

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

Montevideo, octubre de 2018

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
24	V EL ENTORNO
30	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

**Actualización de la Calificación de la Emisión de CPs Oferta Pública
Del Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay III
04-de octubre -2018**

Denominación:	Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay III
Fiduciario:	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión.
Operador (Administrador) y Organizador:	Agroempresa Forestal S.A.
Agente de Registro y Pago:	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión
Entidad Representante:	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.
Títulos emitidos:	Certificados de participación
Moneda:	Dólares americanos
Importe de la emisión:	USD 190.000.000
Fecha de emisión:	6 de diciembre de 2016
Plazo:	Pazo de la emisión: 20 años
Distribuciones:	Según resultados acumulados de acuerdo a procedimiento establecido.
Activos del Fideicomiso:	El Fideicomiso invierte en la creación de un patrimonio forestal. Esto incluye la compra y/o arrendamiento de inmuebles rurales y la plantación de los montes.
Manual utilizado:	Manual de Calificación de Finanzas estructuradas administradas por terceros
Calificación de Riesgo:	BBB+ (uy) ¹
Vigencia:	30 de abril de 2019
Comité de Calificación:	Ing. Julio Preve, Ing. Agr. Adrián Tamber y Cr. Martín Durán Martínez

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

Resumen General

CARE ha actualizado la calificación de los certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero Bosques del Uruguay III manteniendo la calificación BBB+ (uy) de grado inversor.

A modo de resumen, los aspectos salientes de la calificación son:

- Un negocio compuesto por la adquisición de 44.492 hectáreas; la superficie ya plantada es de 25.121 hectáreas, y hay 3.451 hectáreas para plantar, lo que arrojará un aprovechamiento promedio de 64%.
- 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 en el mismo sentido que en el punto anterior, diversas pruebas; y que al mismo tiempo se destaca por el nivel de cobertura de múltiples variables consideradas. Incluso se realizó una nueva estimación satisfactoria del Costo de Oportunidad del Capital, recogiendo las variaciones en la tasa de interés internacional y en el riesgo país.
- En sus líneas fundamentales repite otros dos con el mismo negocio y actores intervinientes, en los que se viene cumpliendo a satisfacción los planes de negocios establecidos. En este caso además se planteó adquirir una extensión de tierras con un negocio en marcha, con la cual se mitigan considerablemente los riesgos de adquisición y plantación.
- Los informes del Operador (Agroempresa Forestal SA) y del comité de vigilancia, resultan satisfactorios para la marcha del proyecto. Esto ha sido debidamente corroborado en el campo por profesionales de CARE que visitaron algunos establecimientos en enero de 2018. Los informes que se encuentran en poder de CARE, confirman el buen estado de los montes así como también una adecuada gestión.
- Con fecha 16 de abril de 2018 se realizó una asamblea de titulares de los Certificados de Participación en la que por unanimidad se decidió aprobar la compra del establecimiento Cruz Roja que es propiedad del Fideicomiso Financiero "Bosques del Uruguay II", contando ello con el visto bueno del Comité de Vigilancia. Este predio tiene un total de aproximadamente 1.800 háts de las cuales 1.350 son forestables de las cuales casi un 90 % ya están plantadas. De concretarse la venta se modificarían las áreas plantadas de ambos fideicomisos, sus patrimonios, los flujos financieros y posiblemente también las TIRs esperadas, de lo que informará oportunamente el operador y se dará cuenta en posteriores actualizaciones.
- 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).

- En el correr del primer año desde la emisión, se completó la compra de predios ya forestados, por lo que se está dando cumplimiento a las exigencias de desempeño mínimo, en este aspecto.
- La tasación de los campos y los montes del Fideicomiso al 31 de diciembre de 2017 arroja un valor total de USD 173,7 millones, siendo ésta la primer tasación que se dispone.
- Aunque los precios de los commodities agrícolas han registrado un descenso en años recientes, desde hace ya algún tiempo las proyecciones más confiables señalan una relativa estabilidad de los mismos. En particular, la celulosa y los productos forestales han mostrado una clara recuperación, separándose del resto de las commodities, en respuesta a una demanda muy sostenida. En la Sección V se actualiza la información y se profundiza sobre este aspecto, en particular la evolución del precio de la tierra y de la madera.
- No se advierten amenazas en lo que respecta a las políticas públicas.

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 III", por un valor nominal de USD 190.000.000 (ciento noventa millones de dólares).

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 futuras no se vincularán 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 el Cr. Martín Duran, el Ing. Agr. Adrián Tamber y el Ing. Julio Preve. CARE contrató los servicios del Dr. Leandro Rama para la evaluación del riesgo jurídico en ocasión de la calificación original cuyo informe se adjuntó en Anexo I de la misma². Asimismo CARE contrata regularmente a la Ing. Agr. Martha Tamosiunas para los informes de campo.

² Disponible en www.care.com.uy

Más allá de las actualizaciones de norma la calificación puede variar ante la aparición de hechos relevantes.

2. Antecedentes generales y hechos salientes del período

Como antecedente más relevante de la emisión que se califica hay que mencionar a los Fideicomisos Financieros Forestales Bosques del Uruguay I y II, que emitieron certificados de participación en agosto de 2011 y en octubre de 2014 por un monto de 50 y 70 millones de dólares respectivamente. Estos fideicomisos, con idéntica administración que la del presente, vienen cumpliendo a entera satisfacción con los planes de negocios originales, análogos al que se presenta en esta oportunidad.

El Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay III 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.

El Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay III, quedó constituido el 22 de agosto de 2016, 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".

