

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

*Montevideo, octubre de 2021*

---

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

---

## Actualización de la Calificación de Oferta Pública de los Certificados de Participación del Fideicomiso Financiero Bosques del Uruguay. 06 - octubre - 2021

<b>Fecha de emisión:</b>	5 de agosto de 2011
<b>Plazo:</b>	Hasta liquidación de activos y obligaciones del fideicomiso.
<b>Denominación:</b>	Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay
<b>Importe de la Emisión:</b>	USD 50.000.000
<b>Títulos Emitidos:</b>	Certificados de Participación.
<b>Distribuciones:</b>	toda vez que existan Fondos Netos Distribuibles luego de cada Cierre de Ejercicio, o al procederse a la venta de los Activos del Fideicomiso o por la distribución final de Fondos Netos Remanentes.
<b>Estructurador:</b>	Ferrere Abogados
<b>Operador:</b>	Agroempresa Forestal SA
<b>Entidad Representante:</b>	Bolsa Electrónica de Valores S.A.
<b>Entidad Registrante:</b>	EFAsset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.
<b>Fiduciario:</b>	EFAsset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.
<b>Vigencia de la actualización:</b>	hasta el 30 de abril de 2022 <sup>1</sup> .
<b>Comité de Calificación:</b>	Julio Preve, Adrián Tamber y Martín Durán Martínez
<b>Calificación:</b>	BBB +.uy
<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, manteniendo la categoría BBB+.uy de grado inversor.***

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

- La inexistencia de riesgo jurídico de estructura, oportunamente destacada y ratificada en el correr del tiempo.
- Un negocio con una adecuada consistencia entre el plan de negocios propuesto, las acciones de compra de tierra, áreas plantadas, el manejo de los montes y las primeras cosechas realizadas. Desde el punto de vista económico financiero para el inversor, el emprendimiento soporta los stresses ajenos al negocio a los que razonablemente la emisora y la calificadora han sometido el proyecto. La última actualización del flujo financiero estimó una TIR del 4,8% que si bien sería menor a la estimada en el prospecto y en las anteriores actualizaciones, mantiene un valor que sigue siendo razonable.
- Los informes del Operador resultan satisfactorios en términos generales para la marcha del proyecto, los que son ratificados por el Comité de Vigilancia.
- Un diseño de gobierno corporativo que minimiza el riesgo a los inversionistas y que hasta la confección del presente informe ha funcionado en forma adecuada (informes del operador, asambleas de titulares de Certificados de Participación e informes del comité de vigilancia).
- La capacidad de gestión de la empresa administradora del proyecto – Agroempresa Forestal – se mantiene bajo los estándares de eficiencia evaluados en los anteriores informes de actualización, lo que se ratifica en los distintos informes de las partes involucradas. Es importante destacar, que el Administrador está ejecutando tres emprendimientos más, bajo una construcción financiera de características muy similares, sin presentar por el momento mayores contratiempos. Entre los 4 fideicomisos, la empresa está manejando en la actualidad más de 80 mil hectáreas de montes forestales.
- Al 30 de junio de 2021, el Fideicomiso Financiero BDU tiene en propiedad un total de 9.536 hectáreas de las cuales 5.559 hectáreas se encuentran forestadas y 156 disponibles para plantar, lo que da un 60% de aprovechamiento.
- La última tasación de los campos y montes del fideicomiso fue realizada al 31 de diciembre de 2020, la cual arrojó un valor total de 53,71 millones de dólares, un 7,2% superior al año anterior<sup>2</sup>.

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

- La última actualización del flujo de fondos proyectado fue realizada a marzo de 2021 y se proyectó al 2033. Sobre la base de esas proyecciones, CARE estima que la TIR para quienes adquirieron los certificados de participación en el año 2011 se ubicaría en 4,8% levemente más baja que la estimada en la anterior y a la del prospecto de emisión, pero sigue siendo positiva y razonable. 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>.
- La demanda por madera sólida con destino a la exportación ha mostrado un marcado crecimiento desde el segundo semestre del año 2020 y se viene manteniendo en buenos niveles en este 2021, lo que ha generado una intensa actividad de intermediarios que compran bosques en pie y exportan la madera a diferentes mercados. Los precios de la madera aserrable de pino ha mejorado fuertemente respecto de los años anteriores para ubicarse en los máximos históricos, pero no ha ocurrido lo mismo para el eucalyptus cuyos valores se mantienen levemente por debajo de 2017 y 2019. Asimismo, Los precios de celulosa han comenzado a mostrar una recuperación luego de sufrir una muy fuerte caída durante 2018 y 2019. La reducción 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 la recuperación de la demanda y los precios. La demanda interna por madera con destino a las plantas de celulosa se estima que crecerá fuertemente cuando se ponga en funcionamiento la tercera planta de celulosa en el país, pudiendo incluso generarse una cierta tensión sobre la oferta. 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.
- Si bien se encuentra en el Parlamento un Proyecto de Ley con media sanción que promueve una mayor regulación en la producción forestal, no se advierten amenazas en lo que respecta a las políticas públicas para este fideicomiso ya que éste ha culminado el proceso de inversión en tierras y plantaciones
- 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 fue contratada para actualizar la calificación de los Certificados de Participación del Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay (en adelante "Bosques del Uruguay") por un valor nominal de USD 50.000.000 (cincuenta millones de dólares de los Estados Unidos), cuyas características se detallan en los sitios web correspondientes al Banco Central del Uruguay [www.bcu.gub.uy](http://www.bcu.gub.uy), de la Bolsa Electrónica de Valores [www.bevsa.com.uy](http://www.bevsa.com.uy) y de CARE [www.care.com.uy](http://www.care.com.uy)

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

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

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

<sup>2</sup>. El fideicomitente, en adelante CG

<sup>3</sup>. En adelante FONASA

<sup>4</sup>. Care no se responsabiliza por el uso que de este informe se haga por parte de terceros con otros fines para el que fue elaborado, máxime cuando se tomen del mismo aspectos parciales que distorsionen su real sentido.

