

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

*Montevideo, abril de 2021*

---

4	RESUMEN GENERAL
6	I INTRODUCCION
9	II EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION
11	III LA ADMINISTRACION
16	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
23	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**  
**14 - abril - 2021**

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

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

## Resumen General

***CARE actualizó la calificación de los Certificados de Participación 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 calificadora han sometido el proyecto. En esta oportunidad se dispone de un nuevo flujo financiero manteniéndose las conclusiones de las anteriores calificaciones. Asimismo 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 las cosechas de madera estuvieron por debajo de lo presupuestado, lo que se explica por la solicitud de diferimiento de las entregas a las plantas de celulosa.
- 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 31 de diciembre es de 2020 asciende a 14.656 hectáreas de las cuales 9.313 hectáreas se encuentran forestadas y hay 220 hectáreas disponibles para plantar, lo que da un 65% de aprovechamiento. La superficie plantada supera el área propuesta en el Prospecto que era de 8.680, superando los compromisos asumidos en cuanto a los estándares mínimos de desempeño.
- Se dispone de una nueva tasación de los campos y montes del fideicomiso al 31 de diciembre de 2020, la cual arroja un valor total de 75,36 millones de dólares, apenas un 0,5% superior al año anterior, diferencia ésta que también se explica por la cosecha de algunos montes<sup>2</sup>.

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

- A marzo del año 2021 el operador presentó un nuevo flujo de fondos proyectado a 2035. Sobre la base de esas proyecciones, CARE estima que la TIR para quienes adquirieron los certificados de participación en el año 2015, 2016 y 2017 (duración de la capital call) se ubicaría en 8,1% levemente por debajo de la anterior estimación. Estos resultados se estiman sobre la base de los precios esperados de la madera y una evolución de los costos, ingresos y valorización del precio de la tierra que CARE considera razonables<sup>3</sup>.
- El precio de la celulosa luego de una fuerte caída durante 2019 ha comenzado a mostrar ya algunos signos de recuperación en los primeros meses de 2021. La caída de los stocks y la recuperación de la demanda, que debería continuar en la medida que se vaya superando la pandemia del Covid 19, estarían explicando el inicio de la recuperación de los precios. Por su parte el mercado de exportación de madera sólida de pino y de eucalipto, también ha comenzado a recuperarse a partir del cuarto trimestre de 2020, aunque los precios aún se mantienen deprimidos. La situación actual muestra que la recuperación de los valores viene siendo lenta en comparación con el resto de las commodities, pero no existen elementos para suponer que en el mediano y 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 negativos en el cumplimiento de las proyecciones de cosecha para el año 2020, ya que las ventas realizadas de madera para pulpa con destino de las plantas de celulosa fueron menores a lo presupuestado. Esto fue consecuencia de la solicitud de una de ellas de disminuir la entrega de troncos para pulpa en el contrato de ese año, volúmenes que fueron diferidos para 2021. En el último trimestre las entregas fueron mayores a lo presupuestado pero no alcanzaron para que se cumpliera la proyección de ventas.
- No se advierten amenazas en lo que respecta a las políticas públicas.
- La crisis sanitaria provocada por el Covid 19 a partir del primer semestre del año pasado no se prevé tenga un impacto de una magnitud tal que no haya sido contemplado en las sensibilizaciones.

<sup>3</sup> La actual pandemia sanitaria 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](http://www.care.com.uy) así como en el del regulador: [www.bcu.gub.uy](http://www.bcu.gub.uy). El comité de calificación estuvo integrado en este caso por Martín 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 generales

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

<sup>2</sup> La calificación no representa una opinión sobre la administración pública de turno, ni tampoco es una auditoría financiera o una recomendación de inversión.

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 pastoreo<sup>4</sup>.

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 31 de diciembre de 2020 está compuesto por 20 predios con una superficie total de 14.656 hectáreas, de las cuales 9.313 están plantadas y 220 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 24%, mientras que las de Eucalyptus grandis cuyo destino principal es la producción de madera sólida constituyen a diciembre de 2020 el 64% 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.

<sup>4</sup> Capítulo IV del Prospecto: Objetivo y característica de la inversión.

- El fideicomiso cuenta con la certificación FSC (Forest Stewardship Council o Consejo de Administración Forestal en español).

## **B. Hechos salientes del período**

- El volumen de las ventas realizadas durante el año 2020 de madera de Eucalyptus Grandis y Dunnii con destino a pulpa fueron menores al presupuesto, como consecuencia de que la planta industrial solicitó diferir las entregas. En el último trimestre del año fueron mayores a lo presupuestado para ese período pero igualmente quedaron unos USD 2.8 millones por debajo de lo esperado para el año.
- El 28 de diciembre de 2020 se realizó una Asamblea de Titulares de los Certificados de Participación con la representación del 100% y se decidió modificar algunos términos y condiciones de los CPs. que no alteran el juicio de CARE.
- El 8 de marzo de 2021, el Fiduciario comunica a CARE de la negociación de la renovación de un crédito bancario de USD 300.000 con vencimiento al 7 de junio de 2021. La razón de la renovación es para el financiamiento de capital de trabajo necesario para la producción y entrega de madera con destino pulpable durante el año 2021.
- 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 diciembre de 2020 el operador y el Comité de Vigilancia informan que en general las plantaciones se encuentran en buen estado sanitario.
- Se dispone de una nueva tasación de los campos y montes del fideicomiso al 31 de diciembre de 2020, la cual arroja un valor total de 75,36 millones de dólares, un 0,5% superior al año anterior.

## **3. Información analizada**

La información analizada fue la siguiente:

- Estados contables de EF Asset Management al 31/12/2020
- Estados contables del Fideicomiso al 31 de diciembre de 2020.
- Balance de Agroempresa Forestal al 31 de diciembre de 2020, con informe de auditoría.
- Informes del operador, el último a diciembre de 2020.
- Informes del Comité de Vigilancia, el último a diciembre de 2020.
- Informe de tasación de los campos y bosques del Fideicomiso de BM2C al 31 de diciembre de 2020.
- Informe de valuación de los campos del Fideicomiso de Agroclaro al 30 de noviembre de 2020.



