

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

Montevideo, abril de 2021

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

Actualización de la Calificación Emisión de Oferta Pública 19 - abril - 2021

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

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

Resumen General

CARE actualizó la calificación de los certificados de participación en el dominio fiduciario del "Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 4" manteniendo la categoría BBB.uy de grado inversor.

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

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico ofrece las garantías necesarias tal como se aprecia en el informe jurídico del Anexo I de la calificación original.
- Un proyecto que desde el punto de vista físico y económico supera diversas pruebas a los que razonablemente la emisora y la calificadora han sometido el proyecto. 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.
- Un proyecto que en sus líneas fundamentales repite otros tres con el mismo negocio y actores intervinientes, en los que se vienen cumpliendo sin mayores inconvenientes los planes de negocios establecidos. Los desvíos observados han sido debidamente justificados por el operador y el comité de vigilancia y en principio no generan cambios en la marcha del proyecto.
- Un negocio compuesto por la adquisición de 55.365 hectáreas de tierras forestales sobre las cuales entre las ya plantadas y las que se plantarán, se obtendrá un aprovechamiento promedio del 63%. El Fideicomiso también arrienda un total de 6.030 hectáreas de las cuales se plantan un total de 3.900. El área forestada, entre los campos propios y arrendados, será del orden de 38.700 hectáreas.
- Se destaca la alineación de incentivos entre el Fideicomiso y el Administrador ya que este último adquirió Certificados de Participación (CP) por el 0,6% del monto total de la oferta pública en la primera emisión. Asimismo, Agroempresa Forestal se obliga a adquirir en cada año en el mercado secundario, los CP que sean ofrecidos, por un monto equivalente al 0,6% de la emisión inicial, hasta completar una participación total del 3% al quinto año de la fecha de emisión.
- A marzo del año 2021 el operador presentó un nuevo flujo de fondos proyectado a 2039. Sobre la base de esas proyecciones, CARE estima que la TIR para quienes adquirieron los certificados de participación en el año 2019 (si bien hubo tres integraciones, todas fueron en 2019), se ubicaría en 9,5%. 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 razonables².
- Se dispone de la primer tasación de los campos y montes del fideicomiso al 31 de diciembre de 2020, la cual arroja un valor total de 388,44 millones de dólares, cifra que supera el monto de la emisión³.

². 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.

³. CARE tiene algunas diferencias respecto de la metodología aplicada que se expresan en la sección IV.

- 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 eucaliptus, también ha comenzado a recuperarse a partir del cuarto trimestre de 2020, aunque los precios aún se mantienen relativamente 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.
- En el año 2020, el valor de las ventas realizadas terminó alineado con las proyecciones realizadas a pesar de que en el segundo trimestre la actividad se vio un poco resentida por los efectos de la pandemia. El Fideicomiso aprovechó las oportunidades de mercado que se generaron para las exportaciones de pino concretando exportaciones muy por encima de lo proyectado para el año y adelantando de esta forma la reconversión. Por su parte, las exportaciones de madera sólida de Eucaliptus no alcanzaron los volúmenes ni los ingresos previstos.
- 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.

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

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

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

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

CARE Calificadora de Riesgo es una calificadora con registros y manuales aprobados por el Banco Central del Uruguay a partir de abril de 1998. Califica conforme a su metodología oportunamente aprobada por dicha autoridad, seleccionando los profesionales necesarios para integrar en cada caso el comité de calificación, el que juzga en función de sus manuales. Estos, su código de ética, registros y antecedentes se encuentran disponibles en el sitio web: www.care.com.uy así como en el del regulador: www.bcu.gub.uy. El comité de calificación estuvo integrado en este caso por Martín Duran Martínez, Julio Preve y Adrián Tamber. Asimismo CARE contrató los servicios del Dr. Leandro Rama, para la evaluación del riesgo jurídico en ocasión de la calificación original. Asimismo contrata regularmente cuando lo entiende necesario informes de campo adicionales y realiza vistas a los predios.