Las principales características del proyecto son:

- Adquisición de campos mayoritariamente forestados o a forestar. Con el monto de la emisión fue posible adquirir una superficie de 44.492 hectáreas de las cuales el 56% se encuentren forestadas con las especies comerciales de mayor implantación en el Uruguay, a saber Eucalyptus sp. y Pino sp. Se prevé plantar 3.450 hectáreas adicionales para llegar a un 64% de superficie forestal. Las plantaciones se encuentran –tal como se preveía en el proyecto- a mitad de su ciclo productivo, en términos generales.
- Los predios adquiridos, 43 en total, tienen una alta proporción de pino. El plan de negocios plantea cortar los pinos al final de su ciclo y cambiar por Eucaliptus grandis y dunnii. Incluso algunos montes de pino de escaso desarrollo y que habían estado mal mantenidos se cortarán antes del fin de su ciclo, para replantar esas superficies con eucaliptus.
- Ubicación del proyecto en la zona centro-este del país, con la siguiente distribución: Cerro Largo (38%), Lavalleja (24%), Treinta y Tres (19%), Florida (17%) y Rocha (2%), por ser una zona de gran potencial para la explotación forestal.
- El stock de montes forestales al 30 de junio de 2018 es de 25.121 hectáreas. La distribución de especies es: Pinus taeda (53%), Eucalyptus dunnii (19%), Eucalyptus globulus (16%), Eucalyptus grandis (5%), Pinus elliotii (2%), y otras especies de Eucalyptus (5%).
- Con respecto a los ingresos, el prospecto proyectaba que del total estimado por ventas, un 70-80% corresponderá a la venta de madera y/o bosques en pie, un 20% a 25% a la venta de la tierra al final del proyecto, y menos del 1,5 % a ingresos por venta de bonos de carbono y pastoreo.

- Los objetivos trazados para el 2018 se centraron en promover el crecimiento de los árboles y alcanzar los estándares de producción y calidad de madera del proyecto, en fortalecer las medidas de protección y en asegurar el correcto mantenimiento de los activos inmuebles. En tal sentido, las actividades realizadas se concentraron en:
 - o Tareas de mantenimiento de plantaciones realizadas en el 2017 y otoño 2018.
 - o Laboreos y preparación de tierras para la plantación de primavera 2018.
 - o Se realizaron tareas de mantenimiento de caminería, cortafuegos y alambrados.
 - o Se realizaron importantes intervenciones en cosecha para pulpa con destino de la planta de Montes del Plata y también se realizó cosecha de madera para exportación.
 - o Se mantuvieron las tareas de poda y raleo en pino.
- En el primer semestre de 2018 se avanzó en la tala rasa de pino y de Eucalipto para exportación, habiendo sido los volúmenes extraídos un 59% superiores a los presupuestados inicialmente. Los precios obtenidos para la categoría de eucaliptos +40, fueron mayores a los presupuestados (190,1 USD/m3 frente a los 175 presupuestados).
- El ritmo de plantación de nuevos montes al 30 de junio de 2018 ha sido menor al presupuestado, debido a que las escasas precipitaciones registradas sobre fines de 2017 y principios de 2018 determinaron que recién se pudiera comenzar a plantar sobre mediados de marzo 2018.
- Se ha retrasado la eliminación de 1.200 hectáreas de pino que van a ser sustituidos por Eucaliptus. Los precios de mercado del pino están deprimidos y no ha sido posible realizar esta operación de forma rentable. Esta actividad ha sido postergada para el 2do semestre y dependerá de la mejora en los precios del pino que la misma se realice.
- En este período se sustituyó la firma de auditores de los estados contables del Fideicomiso.
- La Ing. Martha Tamosiunas a pedido de la calificadoradora visitó en enero de 2018 los predios Manolete, Santa Fe, Las Urracas y Casa Bonita, donde se realizaron las nuevas plantaciones (963 has). El informe en sus conclusiones finales dice *“Se considera que las plantaciones están en condiciones de desarrollarse con buenas probabilidades de éxito y lo ha demostrado por el excelente desarrollo de algunos de los rodales que superan la media de la zona en cuanto a altura y diámetro. La empresa ha demostrado capacidad de avance en los procesos propuestos, las actividades se ejecutan con una alta calidad y con un cronograma ajustado a lo informado.”*

- Más allá de la firma del contrato con la empresa finlandesa UPM ya mencionado en la anterior actualización, las expectativas de nuevas oportunidades para la forestación estaría presionado los precios de las tierras forestales al alza.
- En el mes de setiembre de 2018 se realizó la última integración de fondos (Capital call) al Fideicomiso por U\$S 8.997.000, por lo que se completó la emisión.
- Con fecha 16 de abril de 2018 se realizó una Asamblea de Titulares de los Certificados de Participación en la que por unanimidad se decidió aprobar la compra del establecimiento Cruz Roja que es propiedad del Fideicomiso Financiero "Bosques del Uruguay II", contando ello con el visto bueno del Comité de Vigilancia.

3. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- Estados contables intermedios de EF Asset Management al 30/06/2018.
- Estados contables intermedios del Fideicomiso al 30 de junio de 2018
- Balance de Agroempresa Forestal al 31 de diciembre de 2017, con informe de auditoría
- Informe del primer y segundo trimestre de 2018 de Agroempresa Forestal
- Entrevistas con Agroempresa Forestal
- Calificación de los Fideicomisos Financieros Forestales Bosques del Uruguay I y II realizadas por CARE y sus sucesivas actualizaciones.
- Acta de Asamblea de Titulares del 16/4/2018

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 III, 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 III

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

Operador administrador: Agroempresa Forestal S.A.

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

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

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

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

Títulos a emitirse: Certificados de participación

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

Moneda: Dólares

Importe de la Emisión: USD190.000.000

Fecha de emisión: 6 de diciembre de 2016

Plazo de la emisión: 20 años.

Distribuciones: Según resultados acumulados de acuerdo a procedimiento establecido

Calificación de Riesgo: BBB+(uy)

2. El análisis jurídico

El análisis jurídico procura descartar cualquier eventualidad de conflictos derivados por ejemplo de la construcción jurídica, los contratos respectivos, el cumplimiento con normas vigentes, etc³.