## 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 financiera<sup>5</sup>**

El análisis de los EE.CC al 31 de diciembre de 2020 sigue mostrando una sólida situación de solvencia. El ratio de liquidez se mantiene por debajo de la unidad. Cabe mencionar que el activo no corriente se compone en buena medida por los depósitos en garantía a que está obligada la firma, según normativa vigente, por los fideicomisos que administra y en consecuencia son de disponibilidad restringida. Esto explica los pasivos financieros, que son contraídos para constituir estas garantías y que una vez liberadas, los mismos son cancelados. En cuanto a la eventual necesidad temporal de fondos para atender obligaciones de corto plazo, la firma cuenta con financiamiento con partes relacionadas por lo que el riesgo de liquidez es muy acotado.

<sup>5</sup> En relación a la crisis sanitaria causada por el Covid 19 y sus eventuales impactos económicos, la Dirección entiende que no se generarían impactos significativos sobre la situación financiera y patrimonial de la Sociedad, dado que su cartera de fideicomisos se encuentra diversificada y se mantienen contratos de largo plazo.

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

Concepto	31/12/2020	31/12/2019	31/12/2018
Activo Corriente	15.859	16.842	9.167
Activo no Corriente	228.346	176.772	95.074
<b>Total Activo</b>	<b>244.205</b>	<b>193.613</b>	<b>104.240</b>
Pasivo Corriente	27.348	22.132	14.368
Pasivo no Corriente	180.257	140.738	63.040
<b>Total Pasivo</b>	<b>207.605</b>	<b>162.870</b>	<b>77.408</b>
<b>Patrimonio</b>	<b>36.600</b>	<b>30.743</b>	<b>26.832</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>244.205</b>	<b>193.613</b>	<b>104.240</b>
<b>Razon Corriente</b>	<b>0,58</b>	<b>0,76</b>	<b>0,64</b>

Fuente: EE.CC EFAM

Los resultados de la firma a diciembre de 2020 muestran un incremento importante respecto al mismo periodo del año anterior.

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

Concepto	31/12/2020	31/12/2019	31/12/2018
Ingresos Operativos	60.275	48.081	45.176
Gastos Adm. y Vtas.	(53.901)	(43.595)	(41.745)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>6.373</b>	<b>4.486</b>	<b>3.431</b>
Resultados Financieros	2.566	2.484	(682)
<b>Resultados antes de impuestos</b>	<b>8.939</b>	<b>6.970</b>	<b>2.749</b>
IRAE	(2.686)	(2.586)	(1.120)
<b>Resultado del período</b>	<b>6.253</b>	<b>4.384</b>	<b>1.629</b>
Res Operativos/Ingresos	10,57%	9,33%	7,59%
Res Ejercicio/Ingresos	10,37%	9,12%	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 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 sumaron un valor original superior a los USD 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 la firma Deloitte para que sugiriera las mejoras que AF debía hacer en este sentido.

El trabajo insumió seis meses y del mismo surgieron una serie de recomendaciones ya detalladas en la anterior actualización. En términos generales las mismas han sido implementadas y detalladas en anteriores informes de actualización por lo que no cabe reiterarlas acá.

Estos cambios han sido informados por la firma en reportes que denominan: *Avances de Capital Humano*.

La nueva estructura, complementaria y de apoyo a la estructura empresarial, ha quedado definida y periódicamente se informan de eventuales cambios en distintas posiciones profesionales que la integran. Esta se compone, de un Directorio; un Comité de Auditoría y un Comité de Cumplimiento.

### **Figuras clave**

- Sigue siendo la figura clave el **Ing. Agr. Francisco Bonino** como Presidente del Directorio e integrante del Comité de Auditoría.
- **Ing. Industrial Mecánico, Dan Guapura**, Gerente General
- **Economista Msc. María Stella**, a cargo del reporting a los inversores, las valuaciones anuales (Bevsa/Independientes/AF), las proyecciones financieras y la evolución de las variables claves (precios, transacciones comparables, etc).

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 31/12/20.

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 2020 un total de CP's, emitidos por EFAM, por un valor de casi USD 6.6 millones.

Por lo expuesto, Se sigue manteniendo opinión favorable en cuanto a la capacidad de AF de llevar adelante esta y las demás operaciones mencionadas. Se recuerda, por otra parte, que en tanto administradora de patrimonios de fideicomisos, AF está sometida a los controles de rigor en esos casos contemplándose incluso la eventualidad de su sustitución de ocurrir alguna de las contingencias previstas en los contratos respectivos.

## El Fideicomiso<sup>6</sup>

El Fideicomiso BDU II fue creado por contrato del 14/8/14; el BCU autorizó su inscripción el 5/12/14. El 19/1/15 se colocaron en BEVSA CP's por USD 70 millones en un régimen de integración diferida según se estableció en el documento de emisión y que estaba anunciado en el prospecto informativo. Esto ha sido ya totalmente integrado en un proceso que comenzó en enero de 2015 y finalizó en febrero de 2017.

De acuerdo al criterio de tasación que se comenta ampliamente en la Sección IV de este informe, el valor de los activos biológicos al cierre del ejercicio 2020 alcanzó la suma de USD 45.3 millones producto de varios factores: costo de producción de nuevas plantaciones, incremento por tasación de las existentes y baja por ventas. Por su parte, la tierra fue valuada en algo más de USD 30 millones, lo que supuso una disminución respecto al año anterior de USD 1.2 millones; en cambio, por concepto de mejoras se registran en la contabilidad USD 6.5, acrecentando el valor de la tierra. En total, el valor de las inversiones a la fecha mencionada es del orden de USD 81.8 millones.

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

<b>Cuadro 3: Estado de Situación del fideicomiso</b>			
<b>En miles de USD</b>	<b>31/12/2020</b>	<b>31/12/2019</b>	<b>31/12/2018</b>
Activo Corriente	2.393	2.730	8.031
Activo no Corriente	81.922	81.743	72.978
<b>Total Activo</b>	<b>84.315</b>	<b>84.473</b>	<b>81.010</b>
Pasivo Corriente	1.273	913	884
Pasivo no Corriente	1.531	1.557	1.173
<b>Total Pasivo</b>	<b>2.804</b>	<b>2.470</b>	<b>2.057</b>
<b>Patrimonio</b>	<b>81.510</b>	<b>82.003</b>	<b>78.953</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>84.315</b>	<b>84.473</b>	<b>81.010</b>
<b>Razon Corriente</b>	<b>1,88</b>	<b>2,99</b>	<b>9,08</b>

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

El patrimonio contable al 31/12/20 según se desprende del cuadro precedente ascendía a poco más de USD 81.5 millones, superior al valor de la emisión recibido que fue de USD 70 millones y muy similar al valor de sus principales activos.