<sup>5</sup> Ver "Manual de calificación de finanzas estructuradas... Punto 3"

<sup>6</sup>. En adelante la Ley

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

### A. Antecedentes generales

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

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

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

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

- Ya se ha completado la operación de compra de tierras y plantación de la totalidad de los montes por lo que las operaciones del proyecto esencialmente corresponden a tareas de mantenimiento de plantaciones y alambrados, control de malezas y plagas, podas, raleos, eliminación de cepas, manejo de rebrotes, vigilancia, etc.
- Se ha iniciado también la tala rasa de algunos montes por lo que progresivamente hay actividades de cosecha y replantación de las superficies cosechadas.
- El patrimonio de tierras de BDU asciende a 9.536<sup>4</sup> hectáreas de las cuales al 20 de junio de 2021, 5.559 hectáreas se encuentran forestadas y 156 disponibles para plantar, lo que da un 60% de aprovechamiento. Está constituido por 14 propiedades ubicadas en el centro este y sureste de Uruguay en el Cerro Largo (26%), Durazno (16%), Florida (49%), Lavalleja (6%) y Treinta y Tres (3%). Las especies establecidas son *Eucalyptus grandis* (65,2%), *E. dunnii* (28,4%), *E. Saligna* (6,2%), fundamentalmente.
- En la medida que los montes alcanzan el desarrollo adecuado se vienen realizando las podas y raleos necesarias para el manejo de la calidad de la madera.
- Se estima que aproximadamente el 71% de la superficie plantada será destinada a producir madera de calidad, el 29% producirá madera para pulpa.
- El 5 de abril de 2017 se modifica la cláusula 7 del contrato, para habilitar al fideicomiso a endeudarse por hasta un cierto porcentaje de su patrimonio (15%), para lo cual debe obtener previamente el visto bueno del Comité de Vigilancia y comunicar a la Calificadora de Riesgo. A partir de fines de 2018 la contratación de créditos de corto plazo para capital de giro pasa a ser una práctica habitual de gestión, cumpliendo siempre con la comunicación al Comité de Vigilancia y la Calificadora de Riesgo. Hasta el momento no ha habido dificultades para el cumplimiento de las obligaciones asumidas.

<sup>4</sup>. Ajustado a la información de la Dirección General de Catastro. Existe una pequeña diferencia si se consideran las hectáreas medido por información satelital.

- A partir del año 2019 se comenzó con la venta de madera para pulpa proveniente de los raleos comerciales de las especies para madera de calidad, de acuerdo con lo planificado y a partir del segundo semestre de 2020 se empiezan a realizar algunas ventas de madera sólida.
- En 2019 se contrató una consultoría a Deloitte a los efectos de que sugiriera cambios en el gobierno corporativo y la estructura de gestión de Agroempresa Forestal a efectos de adaptarla a los requerimientos derivados de la administración de un patrimonio de más de 600 millones de dólares entre los 4 fideicomisos.
- El fideicomiso integra el comité de sanidad de la SPF (Sociedad de Productores Forestales) que tiene como objetivo el monitoreo e identificación de plagas y enfermedades de las plantaciones forestales.
- El fideicomiso cuenta con la certificación FSC (Forest Stewardship Council o Consejo de Administración Forestal en español).
- 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. Las modificaciones refieren a la modificación a la paramétrica del ajuste de los Fee de Agroempresa Forestal y también se acordó subir información una vez por año de los Fideicomisos a la WEB de Bosques del Uruguay.
- La última tasación de los campos y montes del fideicomiso al 31 de diciembre de 2020, arrojó un valor total de 53,71 millones de dólares, un 7,2% superior al año anterior.

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

- Durante el período informado se realizaron diversas tareas de silvicultura y manejo (podas y raleos), presentando algunos desvíos menores respecto a las tareas presupuestadas.
- Las ventas del stock de Eucaliptus para pulpa en el primer semestre superaron el presupuesto, tanto en volumen como en dólares, debido a los mayores rendimientos de los volúmenes en los predios que se realizó raleo comercial y tala rasa (actividades realizadas en 2020). En la misma línea, se realizaron exportaciones de Eucalyptus Grandis con destino Camboya, y ventas de Columnas para UTE que no estaban previstas. En suma, el Fideicomiso generó un 58% más de ingresos en el primer semestre del año 2021.
- El incremento de ventas fue acompasado de un crecimiento proporcionalmente menor de los costos de producción, lo que llevó a que el Fideicomiso registrara una mejora de su resultado operativo y de gestión con respecto al presupuestado para el primer semestre.

- A junio de 2021 el operador informa que en general las plantaciones se encuentran en buen estado sanitario. El Comité de Vigilancia recorrió una serie de predios del Fideicomiso y también informa de buenos crecimientos y estado de los montes, presentando algunas recomendaciones en algún predio respecto de la limpieza de los cortafuegos y el manejo de los rebrotes.

### **3. Información analizada.**

La información analizada en esta ocasión fue la siguiente:

- o Estados Contables Intermedios de EF Asset Management al 30/06/2021.
- o Estados Contables Intermedios del Fideicomiso al 30/06/2021
- o Balance de Agroempresa Forestal al 31 de diciembre de 2020, con informe de auditoría.
- o Informes trimestrales del operador, el último al 30 de junio de 2021.
- o Informes del Comité de Vigilancia el último a abril de 2021.
- o Información relevante del sector forestal.
- o Informes de calificación de otros fideicomisos análogos.