El informe recorre las contingencias objetivas y subjetivas de los contratos y finalmente concluye: **“...En conclusión y contemplando todos los aspectos involucrados, el negocio fiduciario cuenta con un razonable grado de cobertura, no advirtiendo riesgos sustanciales asociados a contingencias jurídicas en el proceso de emisión”**

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 y II se concluye que *el riesgo jurídico de estructura se considera casi nulo.*

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

³. Ver Anexo I de la calificación original, disponible en care@care.com.uy

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.

Situación económica y financiera

El análisis de los EE.CC intermedios al 30 de junio de 2018 sigue mostrando una sólida situación de solvencia. El ratio de liquidez se mantiene por debajo de la unidad. Cabe mencionar que el activo no corriente se compone en buena medida por los depósitos en garantía a que está obligada la firma, según normativa vigente, por los fideicomisos que administra y en consecuencia son de disponibilidad restringida. Esto explica los pasivos financieros, que son contraídos para constituir estas garantías y que una vez liberadas, los mismos son cancelados. En cuanto a la eventual necesidad temporal de fondos para atender obligaciones de corto plazo, la firma cuenta con financiamiento con partes relacionadas por lo que el riesgo de liquidez es muy acotado.

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

Concepto	30/6/2018	31/12/2017	31/12/2016
Activo Corriente	12.976	9.391	12.515
Activo no Corriente	93.810	81.968	79.870
Total Activo	106.786	91.360	92.385
Pasivo Corriente	16.861	13.068	12.998
Pasivo no Corriente	62.779	52.817	55.330
Total Pasivo	79.641	65.885	68.328
Patrimonio	27.145	25.474	24.056
Total Pasivo y Patrimonio	106.786	91.360	92.385
Razon Corriente	0,77	0,72	0,96

Fuente: EE.CC EFAM

Los resultados parciales de la firma a junio de 2018 muestran un ligero descenso respecto al mismo periodo del año anterior.

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

Concepto	30/6/2018	30/6/2017	31/12/2017
Ingresos Operativos	23.796	19.295	38.189
Gastos Adm. y Vtas.	(21.368)	(15.799)	(33.804)
Resultado Operativo	2.428	3.496	4.385
Resultados Financieros	(93)	(1.027)	(1.647)
Resultados antes de impuestos	2.335	2.469	2.738
IRAE	(664)	(693)	(1.040)
Resultado del período	1.671	1.776	1.699
Res Operativos/Ingresos	10,20%	18,12%	11,48%
Res Ejercicio/Ingresos	7,02%	9,20%	4,45%

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 dos análogos a este (BDU II y BDU III) 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 puede decir que 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 opera en más de 100.000 hás.

Estructura de dirección: El Directorio está integrado únicamente por Francisco Bonino quién a su vez es el Presidente y además ejerce la dirección ejecutiva. Francisco Bonino es Ingeniero Agrónomo-MBA.

Gerencias: Existe una gerencia general por país, encargada de la gestión integral de cada unidad de negocios. Ocupa el cargo de Gerente General en Uruguay el Ingeniero Industrial Mecánico-MBA Dan Guapura desde el año 2012. Es Industrial Mecánico, egresado de la Facultad de Ingeniería de la UDELAR, y es Master en Business Administration de la Universidad ORT. En el pasado ocupó cargos gerenciales en diversas empresas de gran porte.

Operaciones: AF se maneja con un esquema de estructura de RR.HH calificada pero relativamente pequeña, tercerizando muchas de las funciones propias de su actividad. Sus operaciones están certificadas bajo la norma ISO desde el año 2004, poseyendo procedimientos de trabajo, controles de calidad, registros de no conformidades y 2 auditorías por año para asegurar un standard de gestión estable. Además, los bosques que AF administra han sido certificados por el FSC (Forest Stewardship Council) desde hace más de 10 años lo que permite mostrar un nivel de gestión auditado externamente en todas las áreas de desempeño (ambiental, social, económica y administrativa).

Gestión Comercial: AF ha cosechado y vendido más de 1.8 millones de m3 durante los últimos 10 años.

Gestión Administrativa: Como consecuencia de trabajar para distintos fondos con diferentes estándares desarrolló un equipo capacitado para el cumplimiento de las tareas de reporting contable y financiero. AF incorporó el sistema ERP de Bit Sistemas para la gestión contable, stocks, proveedores y tesorería. Posee un software propio para la gestión de contratos, control de operaciones y stocks que permite vincular cada actividad con la sección del bosque donde ocurre. En 2014 incorporó el sistema Neozelandés GEOMASTER que organiza la información forestal y cartográfica de cada fondo administrado, permitiendo el rápido acceso al historial de cada lote o el manejo futuro del mismo. Además utiliza ArcGis para la gestión de la cartografía que es realizada por un equipo propio y especializado en este tema.

Estructura del Grupo

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.

Situación económica financiera

La firma cierra balance el 31 de diciembre; en la oportunidad se contó con el último cierre a diciembre de 2017 con informe de auditoría independiente. De la lectura de dichos EE.CC se concluye que la firma sigue manteniendo niveles de solidez suficientes como para hacer pensar que tampoco desde este punto de vista está en riesgo la marcha del proyecto.

Por lo expuesto, agregado al hecho que CARE califica otros dos fideicomisos similares a este, gestionados por el mismo operador con desempeño también satisfactorio, se considera que AF sigue estando capacitada para gestionar esta operación.

El Fideicomiso

Con fecha 22/8/16 se celebró el contrato de fideicomiso cuya inscripción fue autorizada por el BCU con fecha 16/11/16. El 6/12/16 se llevó a cabo en BEVSA la colocación de u\$s 190 millones en Certificados de Participación (CP's).

De los u\$s 190 millones suscriptos, al 30/6/18 fueron emitidos e integrados al Fideicomiso u\$s 181.003.000 (95,2 %); el saldo y hasta completar la suscripción fue emitido en el mes de setiembre por lo que no figura en los presentes EE.CC.