<sup>6</sup>. Ante la situación de crisis sanitaria, de incierta definición, se advierte que podría afectar los valores de los activos en el corto plazo, pero tratándose de un negocio a largo plazo, se entiende que al momento de liquidación del patrimonio el tema se habrá superado.

## Cuadro 4: Estado de resultados del fideicomiso

En miles de u\$s	31/12/2020	31/12/2019	31/12/2018
Ingresos Operativos	5.080	1.437	5.503
Activos biológicos (1)	2.293	18.680	8.464
<b>Operaciones Continuidas</b>	<b>7.373</b>	<b>20.117</b>	<b>13.967</b>
Costo de los bs. vendidos	(4.811)	(1.496)	(5.389)
<b>Resultado Bruto</b>	<b>2.562</b>	<b>18.621</b>	<b>8.578</b>
Gastos Adm. Y Ventas	(1.942)	(1.894)	(2.162)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>620</b>	<b>16.727</b>	<b>6.416</b>
Resultados Diversos	(1.178)	-	(142)
Resultados Financieros	225	247	(44)
<b>Resultados antes de impuestos</b>	<b>(333)</b>	<b>16.973</b>	<b>6.230</b>
IRAE	(160)	(689)	(412)
<b>Resultado del período</b>	<b>(493)</b>	<b>16.284</b>	<b>5.819</b>
Otros resultados integrales (2)	-	(11.380)	7.911
Impuesto diferido	0	146	(1.005)
<b>Resultado Integral total final</b>	<b>(493)</b>	<b>5.050</b>	<b>12.725</b>

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 que, puede observarse, supone un incremento importante respecto al ejercicio 2019; en forma menor, hay ingresos por pastoreos y otros.

### 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. Posteriormente el operador fue ajustando los flujos esperados y en esta oportunidad, se cuenta con un nuevo flujo financiero para el período 2021-2035, que permite calcular una nueva TIR para el inversor

Los supuestos considerados en esta última estimación fueron los siguientes:

- Los rendimientos proyectados se mantienen alineados al comportamiento real que se viene observando en los montes
- Los costos de cosecha, poda y fletes están ajustados a los valores actuales reales.
- Los precios de la madera son los actuales según el tipo de producto y el destino.
- Se incorpora la venta a UPM2 a partir del 2023 lo que permite reducir costos de fletes.
- Los precios de los productos ajustan según la Inflación de EEUU (proyectada por BEVSA). No se proyectan aumentos reales en los precios, ni en madera para pulpa ni en la sólida.
- Se proyecta la devaluación y la inflación de Uruguay en base a los criterios de BEVSA para realizar las valuaciones.
- El aumento en el precio de la tierra es de un 3% anual en dólares corrientes.

Para CARE estos supuestos son compatibles en su totalidad.

En base a esta proyección, CARE estimó cual sería la TIR para el período completo del proyecto. Se considera la inversión en los años en que se emiten los CPs (2015, 2016 y 2017) y por los montos de los capital calls respectivos; por otra parte los ingresos son los proyectados en el nuevo flujo que comenzarían a partir de 2022 y terminarían con la liquidación del Fideicomiso en 2035. También se consideró como ingreso la distribución de utilidades realizada en el año 2019 por 2 millones de dólares. En este caso la TIR sería de 8,1% y éste sería el escenario base

CARE también realizó una sensibilización de ese flujo, suponiendo una situación más favorable y otras menos. Los resultados se presentan en el cuadro siguiente, siempre suponiendo la inversión en los años 2015, 2016 y 2017 y los ingresos para el inversor del año 2019 y luego los proyectados a partir de 2022 y hasta 2035.

4. En relación a la crisis sanitaria provocada por el COVID 19, la Gerencia estima que dicha situación no tendrá un impacto significativo en sus estados financieros, ya que los principales negocios de la compañía son contratos de largo plazo y no han evidenciado a la fecha dificultades operativas y/o financieras.



**Cuadro 5: Resultados de la TIR en diversos escenarios**

Escenario	Escenario	TIR
1	Madera y costos ajusta por inflación USA+aumento precio de madera y tierra	9,7%
2	Madera y costos ajusta por inflación USA+aumento precio de la tierra	<b>8,1%</b>
3	Aumento precio de Tierra	6,8%
4	Todos los factores Constantes	6,3%

Fuente: CARE en base a Flujo Financiero aportado por el Operador

El **escenario 2**, es el más probable para CARE y es también el escenario base que se describió precedentemente. 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 diez años suponen un aumento entre un 1,1 y un 1,3% 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.

El **escenario 1** supone además un ajuste a largo plazo en los precios de la madera de un 1% anual (por encima de la inflación de USA).

En el **escenario 3** se supuso que los precios de la madera y los costos de producción se mantuvieran constantes en términos nominales durante todo el período y solamente aumentara el precio de la tierra en un 3%

El **escenario 4** es el más desfavorable. 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 seguiría siendo razonable (6,3%).

Este nuevo cálculo de TIR es levemente más bajo que el estimado un año atrás (5,8%), pero a juicio de CARE sigue siendo razonable.

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.

El costo de oportunidad del capital teóricamente pone un piso a la rentabilidad esperada de un proyecto y es el indicador clave para descontar los flujos de fondos esperados. En este sentido CARE realizó una actualización de

la estimación del costo de oportunidad del capital, utilizando el modelo de valoración CAPM (Capital Asset Pricing Model) y, siguiendo a Damodaran<sup>7</sup> se adicionó a éste una prima que contempla el riesgo específico del mercado en el que se ejecuta el proyecto (se consideró el riesgo país en este caso). 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

$\beta_{im}$ : Riesgo sistemático propio respecto del riesgo de mercado<sup>8</sup>.

rf: tasa libre de riesgo (Trasuty Bond de USA a 10 años).

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 variable<sup>9</sup> 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 (5 a 7%), así como también los valores muy bajos de los últimos años (cerca de cero en 2020). En los últimos diez años, ese rendimiento se ubicó en 2,11%, y en la actualidad se encuentra en aproximadamente un 1,6%<sup>10</sup>.