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

2. Antecedentes generales y hechos salientes del período

a. Antecedentes

- El Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 4 tiene como objetivo proveer a los inversores retornos a largo plazo logrados esencialmente a través del producto de las ventas de la madera y bosques en pie y la valorización del activo tierra, y a la vez, aunque en menor medida, del producto de la venta de bonos de carbono y de pastoreo de las tierras no forestadas, siguiendo protocolos de inversión y administración, con adecuados estándares productivos, ambientales y sociales.
- Como antecedente más relevante hay que mencionar a los Fideicomisos Financieros Forestales Bosques del Uruguay I, II y III, que emitieron certificados de participación en agosto de 2011, en octubre de 2014 y en diciembre de 2016 por un monto de 50, 70 y 190 millones de dólares respectivamente. Estos fideicomisos, con idéntica administración que la del presente, vienen cumpliendo a satisfacción con los planes de negocios originales, análogos al que se presenta en esta oportunidad.
- El desarrollo del emprendimiento forestal comienza con la adquisición de tierras y bosques, sigue con el manejo silviculturas de los árboles y culmina con la cosecha y comercialización de la madera, sea ésta con destino a la producción de pulpa de celulosa o el aserrío.
- El plazo del Fideicomiso es de 30 años como máximo, o hasta el momento en que se liquiden en forma total los Certificados de Participación emitidos por el Fiduciario, y se cancelen las demás obligaciones del Contrato. No obstante, en virtud del alcance del proyecto y la edad actual del activo que se adquirió, se estima una inversión con una duración aproximada de 20 años.
- El Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 4, quedó constituido el 17 de diciembre de 2018, mediante la firma del contrato respectivo entre EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A. en calidad de "Fiduciario", Agroempresa Forestal S.A. en calidad de "Administrador", y los Suscriptores Iniciales de los Valores en calidad de "Fideicomitentes".
- Con la emisión se adquirió un patrimonio forestal que ya se encontraba forestado y en plena operación. Se compraron un total de 55.365 hectáreas, integrado por dos bloques: el Norte (Terena) con 18.802 hectáreas y el Noreste (Guanare) con 36.563 hectáreas. Los campos del Bloque Noreste se encuentran en Cerro Largo y Treinta y Tres y los del Bloque Norte en Tacuarembó y Rivera.
- La superficie plantada en campo propio actualmente es de unas 34.650 hectáreas y hay aproximadamente 370 hectáreas disponibles para plantar, lo que arrojaría un aprovechamiento promedio de 63%.
- El Fideicomiso arrienda también actualmente un total de 6.030 hectáreas de las cuales hay plantadas unas 3.700. Los campos arrendados se encuentran en los departamentos de Cerro Largo, Treinta y Tres, Tacuarembó, Rivera y Durazno

- Al cierre del proyecto el ingreso total estimado por ventas corresponderá en un 51% a la venta de madera, un 35% a la venta de bosques en pie, y finalmente un 15% a la venta de tierra al final del proyecto. Los ingresos por pastoreo son marginales. Estos ingresos se estiman descontando el flujo esperado a una tasa del 6%.

Cuadro 1. Composición de los ingresos de Bosques del Uruguay 4 (descontado al 6%)

Concepto	Monto (US\$)	Participación
Venta de madera y pulpa	958.839.612	51%
Venta de tierras	254.486.667	14%
Venta de bosque al final del período	665.800.457	35%
Pastoreo	8.611.442	0%
Total	1.879.126.736	100%

Fuente: CARE en base a Flujo presentado por el Operador

- El plan de negocio supone que en la medida que se vayan cortando los montes de Pino, las áreas cosechadas serán replantadas con Eucalyptus sp orientado a la producción de madera para aserrío libre de nudos y en las zonas menos productivas se plantarán especies de Eucalyptus con destino a la producción de pulpa de celulosa.
- El 28 de agosto de 2019 el Fideicomiso tomó posesión de los campos adquiridos, y se inician las operaciones por parte del Operador.
- En diciembre de 2020 tuvo lugar la auditoría anual de la certificación FSC, la que transcurrió sin mayores novedades y el certificado fue renovado sin haberse detectado mayores observaciones.
- A los efectos de atender los déficits de caja derivados de los costos de cosecha y el proceso de exportación, el Fideicomiso ha incurrido en la contratación de créditos de corto plazo con bancos privados de plaza, los cuales en varias oportunidades se han ido renovando. En todas las oportunidades, se ha contado con la aprobación del comité de vigilancia y el fiduciario lo ha comunicado a la Calificadora.

b. Hechos salientes del período

- En el año 2020 se reforestaron 1.895 hectáreas, 38 hectáreas más que lo presupuestado. Los costos por hectárea estuvieron levemente por encima de lo esperado como consecuencia mayores costos de laboreo que requirieron las superficies a reforestar
- En diciembre se realizó por parte de la empresa Geosylva el control del prendimiento de las plantaciones de otoño. A pesar de haber tenido algunos problemas con heladas y con viento durante el invierno, el porcentaje de prendimiento es bueno para todos los predios y especies, un 94% en promedio.
- Se cumplió razonablemente con el plan de podas y control de rebrotes, con costos que se ajustaron al presupuesto.