## II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

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

### 1. Descripción general

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

## 2. El análisis jurídico

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

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

### Riesgos considerados

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

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

### III. LA ADMINISTRACIÓN

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

#### 1. Ef Asset Management (EFAM)

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

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

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

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

A setiembre de 2021 son socios al 50 % cada uno, Diego Rodríguez Castagno y Sandra Susana González Vila.

#### Situación económica y financiera<sup>5</sup>

El análisis de los EE.CC intermedios al 30 de junio de 2021 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	30/06/2021	31/12/2020	31/12/2019
Activo Corriente	20.788	15.859	16.842
Activo no Corriente	266.123	228.346	176.772
<b>Total Activo</b>	<b>286.911</b>	<b>244.205</b>	<b>193.613</b>
Pasivo Corriente	31.321	27.348	22.132
Pasivo no Corriente	218.771	180.257	140.738
<b>Total Pasivo</b>	<b>250.092</b>	<b>207.605</b>	<b>162.870</b>
<b>Patrimonio</b>	<b>36.819</b>	<b>36.600</b>	<b>30.743</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>286.911</b>	<b>244.205</b>	<b>193.613</b>
<b>Razon Corriente</b>	<b>0,66</b>	<b>0,58</b>	<b>0,76</b>

Fuente: EE.CC EFAM

Los resultados parciales de la firma a junio de 2021 muestran una caída importante respecto al mismo periodo del año anterior, explicado básicamente por los resultados financieros como se aprecia en el cuadro siguiente.

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

Concepto	30/06/2021	30/06/2020	31/12/2020
Ingresos Operativos	33.177	28.130	60.275
Gastos Adm. y Vtas.	(26.312)	(24.136)	(53.901)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>6.865</b>	<b>3.994</b>	<b>6.373</b>
Resultados Financieros	(6.143)	3.152	2.566
<b>Resultados antes de impuestos</b>	<b>722</b>	<b>7.147</b>	<b>8.939</b>
IRAE	(502)	(2.042)	(2.686)
<b>Resultado del período</b>	<b>219</b>	<b>5.105</b>	<b>6.253</b>
Res Operativos/Ingresos	20,69%	14,20%	10,57%
Res Ejercicio/Ingresos	0,66%	18,15%	10,37%

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 tal como fue expresado 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. En tal sentido, en este periodo y a nivel de mandos medios AF informa haber incorporado a Fernando Laventure como Coordinador en Logística; su rol es asegurar el suministro de madera a los diferentes puntos de consumo y playas de acopio.

### Figuras clave

La estructura básica se compone de un Directorio; un Comité de Auditoría y un Comité de Cumplimiento.

- 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

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

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

Un resumen de los estados de situación y resultados del fideicomiso al cierre intermedio de junio 2021 se exponen en los cuadros siguientes.

<b>Cuadro 3: Estado de Situación del fideicomiso</b>			
<b>En miles de u\$s</b>	<b>30/06/2021</b>	<b>31/12/2020</b>	<b>31/12/2019</b>
Activo Corriente	1.577	1.688	330
Activo no Corriente	53.162	53.717	50.206
<b>Total Activo</b>	<b>54.739</b>	<b>55.405</b>	<b>50.537</b>
Pasivo Corriente	732	1.019	294
Pasivo no Corriente	3.671	3.732	2.658
<b>Total Pasivo</b>	<b>4.403</b>	<b>4.751</b>	<b>2.952</b>
<b>Patrimonio</b>	<b>50.336</b>	<b>50.654</b>	<b>47.584</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>54.739</b>	<b>55.405</b>	<b>50.537</b>
<b>Razon Corriente</b>	<b>2,15</b>	<b>1,66</b>	<b>1,12</b>

Fuente: EE.CC.F.F. BDU

El patrimonio contable del fideicomiso al cierre del primer semestre de 2021 asciende a algo más de USD 50.3 millones según se desprende del cuadro precedente manteniéndose por encima del valor de la emisión de los CP's que se recuerda fue de USD 50 millones. En esta oportunidad no se hicieron tasaciones, ni de tierras ni activos biológicos que, como se sabe, se hacen una vez al año con motivo del cierre de cada ejercicio.

## Cuadro 4: Estado de resultados del fideicomiso

Expresado en miles de u\$s	30/06/2021	30/06/2020	31/12/2020
Ingresos Operativos	620	1.371	4.199
Cambio de valor en activos biológicos	-	-	2.914
Costo de los bienes vendidos	(327)	(1.093)	(3.158)
<b>Resultado Bruto</b>	<b>293</b>	<b>279</b>	<b>3.955</b>
Gastos de administración y ventas	(625)	(470)	(1.036)
Resultados financieros	1	108	57
Resultados diversos	-	-	719
<b>Resultados del periodo antes IRAE</b>	<b>(330)</b>	<b>(84)</b>	<b>3.695</b>
Impuesto a la renta	13	(482)	(625)
<b>Resultado del periodo</b>	<b>(318)</b>	<b>(566)</b>	<b>3.070</b>
Revaluaciones	-	-	-
<b>Resultado integral del periodo</b>	<b>(318)</b>	<b>(566)</b>	<b>3.070</b>

Fuente: EE.CC.F.F. BDU

Una vez más corresponde decir que, dadas las características del negocio forestal, es lógico esperar resultados negativos o de escasa entidad en los primeros años, por cuanto el rubro principal a vender es la madera cosechada; en tal sentido, la primera tala está prevista aproximadamente a 10 años de su plantación (año 2022 en adelante). Mientras tanto, los ingresos por actividades comerciales son marginales: venta del producto de podas y raleos, pastoreos etc. No obstante como se comenta en otra sección, en el último ejercicio se registró un incremento importante en el rubro venta de madera, producto de actividades de raleo y podas<sup>6</sup>.