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 2021 se ubica en 0,89 (1,01 para el promedio de los últimos 5 años), lo que indica que la inversión en la producción forestal tiene casi el mismo 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 rendimiento de los bonos americanos se consideró 1,96% y para el riesgo país (índice UBI), se consideraron 1,63 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 6,5%. Este valor es menor a la última TIR estimada para el escenario más probable (8,1%), lo que indica que la inversión tendría una rentabilidad mayor al costo de oportunidad. 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.

<sup>7</sup>. A. Damodaran, “Estimating Equity Risk Premiums” Stern School of Business.

<sup>8</sup>. Se consideraron los betas promedio de empresas de producción primaria de bienes agrícolas en mercados emergentes según A. Damodaram

<sup>9</sup>. Equity Risk Premium del S&P 500

<sup>10</sup>. En las últimas semanas las tasas de estos bonos han venido creciendo probablemente como consecuencia de una previsión de mayor inflación en EEUU

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.

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 2020, excepto para el estándar de prendimiento de los montes plantados en 2019, lo cual ya habría sido corregido durante este año:

- 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.
- Prendimiento de la plantación: el porcentaje de prendimientos de plantaciones forestales registrados para la medición de Mayo 2020 fue del 78% en promedio (80% es lo previsto en el estándar), por lo que para este año no estaría cumpliendo con la exigencia mínima.
- Incremento Medio Anual de las plantaciones: Las plantaciones forestales de Egrandis y Edunnii crecen a un ritmo mayor al del previsto como máximo en el prospecto. Esto puede no mantenerse siempre por diferentes factores, de todas formas, ha venido ocurriendo prácticamente desde el inicio.

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%	65%
Rel. Area E.Grandis/Dunii	2,7	2,9
Superficie total	14.000	14.656
Superficie de bosque (actual)	8.680	9.312
El 15% del área forestada tiene pino		

Fuente: el operador

Como ya fuera comentado, la planta renegoció el contrato de abastecimiento para el año 2020 por lo que las ventas del año fueron menores a lo proyectado, y quedó madera cortada para ser entregada en 2021. En tal sentido, los ingresos por ventas del año 2020 36% más bajos que lo proyectado. Las mayores diferencias entre lo proyectado y lo real se dieron en el primer semestre, en el segundo las ventas mejoraron pero no lograron compensar.

**Cuadro 7. Ventas del 2020, proyección y real (USD).**

Actividad	Real	Presupuesto	Diferencia
Stock 2019 grandis	1.070.999	515.250	555.749
Stock 2019 globulus	370.581	0	370.581
Eucalyptus Pulpa Dunii	845.022	2.550.535	-1.705.513
Eucalyptus Pulpa grandis	2.513.766	3.935.766	-1.422.000
Eucalyptus +30		632.000	-632.000
Columnas UTE	113.983	105.000	8.983
<b>Total</b>	<b>4.914.351</b>	<b>7.738.551</b>	<b>-2.824.200</b>

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 manejo. En este sentido es clave durante estos años el manejo y seguimiento del bosque.

**Cuadro 8. Costos e Inversiones de 2020, proyectado y real (USD).**

Actividad	Real	Presupuesto	Diferencia
Costos de Producción	3.238.924	5.446.441	-2.207.517
Inversiones Implantación	763.332	761.981	1.351
Inversiones Manejo	736.016	941.452	-205.436
Gastos	1.530.383	1.548.361	-17.978
<b>Total</b>	<b>6.268.655</b>	<b>8.698.235</b>	<b>-2.429.580</b>

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 cosecha y fletes. También la decisión de postergar algunos 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.

La superficie plantada durante 2020 fue un 10% menor a la presupuestada, esa diferencia se explica por un ajuste del área disponible para plantar.

Según informa el Comité de Vigilancia, los costos unitarios de las actividades de manejo y cosecha están adecuadamente alineados a lo presupuestado.

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 se instalaron parcelas permanentes sobre bosques de entre 6 a 9 años, distribuidas en diferentes predios. 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 mantienen por el momento por encima de la curva máxima para todas las edades, según informa el Comité de Vigilancia. La próxima medición se realiza en setiembre de 2021.

#### **5. Tasación de la Tierra y los Montes Forestales**

Se presentan en esta oportunidad nuevas tasaciones de los campos y montes del Fideicomiso a diciembre de 2020, con la misma empresa del año anterior (BM2C). El operador solicitó también la realización una tasación adicional de los campos (solamente la tierra) a una empresa nacional (Agroclaro), con el objetivo de complementar la información de la tasación.

La tasación realizada por BM2C, estima un valor total para los activos al 31 de diciembre de 2020 de 75,36 millones de dólares. El valor total del activo muestra un aumento de apenas un 0,5% con respecto al año anterior, el que fuera realizado bajo la misma metodología.

La metodología utilizada supone que el valor actual es el flujo futuro de ingresos descontado al 8%, y 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 forestal le paga un arrendamiento ficto a la tierra (127 dólares/ha forestada y 36 dólares/ha ganadera) y la tierra tiene ese ingreso por su uso. La madera no tiene aumentos de precios en el periodo y la tierra sí los tiene pero será de apenas 10,6% al final del período.

De esta forma, la tierra al tener solamente un ingreso fijo anual por concepto de las rentas, y aumentar apenas un 10,6% del precio en el período y ser descontado su flujo de ingresos al 8%, alcanza un valor a los efectos contables de 2.040 dólares/ha, un precio menor al de mercado según el propio tasador (2.774 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 86,18 millones de dólares en vez de 75,36 millones.

Para BM2C el valor del activo tierra solamente, según su metodología de cálculo, sería de 30,05 millones de dólares. Mientras que Agroclaro en base a la metodología del potencial de rentas y considerando el valor de tierras comparables, estima un valor actual para las tierras en 40,66 millones de dólares.

En el siguiente cuadro se presenta la evolución de los valores de los campos y bosques del Fideicomiso, según la información proveniente de las tasaciones realizadas anualmente. Cabe aclarar que los valores de las tasaciones fueron realizados bajo diferentes metodologías y considera la tierra y los bosques en conjunto.

