semestre fueron muy menores al proyectado, y quedó mucha madera cortada para ser entregada más adelante. En tal sentido, los ingresos por exportaciones del semestre fueron un 68% más bajos que lo proyectado; el operador estima que parte de ese desfase se compensaría en el segundo semestre aunque igualmente se terminará el año un 20% por debajo de los ingresos proyectados en el presupuesto (ver cuadro siguiente).

Cuadro 7. Ventas al primer semestre y proyección para 2020 (USD).

Actividad	Primer semestre				TOTAL 2020	
	Real	Presupuesto	Diferencia	Estimado	Presupuesto	Diferencia
Stock 2019 grandis	1.070.999	515.250	555.749	1.070.999	515.250	555.749
Stock 2019 globulus	370.581		370.581	0	0	0
Eucalyptus Pulpa Dunni		2.550.535	-2.550.535	1.250.535	2.550.535	-1.300.000
Eucalyptus Pulpa grandis	350.221	2.468.410	-2.118.189	3.363.266	3.935.766	-572.500
Columnas UTE		105.000	-105.000	105.000	105.000	0
Total	1.791.801	5.639.195	-3.847.394	5.789.800	7.106.551	-1.316.751

Fuente: el operador

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

Cuadro 8. Costos e Inversiones al primer semestre y proyección al año 2020 (USD).

Actividad	Primer semestre			TOTAL 2020		
	Real	Presupuesto	Diferencia	Estimado	Presupuesto	Diferencia
Costos de Producción	1.734.296	4.043.155	-2.308.859	4.133.072	5.446.441	-1.313.369
Inversiones Implantación	326.759	389.979	-63.220	768.333	761.981	6.352
Inversiones Manejo	510.502	433.737	76.765	961.368	941.452	19.916
Gastos	802.874	798.567	4.307	1.548.361	1.548.361	0
Total	3.374.431	5.665.438	-2.291.007	7.411.134	8.698.235	-1.287.101

Fuente: el operador

Los costos de producción estuvieron por debajo de lo proyectado ya que al entregar menos madera a la planta de celulosa no se incurrió en costos de fletes. También la decisión de postergar los raleos comerciales de *E. grandis* influyó en la reducción de costos de cosecha. El resto de los costos y los gastos estuvo razonablemente alineado a lo proyectado.

En el rubro gastos se encuentra la cuota extraordinaria de la Sociedad de Productores Forestales al Fideicomiso "Forestales en Acción" por la situación de emergencia del Fondo Covid, a través del cual los forestales donaron USD 1,5 por hectárea plantada.

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

4. Resultados de la medición de parcelas permanentes

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

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

Los resultados de crecimiento que surgen de las parcelas permanentes se encuentran por encima de la curva prometida para todas las edades, según informa el Comité de Vigilancia. La próxima medición se realiza en la actual primavera por lo que aún no se dispone de los resultados.

5. 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 74,99 millones de dólares. Este valor es un 12,3% mayor al del 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 que continúan el plan de negocios del Fideicomiso.

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 (4,5% de su precio), mantener su valor en el tiempo y ser descontado su flujo de ingresos al 8%, alcanza un valor actual a los efectos contables de USD 2.120/ha, un precio menor al de mercado según el propio tasador (3.165 USD/ha). Si se asumiera, además del arrendamiento ficto, un aumento anual en el precio de la tierra, como parece razonable suponer, del entorno al 3 o al 4%, el valor de ingresos futuros descontados al 8% determinaría un valor actual muy similar al del mercado en la actualidad, 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 90,17 millones de dólares en vez de 74,99 millones.

En el cuadro 9 se presenta la evolución de los valores promedio de la hectárea de los campos del Fideicomiso, según la información proveniente de las tasaciones realizadas anualmente. Se presenta en una columna el valor de la hectárea de tierra sola (sin plantaciones) y en otra columna el valor de la hectárea promedio del fideicomiso lo cual considera también los montes forestales plantados y los ingresos potenciales esperados por el pastoreo. El valor de la tierra es el de mercado y el de la hectárea media es el que resulta de la tasación (75 millones) sobre el total de hectáreas (14.656).