El ejercicio contable cierra los 31 de diciembre mientras que el ejercicio fiscal lo hace los 30 de junio.

Es de hacer notar que luego del cierre del ejercicio 2017 auditado por la firma Ernest & Young Uruguay se cambió de firma y a partir de entonces la auditoría está a cargo de Deloitte. Una de las consecuencias es la modificación en la presentación de los EE.CC; por ejemplo, los EE.CC intermedios (con revisión limitada realizada por Deloitte) se presentan en dos versiones, en la moneda funcional (u\$s) y en la moneda legal (\$). Por considerarlo más representativo de la evolución del proyecto, de aquí en más se informarán los EE.CC presentados en u\$s por lo que en esta ocasión, el comparativo se hará únicamente respecto al periodo inmediatamente anterior.

En los cuadros siguientes se ilustra el estado de situación y de resultados del Fideicomiso al 30/6/18.

Cuadro 3: Estado de Situación Fideicomiso (miles u\$s)		
Concepto	30/6/2018	31/12/2017
Activo	196.079	198.003
Activo Corriente	10.837	10.642
Activo no Corriente	185.243	187.360
Pasivo	8.760	4.582
Pasivo Corriente	1.903	1.477
Pasivo no Corriente	6.857	3.104
Patrimonio	187.319	193.421
Pasivo y Patrimonio	196.079	198.003
Razón Corriente	5,69	7,21

Fuente: EE.CC del Fideicomiso

Con los fondos integrados, el Fideicomiso adquirió tierras, en parte forestadas, registrándose al cierre de junio de 2018, según Notas a los EE.CC, 25.121 hás plantadas de una superficie total de, aproximadamente, 44.500 hás. En el semestre se produjeron altas por incorporación de Activos Biológicos del orden de u\$s 3.3 millones mientras que hubo reducciones del orden de u\$s 5.5 millones por concepto de explotación (cosecha)

De acuerdo a las cifras del cuadro precedente, puede observarse que el patrimonio contable, es superior a la cantidad de CP's efectivamente integrados.

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

Concepto	30/6/2018	30/6/2017
Ingresos operativos	6.371	99
Costo de los bienes vendidos	(6.321)	(1)
Resultado bruto	51	99
Gastos Administración y Ventas	(2.303)	(1.689)
Resultados Financieros	179	76
Resultado del periodo antes IRAE	(2.073)	(1.514)
IRAE	(4.028)	477
Resultado del periodo	(6.102)	(1.037)
Otro resultado integral del periodo	-	-
Resultado integral del periodo	(6.102)	(1.037)

Fuente: EE.CC del Fideicomiso

En este semestre el fideicomiso inició sustancialmente su operativa comercial; de ahí la explicación en la variación de cifras respecto al mismo periodo del año anterior. No obstante, los resultados parciales del ejercicio en curso son aún deficitarios lo cual, dadas las características del negocio forestal, se considera normal hasta tanto las plantaciones no alcancen la plena madurez.

Por otra parte, se recuerda que las variaciones en los activos biológicos, así como en la valorización de la tierra, se realizan una vez al año previo al cierre de diciembre por lo que estos EE.CC no recogen dicha variación.

Riesgos considerados

Riesgo jurídico, por incumplimiento de alguna disposición por parte del fiduciario o del administrador. El mismo se encuentra pormenorizadamente analizado y acotado en los contratos analizados. *Riesgo casi nulo.*

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 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 administrador forestal, se encuentra también previsto en el contrato en función de diversos resultados, circunstancias y eventual vacancia de parte del actual presidente de AF Ing. Francisco Bonino. *Riesgo muy bajo.*

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

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

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

Las proyecciones que se presentaron en su momento en el prospecto lo hicieron por un período igual a la duración del negocio, o sea 20 años. Y los supuestos utilizados en las proyecciones fueron considerados como razonables por CARE.

El Proyecto planteado en el prospecto sobre la base de esos supuestos presenta una Tasa Interna de Retorno del 9.19 % para el Inversor. Es importante aclarar que las proyecciones no consideran ninguna obra de infraestructura de transporte en los próximos 21 años, lo que implica un supuesto por demás conservador debido a que la disminución en el costo del transporte incrementaría de forma importante el retorno de la inversión.

Cuadro 5. Valores máximos, mínimos y promedios para la TIR el VAN

	Mínimo	Promedio	Máximo
TIR proyecto	8.65%	9.95%	11.45%
VAN (millones US\$)	16.18	52.31	104.15
TIR inversor	8.01%	9.19%	10.56%

Fuente: Prospecto de Emisión

Si bien, como ya se ha expuesto CARE considera que los supuestos utilizados fueron razonables, igualmente el flujo de fondos esperado fue sometido en oportunidad de la calificación original a diferentes análisis de sensibilización, que siguen siendo válidos, no existiendo por el momento necesidad de realizar nuevas simulaciones.

El Prospecto de Emisión presentó un análisis de sensibilidad apoyado en el método de simulación Monte Carlo, el que consiste en asignar distribuciones de frecuencia a algunas variables exógenas del modelo, de forma de generar aleatoriedad al análisis.

Se sometió el flujo de fondos a efectos adversos en cuanto a:

- la tasa de crecimiento de los bosques,
- el valor de compra de las tierras, y de
- los costos operativos,

Resultó que la TIR muestra un rango de entre 8,01% y 10,6%, según diversas opciones productivas, y sensibilizaciones realizadas.

Por su parte, CARE también realizó en esa oportunidad, un análisis de sensibilidad apoyado en el método de simulación Monte Carlo, optando por sensibilizar a los precios posibles de la madera, según especie o destino y a distintas tasas de crecimiento de la madera; restándole importancia al valor de compra por ser un valor relativamente más previsible.

Los resultados mostraron que en el caso de la TIR del proyecto, la media se ubicó en 9,18%, el mínimo en 7,73% y el máximo en 10,57%. A su vez en el 90% de los casos la TIR del proyecto se ubicó entre 8.53% y 9.87%, y para el 99% de los casos se ubicó por encima de la tasa de descuento adoptada (8%).