### Riesgos considerados

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

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

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

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

<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.

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

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

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

La empresa ha demostrado capacidad de avance en los procesos propuestos, las actividades se ejecutan con una adecuada calidad y con un cronograma ajustado a lo informado. A la fecha todas las actividades planificadas se encuentran en ejecución, los campos han completado su cronograma de plantación inicial y se están desarrollando sin mayores contratiempos las tareas de mantenimiento y manejo. Asimismo ya se ha comenzado con las cosechas, ya sea con destino a plantas de celulosa proveniente de raleos como tala rasa con destino a madera sólida.

La superficie total adquirida fue de 9.536 has, de las cuales ya se encuentran forestadas 5.559, lo que significa un 60% de aprovechamiento. Del total de la superficie plantada con Eucaliptus, 65% han sido plantadas con grandis, 28% con dunii, 6% con saligna y un 1% con otras especies.

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

El prospecto de emisión estimó una tasa interna de retorno del 8,58%. Posteriormente el operador fue ajustando los flujos esperados y el proyecto ha ido ajustando la rentabilidad a la baja. Para la actualización de abril de 2021 se contó con un nuevo flujo financiero para el período 2021-2033, que permitió 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, esto es la inversión en los CPs en el año 2011 (año cero), considerando las distribuciones proyectadas que comenzarían a partir

de 2022 y terminarían con la liquidación del Fideicomiso en 2033. En este caso la TIR sería de 4,8%.

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 2011 y los ingresos para el inversor a partir de 2022 y hasta 2033.

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

Escenario	TIR
<b>1</b> Madera y costos ajusta por inflación USA	
+aumento precio de madera y tierra	6,0%
<b>2</b> Madera y costos ajusta por inflación USA	
+aumento precio de la tierra	<b>4,8%</b>
<b>3</b> Aumento precio de Tierra	3,7%
<b>4</b> Todos los factores Constantes	3,4%

Fuente: CARE en base a Flujo Financiero aptado 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 positiva (3,4%).

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.

## 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:

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

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

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 (Bonos Treasury de USA a 10 años).

E (Rm) – Rf: Prima de Riesgo del mercado. Es el premio por riesgo específico al mercado que opera el proyecto (diferencia entre los rendimientos de los activos de renta variable<sup>9</sup> y la tasa libre de riesgo).

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

Por lo general, se considera como la tasa libre de riesgo a los rendimientos de los Treasury Bonds 10 Years de la Reserva Federal de los Estados Unidos. Se opta normalmente por utilizar los promedios de 5 o 10 años de dichos rendimientos, evitando de esta manera los elevados valores de fines de la década de los noventa y comienzos de la década del 2000 (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 2,01%, y en la actualidad se encuentra en aproximadamente un 1,3%<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 1,94% y para el riesgo país (índice UBI), se consideraron 1,50 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 6,36%. Este valor sería superior a la última TIR estimada para el escenario más probable (4,8%)<sup>11</sup>. Si bien estas comparaciones no pueden tomarse en sentido estricto, constituyen una referencia que – entre otras – ayuda a conformar un juicio acerca de la inversión.

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

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

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

<sup>10</sup>. En la actualidad los rendimientos de estos bonos están con tasas relativamente más bajas que el promedio de los últimos 10 años, en el entorno al 1,5%. Durante la peor parte de la crisis sanitaria estuvieron aún mucho más bajas, por debajo del 1%.

<sup>11</sup>. Importa aclarar que si bien este es un análisis válido desde el punto de vista financiero, los inversores institucionales no tienen este costo de oportunidad ya que no pueden invertir en los mercados globales.

### 3. Manejo Económico- Productivo

**Ingresos.-** Las ventas reales de los primeros 6 meses del año 2021 estuvieron un 58% por encima de lo presupuestado originalmente para ese período. Eso tuvo su explicación básicamente en la existencia de un mayor stock disponible de la madera cortada en 2020 con destino a celulosa y por la exportación de algunos troncos de Eucalipto para aserrío y algunas columnas para el mercado interno. El operador estima que ese desvío se reduciría a un 7% para el año entero ya que la mayor parte de la madera se comercializará en el segundo semestre y no se reportarían mayores desvíos.

Se detalla a continuación la comparación de lo presupuestado inicialmente contra la esperada ya conocido el comportamiento real a junio 2021

**Cuadro 6. Ventas estimadas y presupuesto 2021 (USD).**

Actividad	Estimado	Presupuesto	Diferencia
Ventas stock 2020	460.716	351.000	109.716
Eucalyptus Pulpa	2.619.504	2.619.504	0
Eucalyptus + 20	45.315		45.315
Eucalyptus + 30	0	0	0
Columnas UTE (+20)	44.798	0	44.798
Leña	6.129	1	6.128
<b>Total</b>	<b>3.176.462</b>	<b>2.970.505</b>	<b>205.957</b>

Fuente: el operador

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

**Costos de producción.-** se estima que para el año se ubicarán en los valores esperados en la presupuestado.

**Inversiones.-** Los gastos asociados a la inversión de implantación y manejo terminarían el año por encima de lo previsto. Se plantó una mayor área, habría mayores gastos de eliminación de rebrotes y podas.