Cuadro 9: Ev. de la valuación de la tierra y de las plantaciones

Año	En dólares por hectárea	
	Tierra	Tierra, montes y pastoreo
2015	2.696	4.090
2016	2.845	4.291
2017	3.010	4.135
2018	2.893	4.533
2019	3.165	5.116
Tasa 2013-19	4,09%	5,76%

Fuente. Care en base al Operador

La evolución muestra una tendencia creciente en la hectárea media para la tierra sola y también considerando los montes forestales. Para el caso de la tierra sola, la variación acumulativa anual de los valores de la hectárea del fideicomiso para los últimos cinco años (2015-2019) ha sido del 4,09% y si se consideran los montes forestales, la tasa de crecimiento acumulativa anual sería del 5,76%. La evolución del precio de la tierra viene estando por encima de lo previsto en el prospecto.

5. Riesgos considerados:

Riesgo de generación de flujos. considerando las variables de gestión, las biológicas y las físicas así como las variables económicas y financieras recogidas en el análisis de sensibilidad; se concluye que el *riesgo de generación de flujos es mínimo*.

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

V. EL ENTORNO

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

Por políticas públicas se entiende no solo las domésticas sino las de los países con los que existe comercio. En el caso de los productos forestales, al menos hasta el momento de la calificación, 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 78% 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 eucaliptus, ya que como fuera comentado el 62% de la superficie está sembrada con árboles que tienen ese destino. No obstante importa también el precio esperado por la madera con destino a celulosa ya que hay un 23% de la superficie con ese destino sumado a los raleos y desechos comerciales de los montes de calidad. Para este proyecto en particular, también -aunque en menor medida- interesa conocer lo que pueda ocurrir con la madera de pino, al existir un 15% del área con ese destino.

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

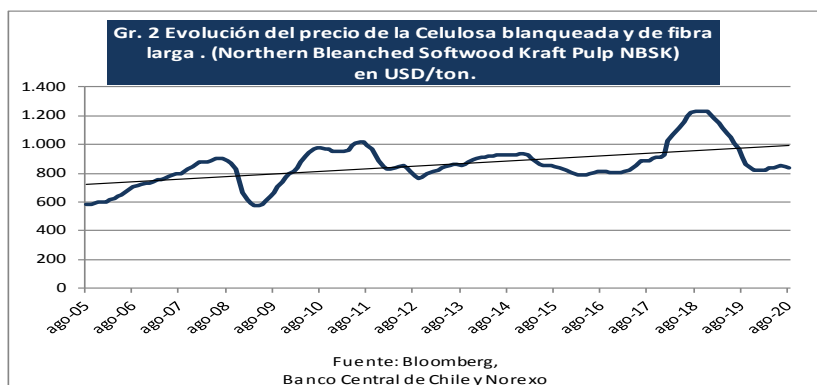
que se realiza sobre los de rendimiento. Por su parte, las políticas destinadas a atenuar los impactos del cambio climático también promueven la protección de los montes al ser éstos importantes sumideros de carbono.

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.

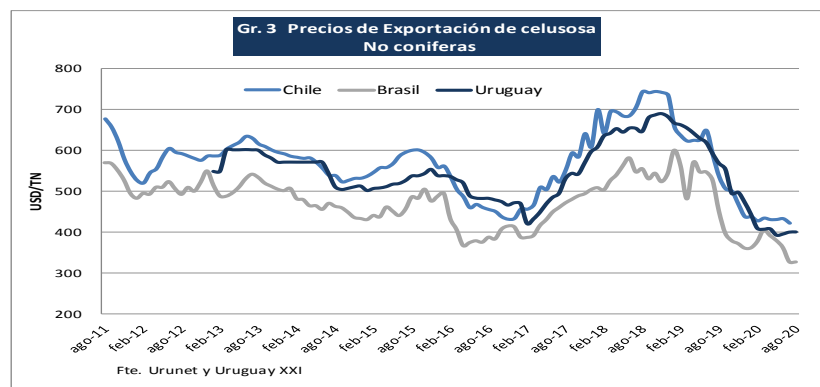
Los precios en Europa de la celulosa de pulpa de fibra larga (coníferas NBSK¹³), se ubican en la actualidad en el entorno de los 840 dólares la tonelada, frente a los 1.230 de fines del año 2018.