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

Año	Millones de USD
2015	26,70
2016	53,10
2017	68,00
2018	66,76
2019	74,99
2020	75,36
<b>Tasa 2018-2020 (anual acumulativa)</b>	<b>6,2%</b>

Fuente: CARE en Base a Tasaciones

**Nota:** recién en 2018 se estabiliza la superficie, en 2015 y 2016 había menos área y en 2018 un área mayor, ya que luego se vende un predio al BDU III

La evolución muestra una tendencia creciente del activo total, considerando los montes forestales y la tierra, y se está levemente por encima de la emisión.

### 6. Riesgos considerados:

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

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

## V. EL ENTORNO

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

Por políticas públicas se entiende no solo las domésticas sino las de los países con los que existe comercio. Con relación a la política sectorial del país, se destaca el proyecto de ley que propone limitar la forestación a los suelos de prioridad forestal y poner un tope a la plantación de montes de rendimiento; ese proyecto tiene ya media sanción aunque no parece claro que vaya a aprobarse en la cámara de senadores tal como se encuentra ahora. La primera lectura es que esa ley sería perjudicial para el sector, aunque no para este fideicomiso ya prácticamente ha culminado las inversiones en campos y avanzado en las plantaciones. En lo que refiere al mercado internacional de los productos forestales, al menos hasta el momento, el cúmulo de barreras esta relativamente sujeto a disciplinas predecibles, por lo que no se prevén mayores riesgos; 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.

La aparición de la pandemia derivada del Covid/19 ha tenido impacto tanto en la oferta como en la demanda internacional de la madera durante prácticamente todo el año 2020, pero a partir de 2021 ya comienza a mostrar algunos signos de recuperación.

Dado el plazo extendido de las proyecciones que se corresponde a la naturaleza del propio proyecto, el análisis de entorno se expresa en términos de grandes tendencias vinculadas a la evolución del precio de la madera y de la tierra.

### 5.1 Riesgo Económico y de Mercado

En este caso, el informe se va a concentrar en el tema de los precios de la madera y de la tierra, elementos claves en el negocio del Fideicomiso.

### 5.2 El precio de la madera

El precio más importante y por tanto el juicio más determinante para la calificadoradora 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. Luego de un marcado pico al alza de precios durante 2018, los valores de la madera a nivel internacional, regional y doméstico, mostraron una caída muy significativa del orden del 35-40%, la mayor caída se verificó en 2019 para luego atenuarse o mantenerse en esos niveles deprimidos. La actual coyuntura se inicia como consecuencia de algunos conflictos comerciales entre EEUU y China, por la existencia de elevados stocks y de una abundancia de pulpa de celulosa en el mercado producto de una sobreoferta de algunos países. Los efectos de la pandemia del Covid 19 sumaron distorsiones en el comercio de la madera ya que la demanda cayó en forma coyuntural en algunos países desarrollados como consecuencia de la recesión económica, los confinamientos y la menor movilidad.

En lo que tiene que ver con madera con destino final a pulpa de celulosa, la reducción en el consumo de distintos tipos de papel (impresión, packaging, papel de oficina), no fue compensado por el aumento en el consumo del papel tissue, asimismo algunas industrias tuvieron que parar como consecuencia de casos de Covid 19 en sus empleados. Esta situación llevó a un descenso en el flujo de importación de pasta de celulosa y madera con destino a la producción de celulosa (rolos y chips) por parte de los principales mercados (China, Japón, Europa). Sobre finales del año 2020 y especialmente en los primeros meses de 2021, los precios internacionales de la celulosa parecen comenzar a recuperarse.

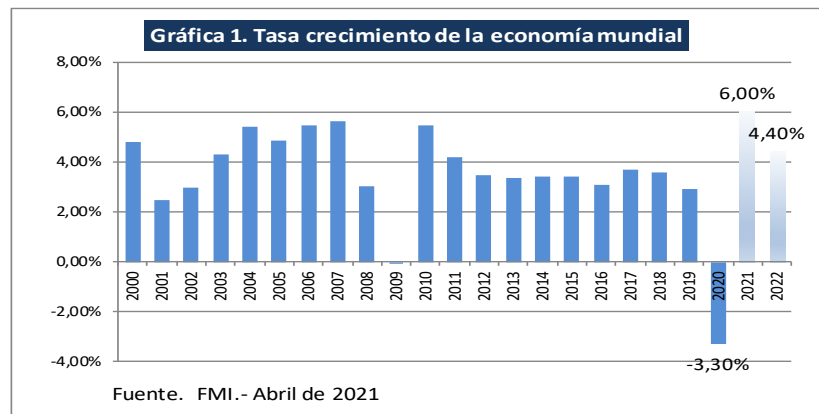
Para el caso de la madera de eucalipto con destino aserrío, el comportamiento de los precios y de la demanda ha mostrado un comportamiento similar al de la celulosa, aunque la recuperación de la demanda parece más sostenida. Tras un comienzo de año 2020 muy incierto, marcado por el enlentecimiento en las exportaciones registrado sobre fines de 2019 y la declaración de pandemia a comienzos de 2020, el segundo semestre mostró un gran empuje y consolidó la recuperación. Cabe destacar que el registro de exportaciones uruguayas del cuarto trimestre del 2020 es el más alto de la serie histórica; no obstante al cierre del año las exportaciones acumuladas de este producto estuvieron por debajo del pico de 2018.

El mercado para el pino también mostró una fuerte recuperación, también a partir del segundo semestre de 2020, y especialmente en el último trimestre. El Uruguay pudo aprovechar la detención de las actividades de cosecha y comercialización ocurrida en Nueva Zelanda y logró reiniciar el canal de exportaciones, que luego continuaron a muy buen ritmo. En 2020 se registró



un cambio relevante en el destino de las exportaciones de pino. Hasta 2019 la casi totalidad de las exportaciones de pino tenían como destino la China. En 2020, India multiplica por 10 sus importaciones y se transforma en el destino para el 40% de las exportaciones de rolos de pino del Uruguay.

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. Como ya se puede vislumbrar, en la medida que se vayan consumiendo los stocks y comience la recuperación de la economía mundial, los precios de los productos forestales seguirán aumentando 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.