- La cosecha de madera fue en el año 2020 superior a lo presupuestado, con un importante volumen de trozas de pino exportadas a China e India, aprovechando las oportunidades de mercado, pero también cumpliendo con los volúmenes de trozas de pulpa comprometidos con las fábricas de celulosa locales. Uno de los principales desvíos del presupuesto se generó por el menor volumen de exportación de trozas de eucaliptus.
- Continúan las negociaciones para la compra, o participación en la compra de un aserradero. Para concretarse esta opción será necesaria una modificación del contrato de Fideicomiso,
- El área bajo contratos de pastoreo en el cuarto trimestre del año 2020 aumentó en unas 2.200 hectáreas comparado con el trimestre anterior, lo que eleva el porcentaje total arrendado al 72%. Con los contratos ahora vigentes, el ingreso total por pastoreos para 2021 se estima en USD 473.786 alineado con el presupuesto.
- Con fecha 30 de noviembre se firmó la permuta de 347 hás de un predio no forestal por el equivalente de hectáreas forestales. Esta nueva área fue incluida en el plan de operaciones para ser forestada durante 2021.
- El 28 de diciembre de 2020 se realizó una Asamblea de Titulares de los Certificados de Participación con la representación del 99,99% y se decidió modificar algunos términos y condiciones de los CPs, las modificaciones no alteran el juicio de CARE.
- Al 31 de diciembre de 2020 el área forestada total, en campos propios y arrendados, es de unas 38.350 hectáreas. De este total, aproximadamente el 63% del área corresponde a Eucaliptus y el 37% a Pino.
- Se presenta en esta oportunidad y por primera vez una tasación de los montes y campos del fideicomiso al 31 de diciembre de 2020, la cual arroja un valor total de 388,44 millones de dólares, cifra que supera el monto de la emisión.

3. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- Balance con informe de auditoría al 31 de diciembre de 2020 de Agroempresa Forestal.
- Estados contables del Fiduciario al 31 de diciembre 2020.
- Estados contables del Fideicomiso al 31 de diciembre de 2020.
- Entrevistas con personal superior de Agroempresa Forestal.
- Informes del operador, el último al cuarto trimestre 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.
- Informes del Comité de Vigilancia, el último al 30 de enero de 2021
- Calificaciones y actualizaciones de los Fideicomisos Financieros Forestales Bosques del Uruguay I, II y III realizadas por CARE.

II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

Se ofrecieron en oferta pública certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 4, creado por contrato correspondiente de fideicomiso financiero. Este contrato, los certificados y los demás contratos citados se analizan en la presente sección.

1. Descripción general

Denominación: Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 4

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

Operador administrador: Agroempresa Forestal S.A.

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

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

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

Organizador: Agroempresa Forestal S.A.

Títulos emitidos: Certificados de participación

Activos del Fideicomiso: El Fideicomiso invirtió en la compra y arrendamiento de inmuebles rurales para desarrollar una explotación forestal.

Moneda: Dólar fondo

Importe de la Emisión: USD 330.000.000

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

Calificación de Riesgo: BBB.uy

2. El análisis jurídico

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

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

El informe finalmente concluye: ***"...En conclusión y contemplando todos los aspectos involucrados, el negocio fiduciario cuenta con un razonable grado de cobertura, no advirtiendo riesgos jurídicos relacionados con el proceso de emisión"***.

3. Riesgos considerados

Riesgo jurídico de estructura. Comprende el análisis de la eventualidad de incumplimientos en el pago a los beneficiarios, derivado de defectos en la estructura jurídica por no cumplir con alguna norma vigente, así como eventualmente por la aplicación de sentencias judiciales derivadas de demandas de eventuales perjudicados por la creación oportunamente descrita. Visto el informe antes mencionado, que reitera en lo esencial el de los Fideicomisos anteriores I, II y III se concluye que el *riesgo jurídico de estructura se considera prácticamente inexistente.*

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

III. LA ADMINISTRACIÓN

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

1. Ef Asset Management (EFAM) (La Fiduciaria)

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 financiera⁴

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.

⁴ 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 2: 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
Total Activo	244.205	193.613	104.240
Pasivo Corriente	27.348	22.132	14.368
Pasivo no Corriente	180.257	140.738	63.040
Total Pasivo	207.605	162.870	77.408
Patrimonio	36.600	30.743	26.832
Total Pasivo y Patrimonio	244.205	193.613	104.240
Razon Corriente	0,58	0,76	0,64

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 3: 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)
Resultado Operativo	6.373	4.486	3.431
Resultados Financieros	2.566	2.484	(682)
Resultados antes de impuestos	8.939	6.970	2.749
IRAE	(2.686)	(2.586)	(1.120)
Resultado del período	6.253	4.384	1.629
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) para cuya adquisición fue necesaria una emisión conjunta de CP's por valor de 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 Fideicomiso⁵

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

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

A continuación se presentan los EE.CC del Fideicomiso al cierre del año 2020.