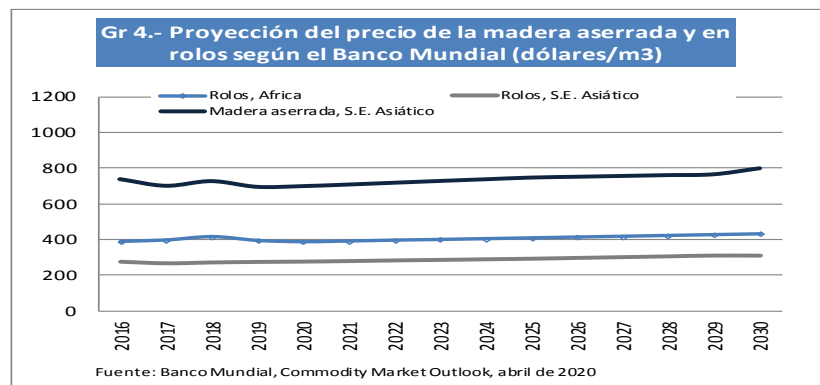
¹³ Northern Bleached Softwood Kraft. Pulpa de celulosa blanqueada de fibra larga

Todo parece indicar, que este escenario bajista 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 BHKP¹⁴ 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 bajos 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 ¹⁵ 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.



¹⁴. Blanched Hardwood Kraft Pulp

¹⁵. 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 URUNE I, Uruguay XXI y OPYPA

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

Como puede observarse, el valor de las exportaciones de celulosa –principal producto de exportación- cae 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.

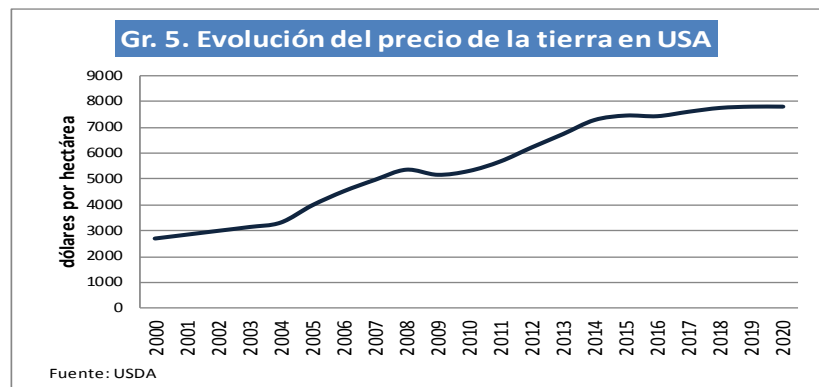
Como ya fuera comentado, el actual escenario internacional de precios está afectado por los altos stocks en China, la pandemia del Coronavirus y el conflicto comercial de China con los EEUU, hechos que han afectado fuertemente los precios. No obstante esta coyuntura adversa, las perspectivas para el 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.

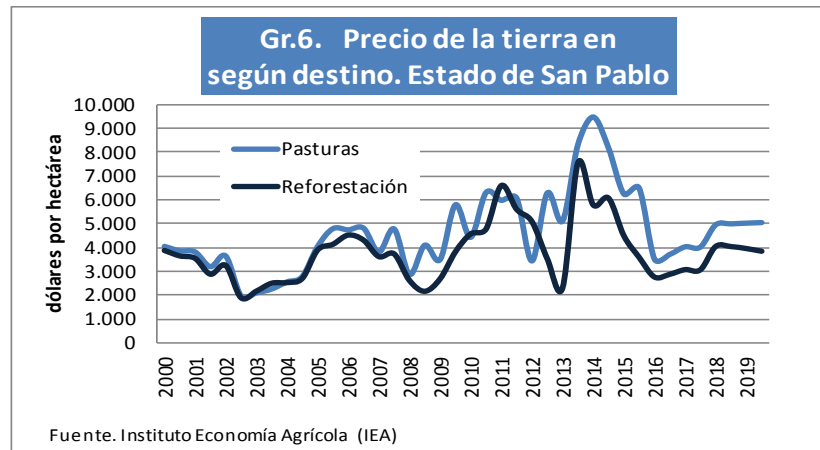
Las perspectivas de demanda internacional por tierra siguen siendo alentadoras y ubicarían los precios en niveles crecientes para el corto y mediano plazo, pero a tasas más moderadas que en el pasado. En este caso se actualiza el comportamiento de los precios en diferentes países considerados de importancia.

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%.