**Cuadro 7. Costos e Inversiones de 2021, estimado y presupuestado (USD).**

Actividad	Estimado	Presupuesto	Diferencia
Costos de Producción	2.185.580	2.196.087	-10.507
Inversiones Implantación	167.666	92.185	75.481
Inversiones Manejo	45.250	39.704	5.546
Gastos	1.152.948	1.049.126	103.822
<b>Total</b>	<b>3.551.444</b>	<b>3.377.102</b>	<b>174.342</b>

Fuente: el operador

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

## 4. Tasación de la Tierra y los Montes Forestales

La última tasación de los campos y montes del Fideicomiso se realizó a diciembre de 2020, con la misma empresa del año anterior (BM2C). En esa oportunidad el operador solicitó también una tasación adicional de los campos (solamente la tierra) a una empresa nacional (Agroclaro), con el objetivo de complementar la información de la tasación.

En el cuadro 8 se presenta la evolución de los valores de los campos y bosques del Fideicomiso. La serie se inicia una vez completado el período de compras a los efectos de que los datos sean comparables. Cabe aclarar que los valores de las tasaciones fueron realizados bajo diferentes metodologías y considera la tierra y los bosques en conjunto.

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

Año	Millones de USD
2014	31,05
2015	31,91
2016	33,30
2017	34,60
2018	48,47
2019	50,11
2020	53,71
<b>Tasa 2014-2020 (anual acumulativa)</b>	<b>9,6%</b>

Fuente: CARE en Base a Tasaciones

La última tasación estimó un valor total para los activos al 31 de diciembre de 2020 de 53,71 millones de dólares, cifra levemente por encima de la emisión. El valor total del activo mostró un aumento de un 7,9% con respecto al año anterior, el que fuera realizado bajo la misma metodología. La evolución muestra una tendencia creciente del activo, el cual punta a punta viene creciendo a un 9,6% acumulativo anual, explicado básicamente por el crecimiento de los montes.

Como ya fuera comentado en profundidad en la última actualización Care tiene alguna dificultad con la metodología utilizada, lo que se puede resumir en los siguientes puntos:

- 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, por lo que no recoge el valor de las plantaciones que se realizan sobre los campos que se cosechan.
- El precio de la tierra se estima descontando su flujo de ingresos (renta forestal) al 8% suponiendo que durante todo el periodo aumenta apenas un 10,6% su precio, de forma tal que su valor a los efectos contables es de apenas 2.241 dólares/ha, un precio menor al de mercado según el propio tasador (2.881 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 59,75 millones de dólares en vez de 53,7 millones.

Para BM2C el valor del activo tierra solamente, según su metodología de cálculo, sería de 21,4 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 de 27,5 millones de dólares.

### **5. Riesgos considerados:**

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

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

## V. EL ENTORNO

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

Por políticas públicas se entiende no solo las domésticas sino las de los países con los que existe comercio. 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 que ha culminado las inversiones en campos y plantaciones. En lo que refiere al mercado internacional de los productos forestales, al menos hasta el momento, el cúmulo de barreras está 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 buena parte del año 2020, pero a partir de 2021 ha mostrado una marcada recuperación en la demanda y los precios han recuperado en gran medida los registros más elevados de los años más recientes.

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.

#### ***B) 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 más del 80% 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, ya que es el objetivo central de este fideicomiso. No obstante importa también el precio esperado por la madera con destino a celulosa ya que siempre un cierto porcentaje de la madera tiene ese destino, y particularmente en los primeros años es el destino más relevante.

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" y para imprimir.

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, esa tendencia de largo plazo puede verse afectada por coyunturas desfavorables que tengan efectos depresivos sobre la demanda y en consecuencia sobre los precios, como lo ocurrido entre 2019 y 2020. Fue así, que 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, prácticamente durante todo el año 2020. Esa caída coyuntural de precios se inicia como consecuencia de algunos conflictos comerciales entre EEUU y China, 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 inicialmente 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 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). Durante el 2021, superadas las dificultades citadas la demanda y los precios se recuperan sostenidamente para alcanzar en el segundo semestre del año a niveles muy cercanos a los más elevados de 2018.

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 comenzó antes que en el caso de la celulosa. 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 de ese año ya mostró un gran empuje, consolidando la recuperación que se mantuvo durante todo el año 2021. Por el momento ha mejorado la demanda y hay diversos mercados de exportación, sin embargo los precios aún se mantienen por debajo de los de 2017 y 2019.

Para el caso de la madera de pino aserrable, la demanda se recupera a partir de mediados de 2020 y ese comportamiento se mantiene durante 2021. En este rubro, si se observa un aumento significativo en los precios que contribuyen a verificar niveles récord de exportaciones en volumen y valor.

Para el largo plazo no existen elementos para suponer cambios en las tendencias planteadas en el prospecto de emisión, aunque no habría que descartar puntualmente coyunturas desfavorables como la verificada entre 2019 y 2020.

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.

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 Covid 19, lo que ha llevado al mundo a transitar por una crisis sin precedentes. En su último informe del julio de 2021 el FMI proyecta que la economía mundial crezca 6,0% en 2021 y 4,9% en 2022.