En el caso del VAN del proyecto con una tasa de descuento del 8% la media se ubicó en USD 30.878.380, el mínimo en USD -6.467.068 el máximo en USD 71.997.070. A su vez en el 90% de los casos el VAN del proyecto se ubicó entre USD 13.185.570 y USD 50.796.710 y para el 99% de los casos el VAN fue positivo, lo que equivale a decir lo que se adelantara en el párrafo anterior, que la TIR se ubicó en esos casos por encima de la tasa de descuento adoptada.

Para el caso de la TIR del inversor, la media se ubicó en 8,48%, el mínimo en 7,18% y el máximo en 9,71%. A su vez en el 90% de los casos la TIR del proyecto se ubicó entre 7,9% y 9,09%. y para el 91.2% de los casos se ubicó por encima de la tasa de descuento adoptada (8%).

2. Nueva estimación del Costo del Capital y Valor Presente Neto del Proyecto

Con el objetivo de testear algunos supuestos introducidos en las proyecciones del plan de negocios presentado en ocasión de la calificación original CARE profundizó el análisis del costo de oportunidad del capital para descontar los flujos de fondos⁴. Para ello se calculó el costo promedio ponderado del capital (WACC⁵) del presente proyecto.

El punto fundamental para el cálculo del WACC, cuando no existe endeudamiento, es la estimación de la retribución de los fondos propios. Para esto se utilizó 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. 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.

rf: tasa libre de riesgo

E(Rm) – Rf: Prima de Riesgo país. Es el premio por riesgo específico al mercado que opera el proyecto.

Erp: Prima por riesgo específico a la compañía o proyecto evaluado

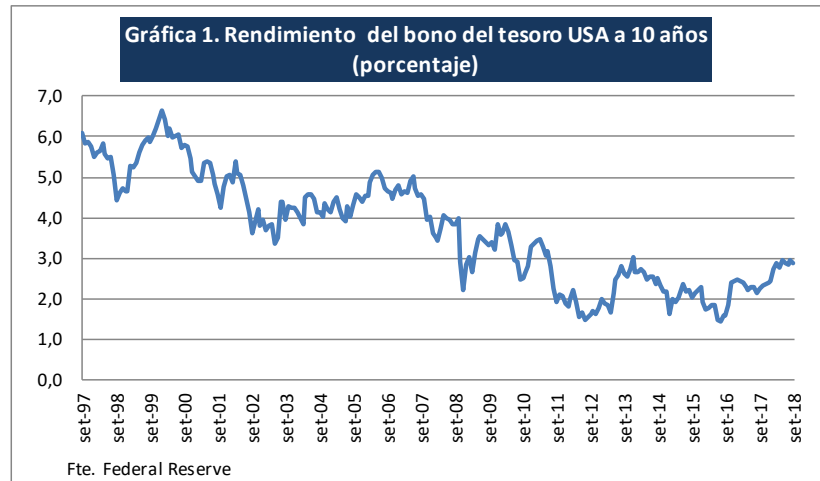
⁴ El prospecto de emisión supone una tasa de descuento del 8%.

⁵ Weighted Average Cost of Capital

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

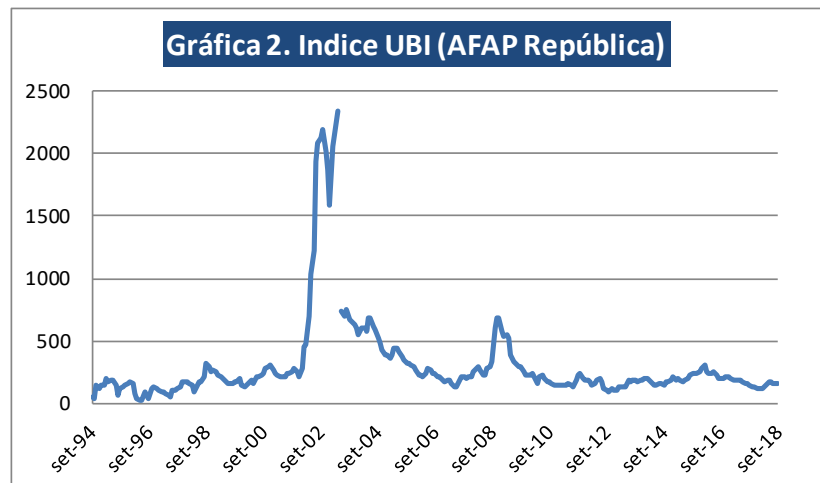
⁷ Se consideraron los betas promedio de empresas de producción primaria de bienes agrícolas en mercados emergentes según A. Damodaran

Para efectuar este cálculo se opta normalmente por utilizar los promedios de 20 años de los rendimientos de los Treasury Bonds 10 Years de la Reserva Federal de los Estados Unidos. Ese promedio resulta exigente respecto al costo de oportunidad del capital, dado que incluye valores de fines de la década de los noventa y comienzos de la década del 2000, en que el rendimiento se ubicaba entre 5 y 7%, cuando en los últimos diez años, ese rendimiento se ubicó en 2,48% y a setiembre de 2018 se encuentra casi en un 3%.



Se entiende en general, que si bien es razonable esperar que continúen creciendo las tasas de interés en el corto plazo, no se espera que alcancen niveles tan altos como en el pasado.

Por su parte el riesgo país, medido a través del índice UBI de República AFAP, también incorpora datos "anómalos" cuando se incluye el 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.