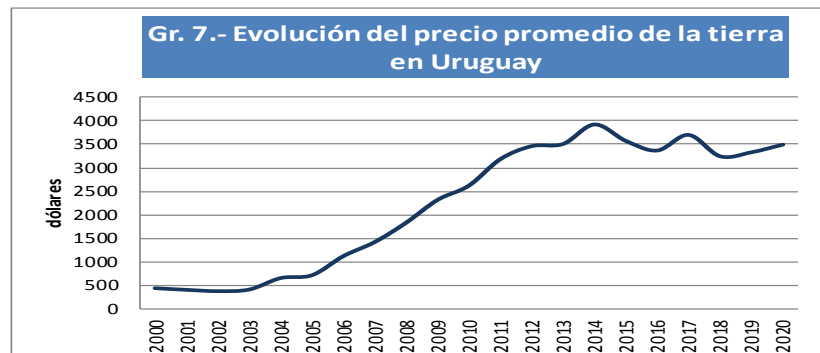


La particular situación de Argentina hace imposible disponer de una serie de precios actualizada y confiable de la tierra. Las alta volatilidad de las políticas, las elevadas detracciones a las producciones agrícolas, los desajustes macroeconómicos y las restricciones al manejo de las divisas, generan 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 2020¹⁶ 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.

¹⁶ "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 mercado¹⁷, 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 comprobada¹⁸ 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 relativamente importante de ingreso final del fideicomiso (20,5%) 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 51 años (1970 a 2020) la variación anual en períodos de 20, en donde se observa lo siguiente:

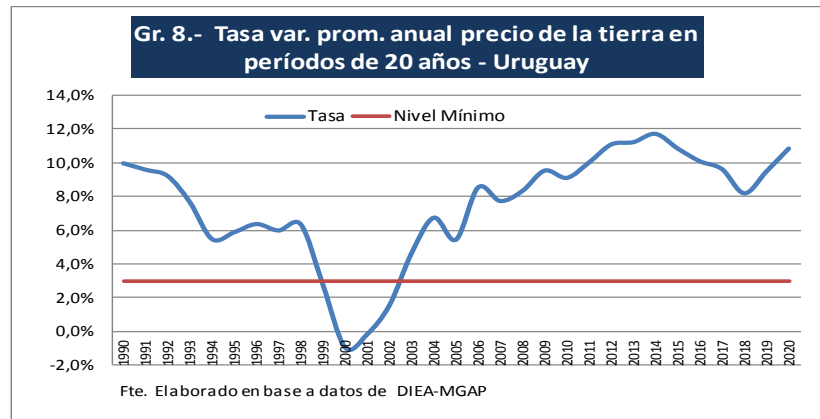
- En promedio, la evolución anual del precio de la tierra en períodos móviles de 20 años fue de 7,5%.
- La tasa anual de crecimiento solamente fue menor al 3% para el caso de los campos que se vendieran entre 2000 y 2002, o sea que se hubieran comprado entre 1980 y 1982.
- Para el resto del período, el crecimiento anual del precio de la tierra supera el 3%.

Si el mismo análisis se realiza para períodos de 30 años la tasa de crecimiento anual cae levemente (7,3%), y el mínimo crecimiento anual es de 5% y por lo prácticamente 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).

¹⁷ SERAGRO, Agroclaro y operadores privados

¹⁸ B. Lanfranco y G. Sapriza (Serie Técnica N° 187 de INIA, "El índice CONEAT como medida de productividad y valor de la tierra" 2011)



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

En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos - tanto los presentados por la Fiduciaria y el Operador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación BBB+ (uy)¹⁹ de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.

Comité de Calificación.



Ing. Julio Preve



Sr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrian Tambler

¹⁹. **BBB+(uy)**. Se trata de instrumentos que presentan un riesgo medio bajo para la inversión, ya que evidencian un desempeño aceptable y suficiente capacidad de pago en los términos pactados. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, y las características del entorno, dan en conjunto moderada satisfacción a los análisis practicados, sin perjuicio de alguna debilidad en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo. Podría incrementarse el riesgo del instrumento ante eventuales cambios previsibles en los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, o en la economía en su conjunto. La probabilidad de cambios desfavorables previsibles en el entorno es de baja a media baja, y compatible con la capacidad de la administradora de manejarlos aunque incrementando el riesgo algo más que en las categorías anteriores. **Grado de inversión mínimo. La inclusión del signo + indica que la calificación se acerca más a la categoría superior.**