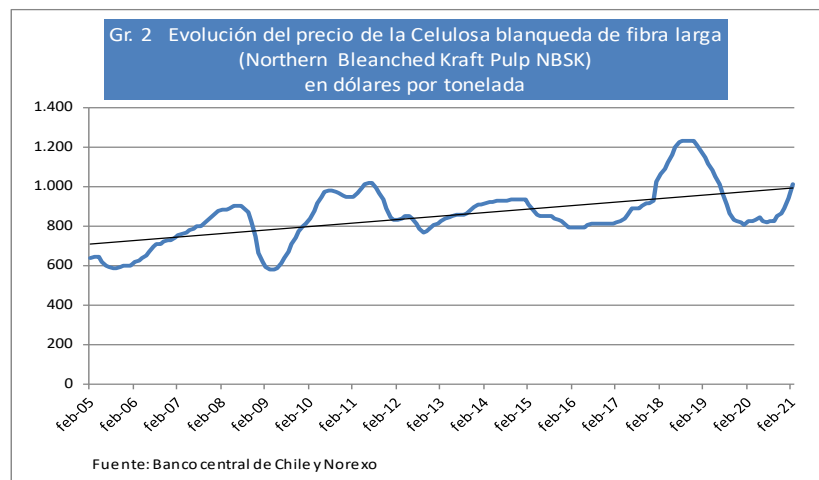


El último informe del FMI da cuenta de que si bien “la contracción de la actividad en 2020 fue la mayor de la que se tiene memoria, las extraordinarias medidas de respaldo evitaron consecuencias económicas aun peores. Transcurrido un año de la pandemia de COVID-19, la salida de la crisis sanitaria y económica se ve cada vez más cerca, pero las perspectivas siguen siendo muy inciertas. La firmeza de la recuperación dependerá en gran medida de la rapidez y eficacia de la vacunación en todo el mundo. perspectivas están sujetas a gran incertidumbre, relacionada con el curso de la pandemia, la eficacia del respaldo durante la transición hasta que las vacunas faciliten la normalización, y la evolución de las condiciones financieras.”

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.

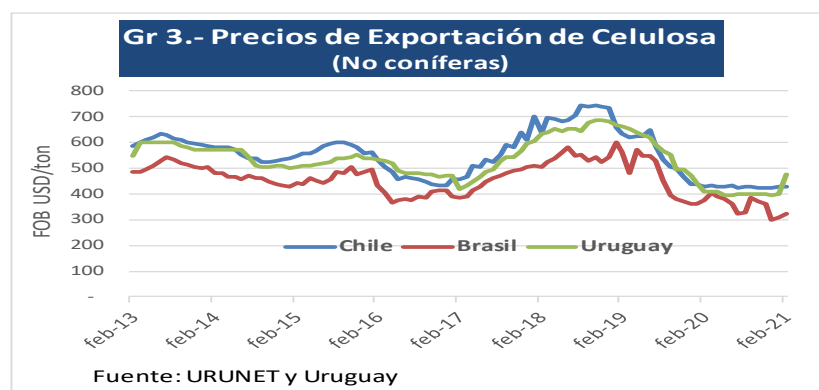
Los precios en Europa de la celulosa de pulpa de fibra larga, que se toma como referencia en general para definir la tendencia (coníferas NBSK<sup>11</sup>), se ubican en la actualidad en el entorno de los 940 dólares la tonelada, frente a los 1.230 de fines del año 2018.

<sup>11</sup>. Northern Bleached Softwood Kraft. Pulpa de celulosa blanqueada de fibra larga



Luego de haberse mantenido relativamente estable y en valores bajos durante el año 2020, sobre fines del año se nota una cierta recuperación, que va muy en línea con el resto de las commodities (alimenticias y no alimenticias). Todo parece indicar, que el escenario bajista y de incertidumbre estaría quedando atrás. Para el mediano plazo, los asesores de J.P.Morgan Chase proyectan que los precios de la celulosa en los puertos de China aumentarían en los próximos 4 años un 5,2 y 3,3% acumulativo anual para la BHKP<sup>12</sup> y la NBSK respectivamente.

Las bruscas oscilaciones en los precios internacionales fueron recogidas 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 2020 fueron de 394 dólares la tonelada, un 43% más bajos que los máximos de noviembre de 2018, resultando los más bajos de la serie. Los precios de las exportaciones de celulosa de Uruguay y de los vecinos de la región comienzan a mostrar signos de recuperación en los últimos meses.

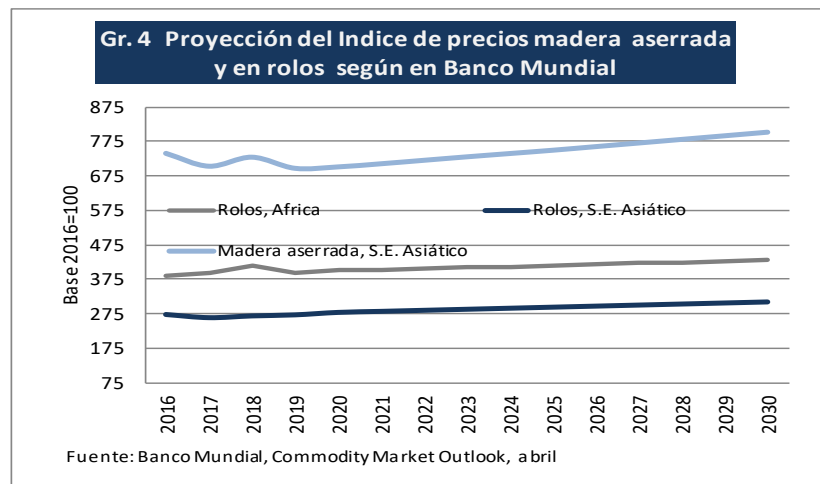


Los precios de la madera en bruto y de los paneles también mostraron en 2020 un menor nivel de precios que en 2019, aunque la reducción de los valores fue menor a la verificada en 2019 respecto del año anterior. No obstante esa nueva reducción en los precios, las exportaciones en volumen crecieron en forma significativa, especialmente sobre el segundo semestre, esto fue consecuencia de la consolidación de nuevos mercados además de China (Camboya,

<sup>12</sup>. Bleached Hardwood Kraft Pulp

India, Vietnam) y la reducción de la competencia de Nueva Zelanda, como consecuencia de la caída de la actividad por el Covid 19.