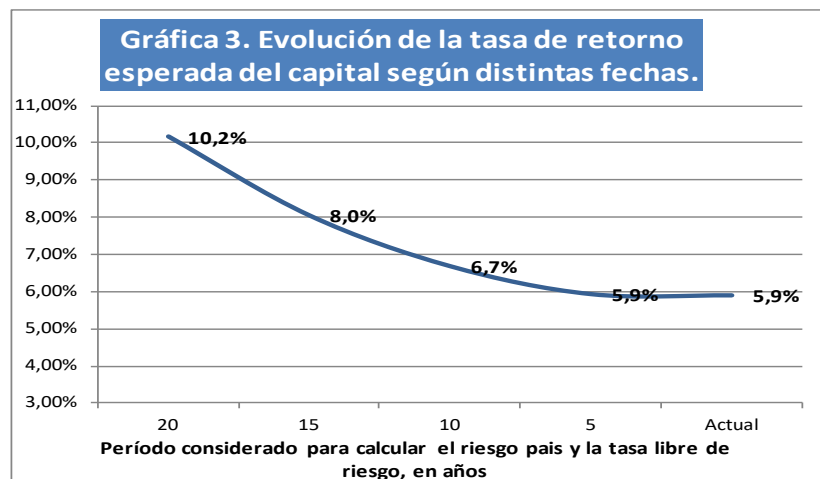
⁷. Se consideraron los betas promedio de empresas de producción primaria de bienes agrícolas en mercados emergentes según A. Damodaram

En esta ocasión y a la luz de estas discusiones, se calculó el $E(r_f)$ en distintos escenarios (el parámetro "beta unlevered" de Damodaram, se ha mantenido incambiado desde la última actualización 0,92).

Por estos motivos, a los efectos de calcular estos indicadores se tuvieron en cuenta en primer lugar los niveles de riesgo actuales, 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 2,86% un valor menor al promedio de los últimos años pero superior al de los años más recientes, previéndose mayores subas en el corto plazo. Para el riesgo país (índice UBI), se consideraron 158 puntos básicos, un valor sensiblemente más bajo que en el pasado reciente, pero que responde a la situación actual.

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 5,90% sensiblemente más alta (1,3% más) que en nuestra anterior estimación, explicado básicamente por un aumento en los rendimientos de los bonos del tesoro de los EEUU y un aumento en el riesgo país de Uruguay. Este valor igualmente sigue siendo muy inferior a la TIR esperada del inversor para la última estimación realizada (11,77%), lo que nos indicaría que la tasa prevista es superior a la teórica. 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.

Como ya fuera dicho, el costo de oportunidad del capital propio ha aumentado en estos últimos meses. En este sentido interesa comparar los niveles actuales con los que cabía esperar con los valores promedio de los últimos 20, 15, 10 o 5 años. Puede verse claramente que si bien el costo de oportunidad ha aumentado en forma importante, apenas estaría alcanzando el valor del promedio de los últimos 5 años y se mantiene por debajo de los valores esperados para períodos más largos.



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 especialmente sensibles a las acciones llevadas a cabo por el operador en los inicios del mismo: compra de tierras, establecimiento de los montes, costos operativos, cosecha y venta, etc.

El nivel de satisfacción de lo realizado respecto a lo proyectado inicialmente es alto, como se evidencia en el cuadro siguiente:

Cuadro 6. Cumplimiento del proyecto al 30 de junio de 2018		
Concepto	Presupuesto	Logrado
Precio de la tierra (USD/ha)	2.790	2.552
Precio por ha forestable	4.429	3.988
Distancia a Montevideo (km)	269	269
Aprovechamiento forestal (%)	60-65%	64%
Área total	42.000	44.492

Fuente: el operador

En el cuadro siguiente se presenta información sobre la superficie actual de montes por especie y por departamentos, la cual está constituida por 43 establecimientos.

Cuadro 7. Distribución del área plantada en hectáreas por departamento y especie							
Departamento	Superficie plantada por especie						TOTAL
	P.Taeda	P.elliottii	E.Dunnii	E. Globulus	E.Grandis	Otros Euc.	
Cerro Largo	8.388	306	45		864	4	9.607
Florida			1.752	905	185	323	3.165
Lavalleja			2.817	2.610	170	920	6.517
Rocha			56	495		19	570
Treinta y Tres	4.837		165				5.002
Total	13.225	471	4.670	4.010	1.219	1.266	24.861

Fuente: Indufor (al 31 de diciembre de 2017)

Se proyecta la plantación de unas 3.600, hectáreas que en muchos casos no se trata de nuevas áreas, sino de replantaciones en montes recientemente cosechados y a cosechar.

Las exigencias mínimas de cumplimiento establecidas⁸ se adecúan a las características del proyecto, en tanto complementa las exigencias de compra de tierra e implantación -ya que se compra la mayor parte ya plantado-, con exigencias en dos aspectos:

- Cumplimiento del presupuesto anual
- Incremento Medio Anual ("IMA") de los Bosques

En el caso del IMA, el contrato establece que las mediciones del IMA se realizarán a partir del año 5 para el Eucaliptus y 7 para el Pino, por lo que no corresponde considerarlo en esta oportunidad.

En el caso del cumplimiento anual del presupuesto, el contrato establece que "el Administrador deberá ejecutar con un desvío no superior al 25% el Presupuesto Anual". La información disponible para esta actualización es para

⁸ Cláusula 10 del Contrato de Fideicomiso

el primer semestre del año, por tal motivo el nivel de cumplimiento se analizará a fondo en el próximo informe. No obstante, se presenta a continuación la marcha del presupuesto al 30 de junio de 2018.

En el caso de las ventas en el primer semestre del año han avanzado a muy buen ritmo y el volumen extraído a sido un 59% superior al presupuestado. Asimismo se destaca que el precio de la categoría +40 ha sido un 9% superior al proyectado, mientras que el resto de los valores se han mantenido dentro de lo previsto.

Se estima que el cierre del año se completarán ventas por 23 millones de dólares, acumulando un desfase del 5% menor respecto de lo presupuestado. La merma en las ventas anuales sería consecuencia de una reducción estimada en el volumen de cosecha.