Cuadro 4: Estado de Situación del Fideicomiso (miles de u\$s)

Concepto	31/12/2020	31/12/2019
Activo Corriente	10.259	6.576
Activo no Corriente	411.156	321.617
Total Activo	421.415	328.193
Pasivo Corriente	8.490	1.843
Pasivo no Corriente	5.439	201
Total Pasivo	13.929	2.044
Patrimonio	407.487	326.149
Total Pasivo y Patrimonio	421.415	328.193
Razon Corriente	1,21	3,57

Fuente: EE.CC Fideicomiso

El patrimonio contable muestra un incremento considerable respecto al ejercicio anterior, producto fundamentalmente por la valuación realizada a los activos biológicos que arrojó un mayor valor de USD 86.7 millones. Esto lleva a que dicho patrimonio supere en 23,5 % la emisión recibida. Este aspecto, así como la tasación del activo tierra, son analizados en profundidad en la Sección IV del presente informe.

En síntesis, el valor contable de la masa forestal al cierre del ejercicio 2020 fue de USD 275.5 millones mientras que el valor contable de la tierra fue de USD 113 millones, sin contar en este concepto un valor por mejoras del orden de USD 23 millones.

En cuanto al pasivo, se registran créditos bancarios con un saldo a la fecha de cierre de USD 7.6 millones, de los cuales el más importante es un crédito por USD 8 millones que se está amortizando en 36 cuotas mensuales iguales y consecutivas desde marzo 2020. El resto se trata de créditos bancarios de corto plazo.

⁵. 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 5: Estado de Resultados Fideicomiso (miles de u\$s)

Concepto	31/12/2020	31/12/2019
Ingresos operativos	27.451	243
Cambio valor activo biológico	86.949	
Costo de los bienes vendidos	(19.790)	(69)
Resultado Bruto	94.610	174
Gastos administración y ventas	(7.457)	(3.834)
Resultados financieros	(131)	426
Resultados diversos	(3.188)	
Resultados antes IRAE	83.834	(3.234)
IRAE	(2.496)	(307)
Resultado del ejercicio	81.338	(3.542)
Costos de emisión	-	(310)
Resultado integral del ejercicio	81.338	(3.851)

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Los ingresos registrados en el periodo, según cuadro precedente, responden casi en su totalidad a venta de madera. Como ya se ha dicho, el otro gran concepto que explica los resultados es la revaluación de los activos biológicos. En cambio, por la tasación de la tierra se produjo un ajuste a la baja de USD 3.2 que en el cuadro precedente se registra como una pérdida en el rubro Resultados diversos. Se reitera que los criterios de tasación de los activos se analizan en otra sección de este informe, así como sus implicancias.

Riesgos considerados

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

Riesgo administración, considerando la idoneidad para cumplir con la función de AF S.A. y de EFAM, en virtud que todos los análisis practicados, se considera que el riesgo de incumplimiento de la administradora y del fiduciario con las responsabilidades del proyecto es acotado. Por otra parte, se prevé su sustitución en caso de constatare desvíos que así lo justifiquen. *Riesgo bajo.*

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

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

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

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

1. Bienes fideicomitidos y aspectos descriptivos del proyecto

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

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

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

El proyecto en el prospecto original para el escenario base presentaba una Tasa Interna de Retorno del 7,67% para el inversor. En esta oportunidad se cuenta con un nuevo flujo financiero para el período 2021-2039, 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 el año en que se realizó la emisión (tres emisiones, todas en el año 2019) y los ingresos son los proyectados en el nuevo flujo que comenzarían a partir de 2023 y terminarían con la liquidación del Fideicomiso en 2039. En este caso la TIR sería de 9,5% y 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 el año 2019 y los ingresos proyectados a partir de 2023 y hasta 2039.

Cuadro 6: Resultados de la TIR en diversos escenarios

Escenario	Escenario	TIR
1	Madera ajusta por inflación USA; costos ajustan por Inflación UY; madera tiene aumento del 1% adicional y la tierra aumenta un 3%	12,4%
2	Madera ajusta por inflación USA; costos ajustan por Inflación UY y la tierra aumenta un 3%	9,5%
3	Aumento precio de Tierra (3%)	8,2%
4	Todos los factores Constantes	7,7%

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 (7,7%).

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 Damodaran⁶ 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

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

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

E(R_m) – R_f: 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 variable⁸ y la tasa libre de riesgo).

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

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

⁸. Equity Risk Premium del S&P 500

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%⁹.

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 6,49%. Este valor sería superior a la última TIR estimada para el escenario más probable (4,8%)¹⁰. Si bien estas comparaciones no pueden tomarse en sentido estricto, constituyen una referencia que – entre otras- ayuda a conformar un juicio acerca de la inversión.