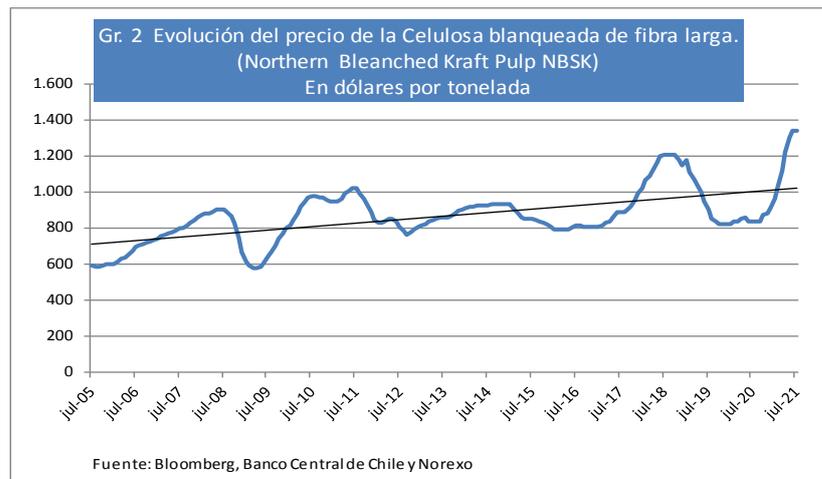


Según las últimas proyecciones del FMI para 2021, *“el pronóstico mundial para 2021 no ha variado con respecto al informe de abril de 2021. Las perspectivas de las economías de mercados emergentes y en desarrollo para 2021 se han revisado a la baja, especialmente para las economías emergentes de Asia. En cambio, las proyecciones para las economías avanzadas se han revisado al alza. Estas revisiones reflejan la evolución de la pandemia y los cambios en las políticas de apoyo. El aumento de 0,5 puntos porcentuales para 2022 se deriva principalmente de la revisión al alza del pronóstico de las economías avanzadas, particularmente Estados Unidos, que refleja la adopción prevista de legislación para proporcionar apoyo fiscal adicional en el segundo semestre de 2021 y una mejora de los indicadores sanitarios, en general, en todo el grupo.”*

Particular atención hay que tener con los precios, el FMI establece que *“las recientes presiones sobre los precios en gran parte reflejan la inusual evolución relacionada con la pandemia y los desajustes transitorios entre la oferta y la demanda. Se prevé que la inflación regrese a los rangos que se registraban antes de la pandemia en la mayoría de los países en 2022 una vez que estas perturbaciones vayan quedando reflejadas en los precios, pero persiste una gran incertidumbre.”*

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 toman como referencia en general para definir la tendencia (coníferas NBSK<sup>12</sup>), se ubican en la actualidad en el entorno de los 1.340 dólares la tonelada, superando ya los 1.230 dólares de fines del año 2018.

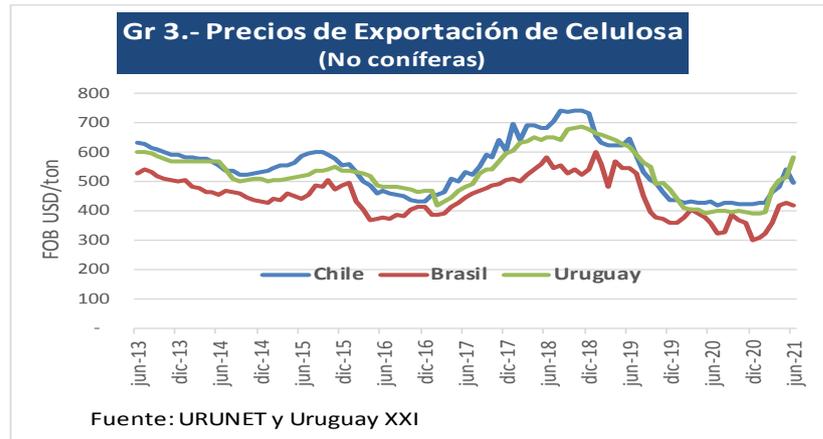


Luego de haberse mantenido relativamente estable y en valores bajos durante el año 2020, sobre fines de ese año y durante todo el 2021 se produce una marcada recuperación, que va en línea con el resto de las commodities (alimenticias y no alimenticias). Para el mediano plazo, los asesores de J.P.Morgan 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>13</sup> y la NBSK respectivamente.

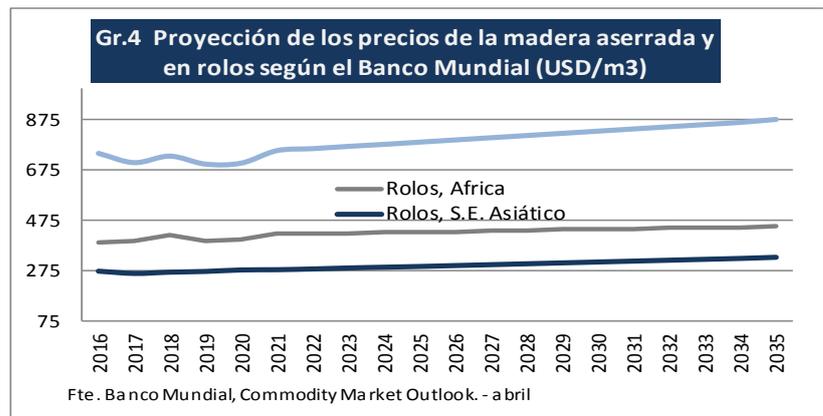
Las bruscas oscilaciones en los precios internacionales fueron recogidas por las exportaciones locales y regionales y de esta forma los precios regionales de las exportaciones de celulosa mostraron variaciones interanuales mayores al 30% entre enero de 2018 y diciembre de 2019. Para los tres países los valores FOB de las exportaciones se recuperan significativamente, pero aún estarían por debajo de los valores de fines de 2018. Para el caso de Uruguay, el precio FOB de exportación de la celulosa para el período enero-agosto de 2021 fue un 28% más elevado que el precio para el mismo período del año anterior.

<sup>12</sup>. Northern Bleached Softwood Kraft. Pulpa de celulosa blanqueada de fibra larga

<sup>13</sup>. Bleached Hardwood Kraft Pulp



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>14</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 2035, promediamente de un 1,0% acumulativo anual para rolos y un 1,2% 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 a esta coyuntura internacional para el rubro, se verifica en el Uruguay una recuperación importante de los ingresos por exportaciones forestales para el semestre del año 2021 respecto del mismo período del año anterior. Es así, que en los primeros 6 meses de 2021 se verifican aumentos en el valor de las exportaciones para todos los productos forestales.