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 leve crecimiento en valores nominales en el largo plazo, tal cual lo detalla el Banco Mundial<sup>13</sup> en la siguiente gráfica. Para el caso de la madera en bruto, el último reporte del BM muestra un crecimiento leve de aquí al 2030, promediamente de un 1,0% acumulativo anual para rolos y un 1,27% anual para madera aserrada. Estos aumentos de precios, no alcanzarían a cubrir la devaluación del dólar, por lo que podrían estar cayendo levemente en términos reales.



Como resultado de esta coyuntura internacional para el rubro, se verificó en el Uruguay para el año 2020 una reducción importante en los ingresos por las exportaciones de los productos forestales. Es así, que respecto de 2019 las exportaciones totales de 2020 cayeron un 23%.

**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 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%
<b>Total</b>	<b>1.555</b>	<b>1.500</b>	<b>1.670</b>	<b>2.156</b>	<b>1.914</b>	<b>1.387</b>	<b>967</b>	<b>-30%</b>

Fuente: Care en base a datos de URUNET, Uruguay XXI y OPYPA

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

<sup>13</sup> World Bank Commodity Price Forecast. Octubre de 2020.

El menor nivel de exportaciones se explica básicamente por la situación derivada de los bajos precios de la celulosa. Las exportaciones de pulpa caen en valor un 28% y las de chips -que tienen por destino la producción de celulosa en terceros países- cae en un 80%.

Las exportaciones de rolos de eucaliptos y de pinos, aumentaron en valor de forma muy significativa, pero igualmente se mantienen por debajo de las exportaciones de 2018, básicamente como consecuencia de que los precios han sido menores. Las exportaciones de pino comenzaron a aumentar a partir del segundo trimestre del año 2020 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, el mercado parece estar mejorando y 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

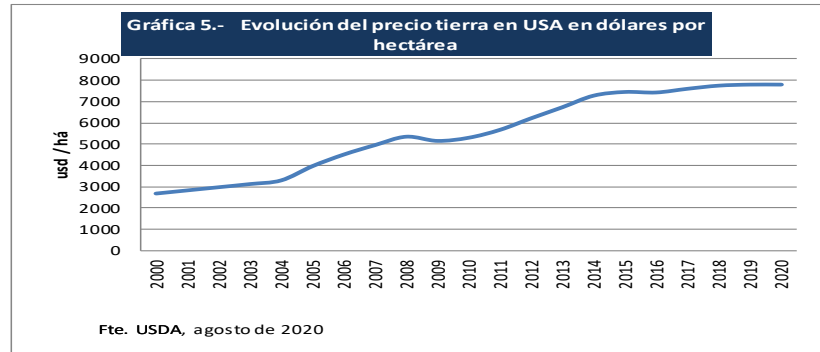
El precio de la tierra, el segundo en nivel de importancia, ha visto modificada su evolución de fuerte apreciación en dólares, con una caída a partir de 2015, y una insinuada estabilidad en los últimos años con las variaciones propias de un escaso número de operaciones; según reporta la Dirección de 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. Sin embargo cabría esperar para el corto plazo incrementos en los precios por encima de la tendencia. La baja en la tasa de interés a nivel internacional, la política expansiva de los países desarrollados y la debilidad del dólar, pudieran traer efectos positivos a mediano plazo sobre los valores de la tierra debido a un mayor flujo de capitales en búsqueda de activos reales, aunque este efecto no es inmediato.

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

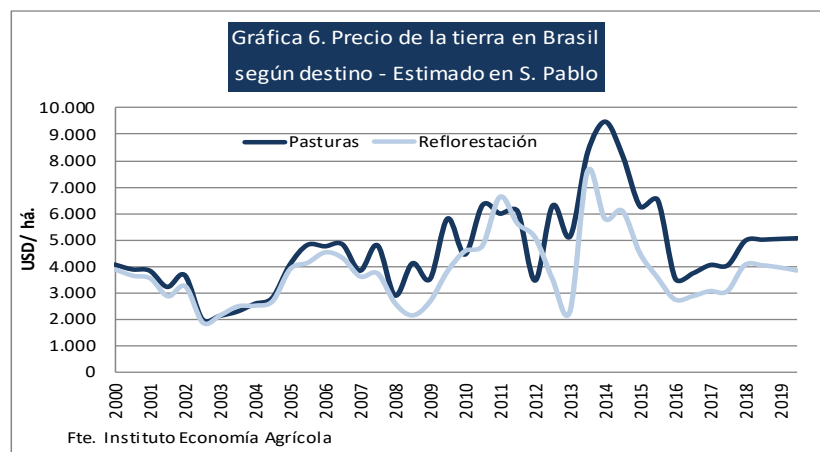
En lo que respecta al precio de la tierra en Estados Unidos, en lo que va del siglo XXI se observa una continua fase ascendente, con alguna excepción (2009 y 2015) en donde se verificaron mínimas reducciones, pero que no modifican la tendencia. El precio en Estados Unidos cayó únicamente en los primeros años de la década del ochenta ante el cambio de la política monetaria denominado "Plan Volcker" y en menor medida, después de la crisis financiera de Lehman Brothers, en ambos casos en forma muy moderada. Cualquiera de los dos shocks negativos en el nivel de precios, fueron revertidos en pocos años. No obstante, en los últimos años, si bien la tendencia se mantiene, los aumentos parecen ser cada vez menores. En 2018 los precios

de la tierra (promedio) aumentaron un 2%, para 2019 el USDA reporta un aumento de un 0,6% en términos nominales y para el año 2020 mantiene el mismo valor nominal que en el año anterior. Si se analizan los datos para las tierras agrícolas y para las ganaderas por separado, el comportamiento de la evolución de los precios es el mismo.



El comportamiento del precio de la tierra en Brasil, está afectado por el efecto del tipo de cambio, en la medida que en ese país la cotización del recurso se realiza en moneda nacional. Por ello, las fluctuaciones son amplificadas por este efecto. En el año 2014 comenzó una fuerte caída de los precios de la tierra, que comenzó a revertirse en 2017.