El costo de oportunidad del capital propio con los parámetros utilizados es bajo si se compara con el pasado, esto es consecuencia de la caída en los retornos de los bonos del tesoro de EEUU (tasa libre de riesgo) y del riesgo país.

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.

⁹ En las últimas semanas las tasas de estos bonos han venido creciendo probablemente como consecuencia de una previsión de mayor inflación en EEUU

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

Las ventas de pino del año 2020 (especialmente las de tala rasa) tuvieron como destino la exportación y fueron mayores a las proyectadas tanto en volumen como en precio. El Fideicomiso aprovechó las oportunidades de mercado por la ausencia de algunos competidores (Nueva Zelanda), pero también por un aumento en la demanda de algunos países. Por otra parte, las ventas de madera sólida de eucaliptus fueron menores a las proyectadas. El resultado final fue un alineamiento entre lo total y lo proyectado.

Cuadro 7. Ventas del año 2020 real y presupuesto. (USD).

	Real	Presupuesto	Diferencia
Stock 2019 grandis	10.565.291	7.572.360	2.992.931
Raleo Pino	392.995	877.540	-484.545
Talarasa Pino +20	10.738.808	4.410.000	6.328.808
Eucaliptus +30	1.548.184	9.300.000	-7.751.816
Eucaliptus +20	1.270.714		1.270.714
Eucaliptus Mer. Interno	750.609		750.609
Raleo Eucaliptus pulpa		3.477.821	-3.477.821
Leña	153.123		153.123
Total	25.419.724	25.637.721	-217.997

Fuente: el operador

El retorno de la inversión depende en un 86% a la venta de madera, por lo tanto es clave el manejo y seguimiento del bosque.

Los costos de producción fueron mayores a los proyectados, explicado por los costos de exportación incurridos en los 3 barcos de Pino. Por su parte, Los costos y las inversiones reales estuvieron también muy en línea con lo presupuestado, existiendo mínimos desvíos.

Cuadro 8. Costos e Inversiones del año 2020, real y presupuesto (USD).

	Estimado	Presupuesto	Diferencia
Costos de Producción	21.584.498	21.185.950	398.548
Inversiones Implantación	2.867.584	2.926.412	-58.828
Inversiones Manejo	554.590	532.582	22.008
Gastos	5.823.555	6.056.242	-232.687
Total	30.830.227	30.701.186	129.041

Fuente: el operador

4. Tasación de la Tierra y los Montes Forestales

Los proyectos forestales son altamente sensibles a la valoración que se hace de la tierra y de los activos biológicos. Anualmente, deben hacerse tasaciones de ambos conceptos según métodos que difieren sensiblemente según sea el perito que lo haga, a efectos de reflejar su valor razonable en los EE CC. CARE entiende que tales diferencias de criterio alteran (en más o en menos) significativamente el valor patrimonial contable dependiendo del criterio adoptado y de supuestos que no siempre son compartidos. Por esa razón, CARE considera estas tasaciones como un insumo más, entre otros, para formar su juicio.

Se presenta en esta oportunidad la primer tasación de los campos y montes del Fideicomiso a diciembre de 2020, de la empresa BM2C. El operador solicitó también la realización de 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 388,44 millones de dólares. Esta tasación se compone de 275,46 millones de bosques y 112,98 millones de dólares por concepto de la tierra.

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 (128 dólares/ha forestada y 34 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 2.041 dólares/ha, un precio menor al de mercado según el propio tasador (2.680 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 423,82 millones de dólares en vez de 388,44 millones.

Por otra parte la valoración de la madera, que se recoge en los EECC en los activos biológicos, considera situaciones promediales que no necesariamente reflejan el valor más ajustado de los mismos.

Para BM2C el valor del activo tierra solamente, según su metodología de cálculo, sería de 112,98 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 148,37 millones de dólares.

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.

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.

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 84% 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 y de pino. Como ya fuera comentado el plan de negocios supone la sustitución de los pinos por eucaliptos manejados para la obtención de madera de calidad. Si bien el objetivo de largo plazo será la madera sólida de eucalipto el patrimonio adquirido tenía un 39% plantado con pino, los que se irán comercializando durante los primeros años. Finalmente, como en todos los proyectos forestales hay superficies plantadas con destino a celulosa y también tienen ese destino los raleos y desechos comerciales de los montes de calidad.

La tendencia de largo plazo esperada para los precios de la madera, es que todo indica que los precios deberían mostrar una tendencia creciente, al menos en valores nominales, y ello se sustenta en el hecho de que la demanda crecerá de la mano del incremento de la población mundial y del crecimiento económico de los países emergentes. Esta mayor demanda se espera tanto para madera sólida destinada a la construcción de muebles o viviendas como de celulosa por mayor consumo de papel "tissue".