<sup>14</sup> World Bank Commodity Price Forecast. Abril de 2021

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

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	1er sem 2020	1er sem 2021	Variación
Celulosa	1.266	1.222	1.310	1.660	1.527	1.107	562	644	15%
Rolos (excepto eucalipto)	1	5	88	150	89	132	50	128	155%
Tableros de madera contrachapados	62	58	64	76	55	67	29	60	108%
Chips (eucalipto y pino)	57	82	64	95	102	21	21	31	47%
Madera Aserrada coníferas y no coníferas	66	65	93	115	97	104	47	72	54%
Papel y Cartón	79	52	31	29	28	18	11	14	21%
Rolos de eucalipto	24	17	21	29	14	21	6	12	110%
<b>Total</b>	<b>1.555</b>	<b>1.500</b>	<b>1.670</b>	<b>2.156</b>	<b>1.914</b>	<b>1.471</b>	<b>726</b>	<b>961</b>	<b>32%</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.

Como puede observarse, el valor de las exportaciones de celulosa –principal producto de exportación- aumenta un 15%, explicado exclusivamente por los mayores precios internacionales ya que los volúmenes exportados se mantuvieron prácticamente invariables. El resto de los productos forestales (madera sólida, chips, tableros, etc), muestran incrementos de mayor magnitud, ya que en ese caso también hay aumento en los volúmenes exportados. De esta forma, para el sector forestal en su conjunto, el valor de las exportaciones viene siendo un 32% más alto en el primer semestre del año 2021 respecto del mismo período del año anterior.

Las exportaciones de rolos de Eucalyptus para aserrío mostraron una fuerte recuperación respecto a lo exportado en igual período en los últimos 2 años, aunque sin alcanzar aún el récord del año 2018. Se observa una mayor diversificación, en cuanto a los mercados, con la aparición de Malasia (5% del total exportado en valor), la disminución de la participación de China y el aumento de la participación de Vietnam y Camboya. La concentración continúa siendo elevada, con Vietnam, China y Camboya concentrando el 92% de las exportaciones en valor. El precio FOB medio ponderado de exportación de los rolos de Eucalyptus de aserrío se ubicó un 10% por debajo del de 2019.

Las exportaciones de pino continúan la tendencia al alza evidenciada en 2020, año en el cual se alcanzó un récord de las mismas. El volumen exportado en el primer semestre de 2021 fue un 32% más alto que el del mismo período del año anterior. De esta forma, siempre considerando los primeros semestres, las exportaciones de rolos de Pino alcanzaron el récord tanto en volumen como en valor, destacándose la consolidación de la recuperación respecto a la caída registrada en el primer trimestre del año anterior. A partir de 2020, se verifica un cambio relevante en el destino de las exportaciones de Pino. Previa a esa fecha casi totalidad de las exportaciones de Pino tenían como destino la China, pero a partir de 2020 aparece con fuerza el mercado de India que se transforma en el destino para el 40% de las exportaciones de rolos de pino.

## **B) El precio de la tierra**

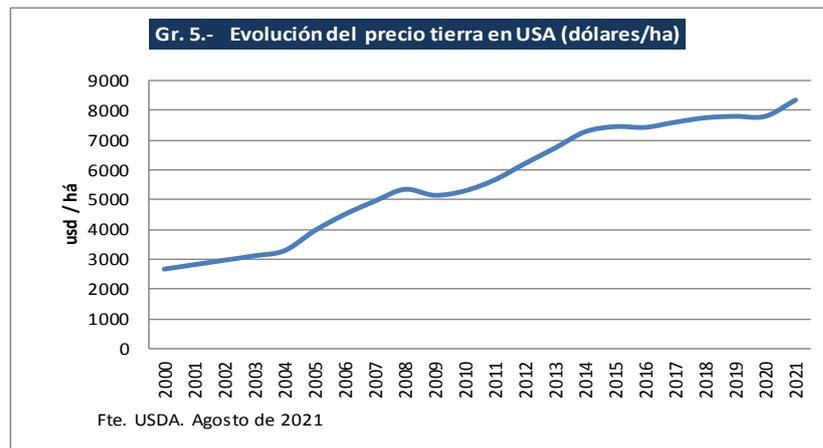
El precio de la tierra, el segundo en nivel de importancia, ha visto modificada su evolución de fuerte apreciación en dólares, con una caída a partir de 2015, y una insinuada estabilidad en los últimos años con las variaciones propias de un escaso número de operaciones; según reporta la Dirección de 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.

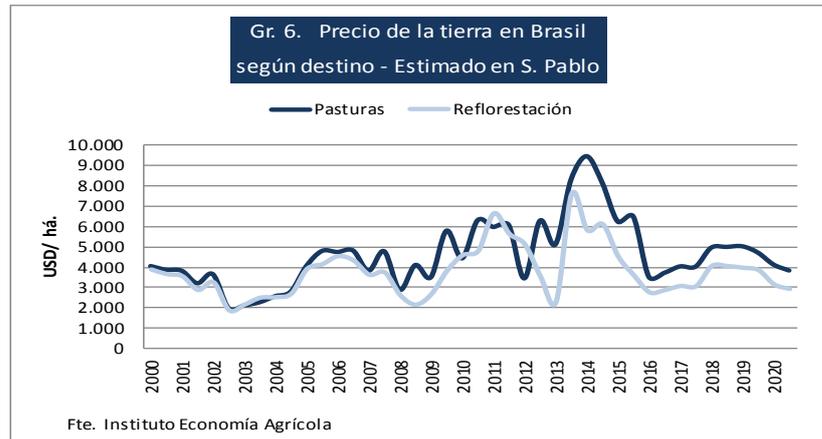
En lo que respecta al precio de la tierra en Estados Unidos, en lo que va del siglo XXI se observa una continua fase ascendente, con alguna excepción (2009 y 2015) en donde se verificaron mínimas reducciones, pero que no modifican la tendencia. El precio en Estados Unidos cayó únicamente en los primeros años de la década del ochenta ante el cambio de la política monetaria denominado "Plan 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.