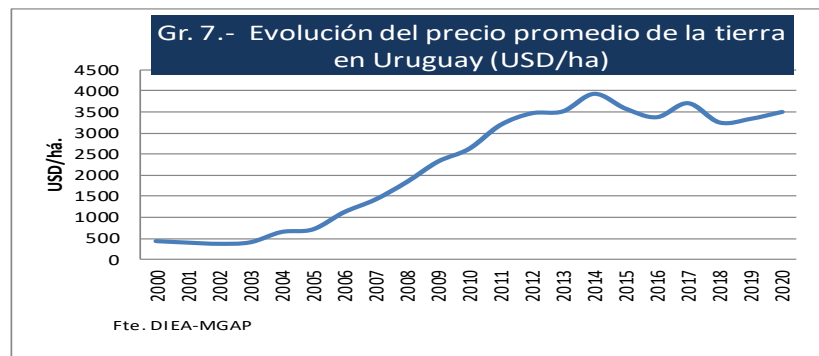
Para el año 2019, último reportado por el Instituto de Economía Agrícola de San Pablo los precios de la tierra para pasturas crecen levemente (1%) mientras que las que tienen por destino la silvicultura y pasturas naturales caen un 4,9%.



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

En el caso de Uruguay, la información reportada por DIEA-MGAP para el promedio de las transacciones de tierras da cuenta de una muy fuerte valorización a partir de 2004 y hasta el 2014 cuando se verifica el valor máximo. A partir de 2015 comienza un cierto ajuste a la baja pero con un comportamiento un tanto errático, consecuencia seguramente de una bajo número de transacciones en donde la calidad y la localización de los campos comercializados tienen una gran influencia en los valores medios. Fue así que en 2017 DIEA reportó un aumento de un 9,8% en el valor de la tierra, luego en 2018 la misma oficina da cuenta de una reducción de un 12,3%, en 2019 se reporta un leve aumento de un 2,6% y luego para el primer semestre de 2020<sup>14</sup> el precio promedio de la hectárea media del país estaría mostrando una recuperación de un 5%.

El escaso número de transacciones verificado en estos últimos años genera algunas dudas en cuanto a los valores obtenidos, lo que deberá ser corroborado en los siguientes años.



Existen otras fuentes de información realizadas por consultoras y operadores del mercado<sup>15</sup>, las que tratan de contemplar la calidad de las tierras corrigiendo los valores por el índice CONEAT y de esta forma hacer más comparable los valores. Existe una proporcionalidad comprobada<sup>16</sup> entre el índice de CONEAT y el precio con valores de campo con CONEAT por encima de 100, pero cuando los índices están por debajo de 100, los precios también caen pero no exactamente en la misma proporción que cuando están por encima de 100. Esto básicamente se explica porque muchos de los campos por debajo de 100 son demandados para producciones diferentes a la carne y a la lana (arroz, forestación), rubros considerados para determinar el valor del índice.

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

<sup>14</sup>. "Precio de la Tierra" Compraventas Primer Semestre de 2020, publicado en setiembre de 2020.

<sup>15</sup>. SERAGRO, Agroclaro y operadores privados.

<sup>16</sup>. B. Lanfranco y G. Sapriza (Serie Técnica N° 187 de INIA, "El índice CONEAT como medida de productividad y valor de la tierra" 2011)

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

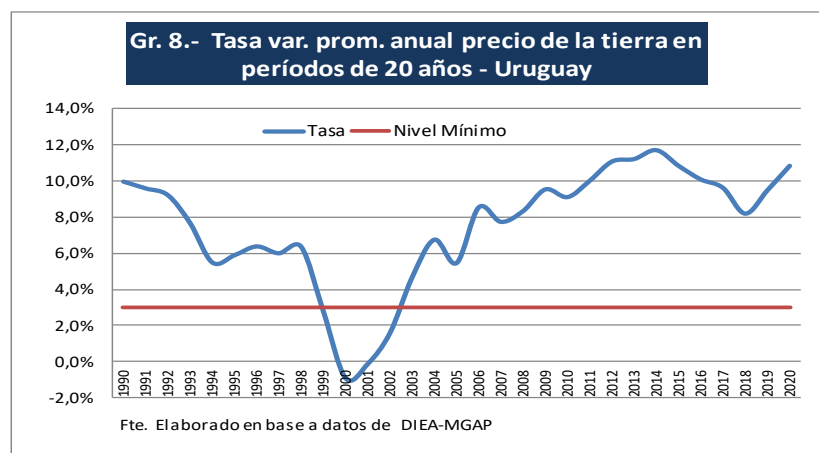
acumulativa anual de un 3% durante 20 años, por lo que resulta importante conocer que ha sucedido en el pasado como forma de tener una cierta aproximación con lo que pueda ocurrir en el futuro.

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).



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 este sentido, interesa destacar la existencia de un proyecto de ley para regular la forestación que ya cuenta con media sanción en el Parlamento. Dicho proyecto en lo medular propone limitar la plantación de montes forestales a las tierras de prioridad forestal, así como poner un tope para la superficie total forestada de un 10% de la superficie agropecuaria del país. Este proyecto de Ley no afecta a este emprendimiento en concreto, ya que culminó tu etapa de inversión en tierras y en plantaciones. No obstante, de aprobarse esta norma se estaría implementando una regulación que puede tener efectos sobre el sector forestal. La ley tiene media sanción y es muy probable que sufra cambios en su tratamiento en la cámara de senadores, o eventualmente que no se promulgue, por lo que aún no se conocen los efectos que pueda llegar a tener sobre el sector.

En resumen, habrá que esperar para conocer como se dilucida el trámite parlamentario y evaluar si habrá o no 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<sup>17</sup> de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.

Comité de Calificación



Ing. Julio Pflue



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrian Tamber

<sup>17</sup>. **BBB+.uy**. Se trata de instrumentos que presentan un riesgo medio bajo para la inversión, ya que evidencian un desempeño aceptable y suficiente capacidad de pago en los términos pactados. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, y las características del entorno, dan en conjunto moderada satisfacción a los análisis practicados, sin perjuicio de alguna debilidad en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo. Podría incrementarse el riesgo del instrumento ante eventuales cambios previsibles en los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, o en la economía en su conjunto. La probabilidad de cambios desfavorables previsibles en el entorno es de baja a media baja, y compatible con la capacidad de la administradora de manejarlos aunque incrementando el riesgo algo más que en las categorías anteriores. **Grado de inversión mínimo. La inclusión del signo + indica que la calificación se acerca más a la categoría superior.**