Cuadro 8. Ventas estimadas el cierre del año 2018 por destino y tipo (Área, volumen y valor US\$)

Ventas	Volumen físico (m3)			Monto total (USD)			Monto por m3		
	Estimado	Presupuesto	Diferencia	Estimado	Presupuesto	Diferencia	Estimado	Presupuesto	Diferencia
Raleo Pino	17.996	20.996	(3.000)	709.041	827.241	(118.200)	39,4	39,4	-
Tala rasa Pino	62.567	62.567	-	2.876.522	2.876.522	-	46,0	46,0	-
Eucaliptus +40	7.778	8.188	(410)	1.361.172	1.432.813	(71.641)	175,0	175,0	-
Eucaliptus +30	24.346	25.627	(1.281)	3.822.267	4.023.439	(201.172)	157,0	157,0	-
Eucaliptus +20	8.455	8.900	(445)	1.099.088	1.156.935	(57.847)	130,0	130,0	-
Tala rasa Euc. Grandis Pulpa	14.775	14.072	703	856.954	816.147	40.807	58,0	58,0	-
Tala rasa Euc. Globulus Pulpa	158.087	168.178	(10.091)	12.488.901	13.286.065	(797.164)	79,0	79,0	-
Total	294.004	308.528	(14.524)	23.213.945	24.419.162	(1.205.217)			

Fuente: El Operador

Los gastos de cosecha en el primer semestre fueron menores a lo presupuestado ya que por razones climáticas capacidad de recepción del cliente (espacio en planta) se postergo parte de la actividad de tala para el 2do semestre del año, lo que determina menores costos de tala, fletes y carga. El costo unitario de la tala rasa fue de US\$ 15.57 por m3, 1.57 US\$/m3 menor al presupuestado (9 %)

Asimismo, en ese mismo período, los gastos de implantación fueron menor debido a que se plantó menos área que la presupuestada. Las escasas precipitaciones que se registraron sobre fines de 2017 y principios de 2018 determinaron que recién se pudiera comenzar a plantar sobre mediados de marzo 2018.

Se avanzó en buena forma en las podas en los predios El Ombú y Los Cóndores y quedó finalizada el área planificada para podar en Santa Mariana.

Cuadro 9. Costos de Producción e Inversiones primer semestre y totales de año 2018 tipo de actividad (USD).

Actividad	Primer semestre			TOTAL 2018		
	Real	Presupuesto	Diferencia	Real	Presupuesto	Diferencia
Costos de Producción	5.802.257	8.814.716	-3.012.459	17.452.417	18.397.981	-945.564
Inversiones Implantación	2.316.260	2.962.492	-646.232	4.443.868	4.443.868	0
Inversiones Manejo	1.050.752	1.191.144	-140.392	1.720.484	1.720.484	0
Gastos	1.925.220	1.511.937	413.283	3.403.665	3.583.261	-179.596
Total	11.094.489	14.480.289	-3.385.800	27.020.434	28.145.594	-1.125.160

Fuente: el operador

Según informa el operador, se estima que para el año completo los desvíos respecto del presupuesto se ajusten a diferencias poco significativas.

2. Tasación de la Tierra y los Montes Forestales

La última tasación disponible fue realizada a diciembre de 2017 y comentada en la anterior actualización. La tasación fue realizada por Indufor Asia Pacific Limited y en la opinión de de esa consultora basada en los datos provistos por Agroempresa Forestal y en las inspecciones realizadas a los predios al 31 de diciembre el valor total de los activos del fideicomiso es de 173,6 millones de dólares, compuesto de la siguiente manera: 36,7 millones de la cosecha forestal 5,3 millones por el valor presente del pastoreo y 131,7 millones por la tierra productiva. El valor total actual del activo es menor aún del monto suscrito.

De acuerdo a lo que surge del informe de tasación de Indufor, el valor del activo entre 2016 y 2017 habría aumentado un 1%, pero es importante aclarar que recién se había tomado posesión de los campos.

3. Riesgos considerados:

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

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

V. EL ENTORNO

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

Por políticas públicas se entiende no solo las domésticas sino las de los países con los que existe comercio. En el caso de los productos forestales, al menos hasta el momento de la calificación, el cúmulo de barreras está relativamente sujeto a disciplinas predecibles. Y en cuanto a la probable extensión de barreras de tipo medio ambiental, el país y especialmente este proyecto, destacan por su cuidado y certificaciones a él vinculadas.

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

5.1 Riesgo Económico y de Mercado

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

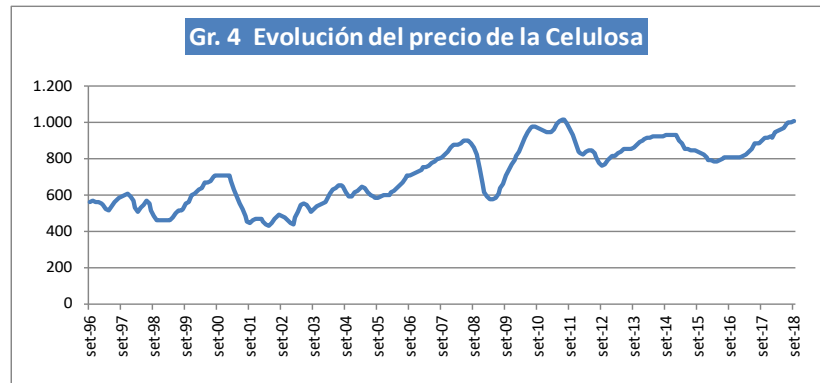
5.2 El precio de la madera

El precio más importante y por tanto el juicio más determinante para la calificadora es el de la madera. Esto se fundamenta en que más del 80% de los retornos de la inversión se explican por el valor de la madera.