Ese incremento de la demanda enfrenta una oferta que se ha visto limitada por crecientes medidas de protección de los bosques nativos, así como también el control que se realiza sobre los de rendimiento. Por su parte, las políticas destinadas a atenuar los impactos del cambio climático también promueven la protección de los montes al ser éstos importantes sumideros de carbono.

No obstante, en el corto plazo el sector está atravesando por una coyuntura desfavorable. 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 compensada 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.

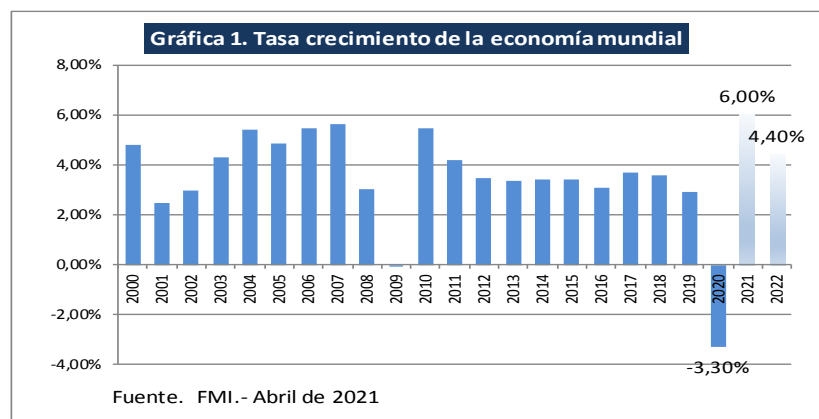
Para el caso de la madera de eucaliptus con destino aserrío, el comportamiento de los precios y de la demanda ha mostrado un comportamiento similar al de la celulosa, aunque la recuperación de la demanda parece más sostenida. Tras un comienzo de año 2020 muy incierto, marcado por el enlentecimiento en 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.

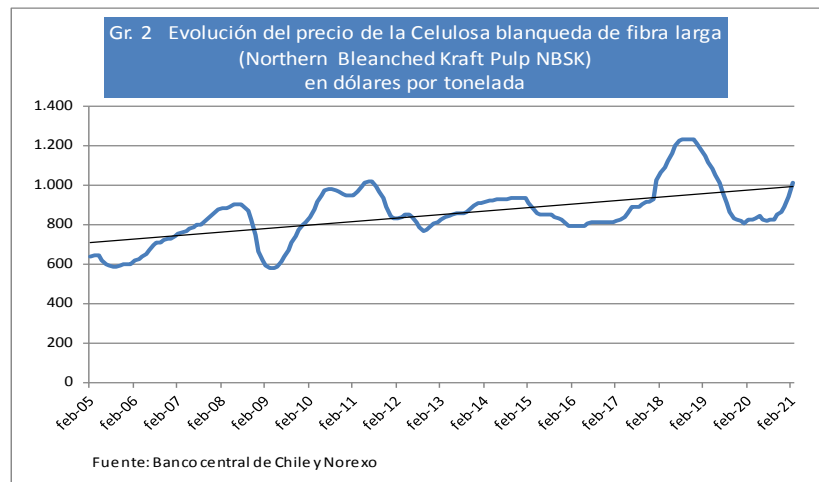
El Fondo Monetario Internacional (FMI), en sus proyecciones de crecimiento de la economía mundial para los próximos años ha venido ajustando sus proyecciones las cuales califican de altamente inciertas dado el impacto que está teniendo la pandemia del Covid19, lo que ha llevado al mundo a transitar por una crisis sin precedentes. En su último informe del 6 de abril de 2021 el FMI estima una caída del 3,3% de la economía mundial para el 2020 y un aumento del 6% para el 2021 y del 4,4% para 2022. La revisión al alza refleja un mayor respaldo fiscal en unas pocas grandes economías, la recuperación prevista para el segundo semestre de 2021 gracias a las vacunas, y la continua adaptación de la actividad económica a la reducción de la movilidad. En el año 2020 solamente China habría crecido, y habría sido un crecimiento del 2,3%.



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. Las 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 NBSK¹⁰), se ubican en la actualidad en el entorno de los 940 dólares la tonelada, frente a los 1.230 de fines del año 2018.