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, el precio se mantiene incambiado en 2020 y en este último año 2021 el precio de la tierra promedio tuvo un crecimiento del 7%. Si se analiza por separado las tierras agrícolas de las ganaderas, las primeras tuvieron un aumento del 7,8% mientras que las segundas un 5,7%; esto se explicaría por los aumentos de precio de los productos agrícolas.



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 2020, último reportado por el Instituto de Economía Agrícola de San Pablo los precios de la tierra habrían caído en forma muy importante en dólares, un 18% para las tierras de pastoreo y un 21% para las de que tienen por destino la silvicultura y pasturas naturales. Esta caída se explica exclusivamente por la devaluación del real que entre 2020 y 2019 perdió más de un 30% de su valor frente al dólar. Por su parte, los precios en reales aumentaron un 7,6% en 2020 respecto de 2019.



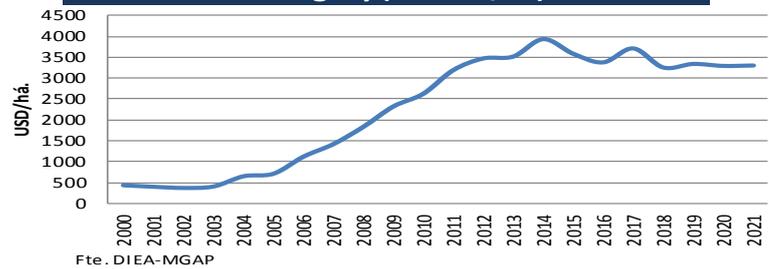
La particular situación de Argentina hace imposible disponer de una serie de precios actualizada y confiable de la tierra. La alta volatilidad de las políticas, las elevadas detracciones a las producciones agrícolas, los desajustes macroeconómicos y las restricciones al manejo de las divisas, generan 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 un 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%, en 2020 el precio promedio de la hectárea media del país vuelve a caer (-1,4%) y para el primer trimestre de 2021 DIEA reporta un leve incremento (0,3%)<sup>15</sup>.

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

<sup>15</sup> "Precio de la Tierra" Compraventas Primer Semestre de 2021, publicado el 27 de setiembre 2021.

**Gr. 7. Evolución del precio promedio de la tierra en Uruguay (dólares/ha)**



Existen otras fuentes de información realizadas por consultoras y operadores del mercado<sup>16</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>17</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 (16%). 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%) 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 52 años (1970 a 2021) la variación anual en períodos de 20, en donde se observa lo siguiente:

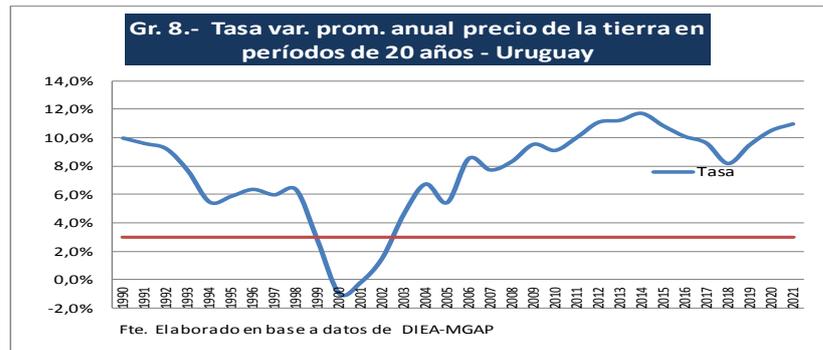
- En promedio, la evolución anual del precio de la tierra en períodos móviles de 20 años fue de 7,6%.
- La tasa anual de crecimiento solamente fue menor al 3% para el caso de los campos que se vendieran entre 2000 y 2002, o sea que se hubieran comprado entre 1980 y 1982.
- Para el resto del período, el crecimiento anual del precio de la tierra supera el 3%.

<sup>16</sup>. SERAGRO, Agroclaro y operadores privados

<sup>17</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)

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 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 11% 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 calificador de CARE entiende que la Emisión califica en la categoría BBB+.uy de la escala del Manual de CARE<sup>18</sup>.

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrian Tamber

<sup>18</sup> **BBB+.uy**. Se trata de instrumentos emitidos por empresas o sociedades que presentan un riesgo medio-bajo para la inversión. Su capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados es buena. El propio papel, la condición de la empresa, la calidad del proyecto y las características del entorno, dan en conjunto moderada satisfacción a los análisis practicados, sin perjuicio de alguna debilidad en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo (papel, proyecto, empresa, entorno). Podría incrementarse el riesgo del instrumento ante eventuales cambios previsibles en el proyecto tal como fue presentado, en la sociedad emisora, en el sector económico a la que pertenece, o en la economía en su conjunto. La probabilidad de cambios desfavorables previsibles en el entorno es de baja a media - baja, y compatible con la capacidad de la empresa de manejarlos aunque incrementando el riesgo algo más que en las categorías anteriores. **Grado de inversión mínimo. La inclusión del signo + indica que la calificación se acerca más a la categoría superior.**