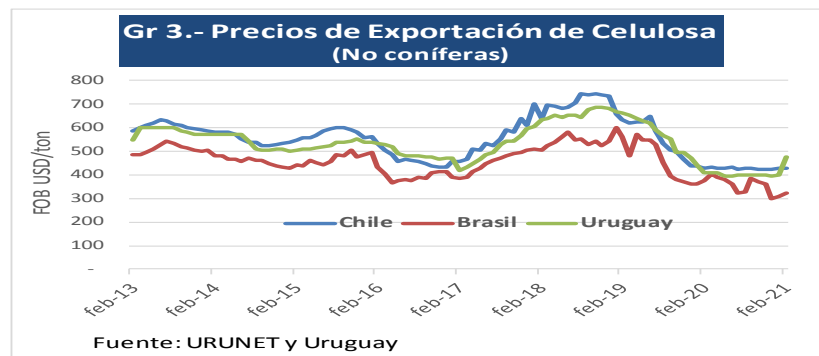


Luego de haberse mantenido relativamente estable y en valores bajos durante el año 2020, sobre fines del año se nota una cierta recuperación, que va muy en línea con el resto de las commodities (alimenticias y no alimenticias). Todo parece indicar, que el escenario bajista y de incertidumbre estaría 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 BHKP¹¹ 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.

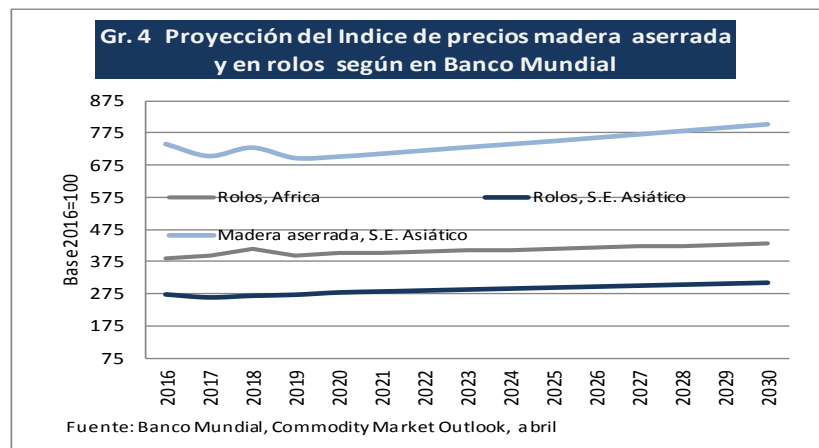
¹⁰. Northern Bleached Softwood Kraft. Pulpa de celulosa blanqueada de fibra larga

¹¹. Bleached Hardwood Kraft Pulp



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, 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 Mundial¹² 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%.

¹². World Bank Commodity Price Forecast. Octubre de 2020.

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

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Variación
Celulosa	1.266	1.222	1.310	1.660	1.527	1.107	-28%
Rolos (excepto eucalipto)	1	5	88	150	89	132	49%
Tableros madera contrachapados	62	58	64	76	55	67	22%
Chips (eucalipto y pino)	57	82	64	95	102	21	-80%
Madera aserrada No Coníferas	42	38	47	53	46	44	-4%
Madera aserrada Coníferas	23	27	46	62	52	60	17%
Papel y Cartón	79	52	31	29	28	18	-37%
Rolos de eucalipto	24	17	21	29	14	21	48%
Total	1.555	1.500	1.670	2.156	1.914	1.471	-23%

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.

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.

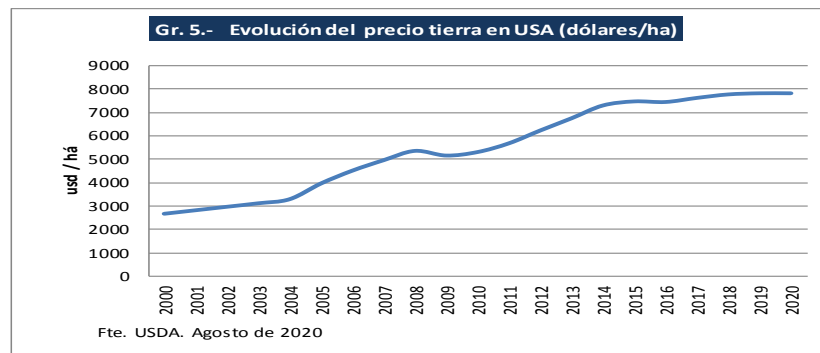
B) El precio de la tierra

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.

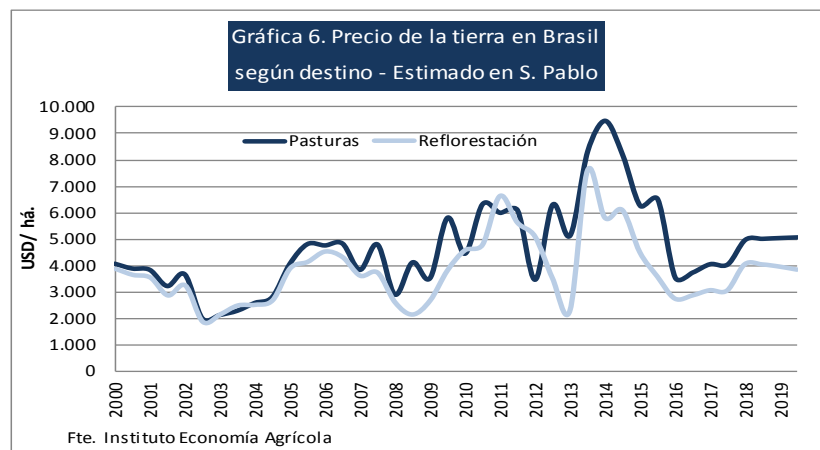
En este caso se actualiza el comportamiento de los precios en diferentes países considerados de importancia.

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 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.

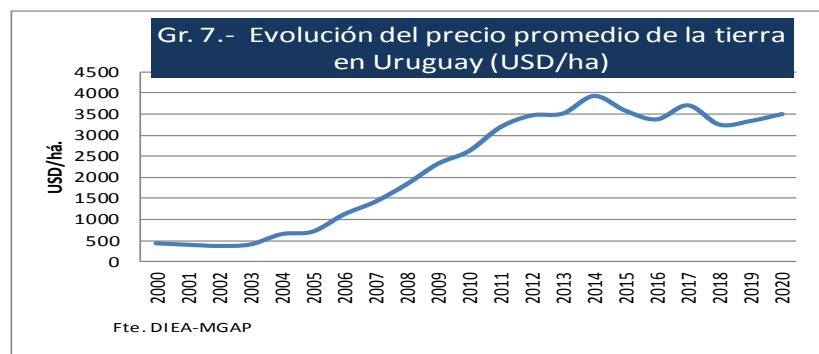
Para el año 2019, último reportado por el Instituto de Economía Agrícola de San Pablo los precios de la tierra para pasturas crecen levemente (1%) mientras que las que tienen por destino la silvicultura y pasturas naturales caen un 4,9%.



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 2020¹³ 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 mercado¹⁵, 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 comprobada¹⁶ 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

¹³. "Precio de la Tierra" Compraventas Primer Semestre de 2020, publicado en setiembre de 2020.

¹⁴. SERAGRO, Agroclaro y operadores privados.

¹⁵. B. Lanfranco y G. Sapriza (Serie Técnica N° 187 de INIA, "El índice CONEAT como medida de productividad y valor de la tierra" 2011)

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.

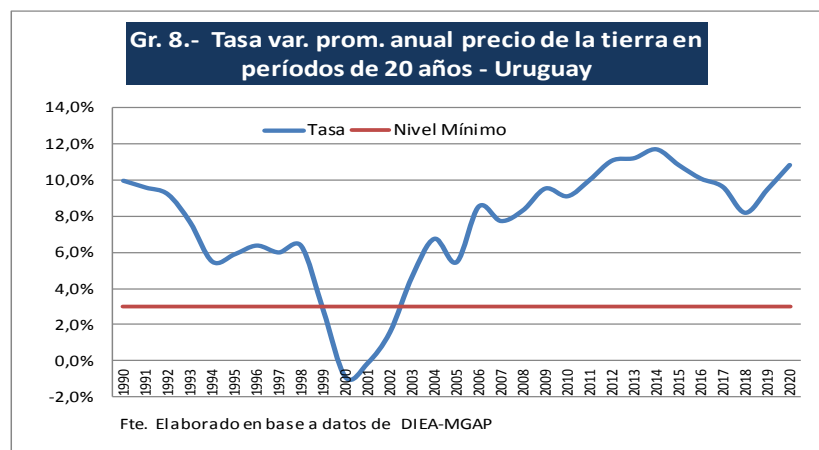
La valorización del precio de la tierra es un componente relativamente importante de ingreso final del fideicomiso (20,5%) por lo que lo que finalmente ocurra con su comportamiento tendrá una contribución sustancial con el retorno final de la inversión. El modelo financiero supuso una valorización acumulativa 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).



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

El dictamen se construye a partir de la asignación de ponderadores y puntajes a los factores de riesgo que integran cada área de riesgo (los títulos, la fiduciaria y la administradora, los activos subyacentes y el flujo de fondos, y el entorno). Dispuestos en una matriz, los indicadores de cada factor en cada área de riesgo, van generando puntajes a juicio del comité calificador que van conformando el puntaje final. Éste se corresponde con una nota de acuerdo al manual de calificación. En la matriz de calificación, las áreas se dividen en factores, y estos en indicadores.

En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos - tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación BBB (uy)¹⁶ de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.

Comité de Calificación



Ing. Julio Pflue



Sr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrian Tamber

¹⁶ **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.**