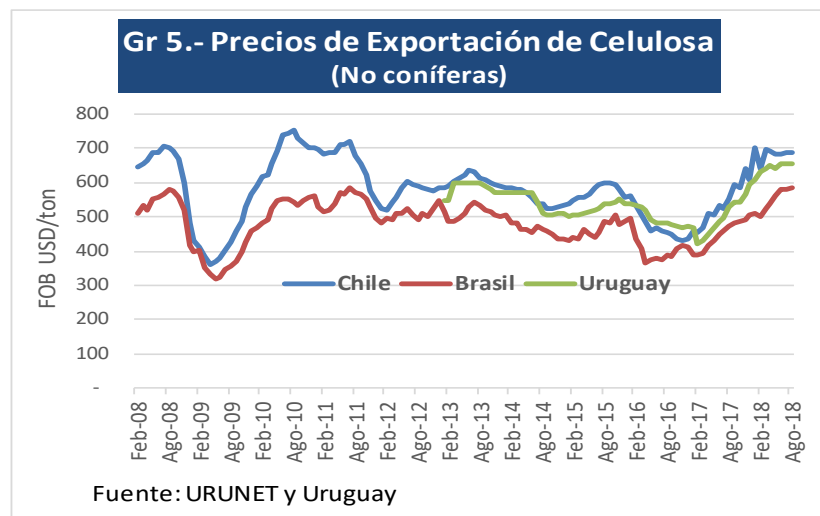
La tendencia de largo plazo esperada para los precios de la madera, es que todo indica que los precios deberían mostrar una tendencia creciente, y ello se sustenta en el hecho de que la demanda crecerá de la mano del incremento de la población mundial y del crecimiento económico de los países emergentes. 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.

Los precios de la madera; a nivel internacional, regional y doméstico han evidenciado trayectorias acordes a las planteadas en el prospecto de emisión. Para esta calificación CARE realizó una actualización de la información clave del sector confirmando que no hay mayores desvíos respecto de la trayectoria esperada, ya que la demanda y los precios de los productos forestales se presentan firmes y se proyectan crecientes.

El precio relevante para el proyecto, es el de la celulosa, que ha venido mostrando una tendencia de largo plazo alcista. En los últimos años parece mostrar una cierta estabilidad, pero vuelve a incrementarse en forma muy importante desde los primeros meses de 2017 y hasta el presente, de la mano de una sostenida demanda liderada por China.



Durante el año 2017 y especialmente en el último semestre el precio de la celulosa ha mostrado un aumento muy importante como consecuencia de que el incremento de la demanda supera a la oferta y los stocks se mantienen en niveles bajos. Estos aumentos en los precios internacionales fueron recogidos por las exportaciones locales y regionales y de esta forma los precios regionales de las exportaciones de celulosa mostraron incrementos interanuales mayores al 30% entre enero y julio de 2018. La bibliografía consultada y los analistas sectoriales concuerdan en que es muy probable que estos precios tonificados se mantengan por algún tiempo.



Otro indicador relevante a los efectos del proyecto, lo constituye el mercado de la madera en rolo, o madera en bruto, dado que por la ubicación de los montes, el destino más probable de la producción sea la exportación como madera en bruto.

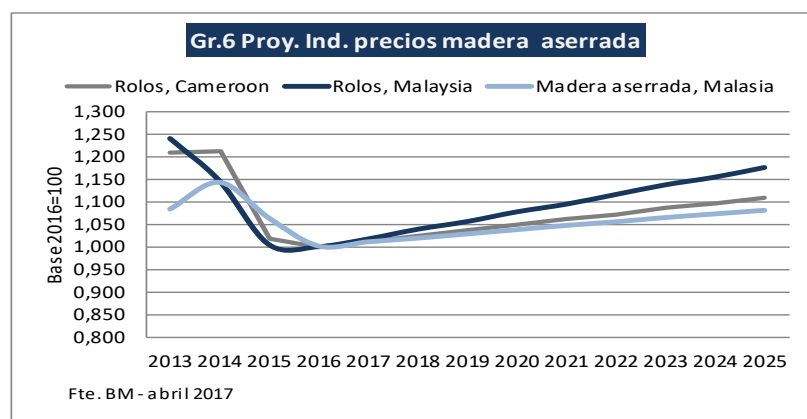
Cuadro 10: Exportaciones de rolo de Eucalipto o madera en bruto (no Zona Franca)

	2013	2014	2015	2016	2017	Ene-jul 2017	Ene-jul 2018	Variación
Miles de dólares	12.874	20.869	24.367	16.894	20.576	9.274	17.490	89%
Toneladas	94.344	145.851	174.453	124.378	149.234	67.437	115.233	71%
Precio	100	105	102	100	101	101	111	10%

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

Los rolos de eucalipto se exportan a China y Vietnam (aprox. 50% y 45% respectivamente), con pequeñas participaciones de otros países asiáticos. Los precios que se alcanzan en esos mercados, son mayores a lo que se obtienen en la “exportación a zona franca”, actualmente en un 50%, pero se debe destacar que esa diferencia se ha venido reduciendo en la última década. Cabe destacar, que más del 95% de las exportaciones uruguayas de madera en bruto tienen como destino las plantas de celulosa que se encuentran en zona franca.

Otro destino muy importante para la producción del emprendimiento forestal es el mercado de la madera de calidad, para aserrío o aserrada, el cual también muestra la misma tendencia que para el caso de la celulosa, o sea un crecimiento en el largo plazo, tal cual lo detalla el Banco Mundial en la siguiente gráfica.



Las exportaciones uruguayas de madera aserrada de pino se viene incrementando sostenidamente, los volúmenes exportados se duplicaron en el año 2017 y vienen aumentando en un 42% en lo que va del año. El principal mercado es China (47%), luego sigue EEUU (23%) y Vietnam con 9%.

Cuadro 11: Exportaciones de madera aserrada de Pino

	2013	2014	2015	2016	2017	Ene-jul 2017	Ene-jul 2018	Variación
Miles de dólares	20.627	22.775	23.367	26.736	46.486	24.984	36.995	48%
Toneladas	32.082	35.724	36.486	47.826	98.009	53.644	76.439	42%
Precio	100	99	100	87	74	72	75	4%

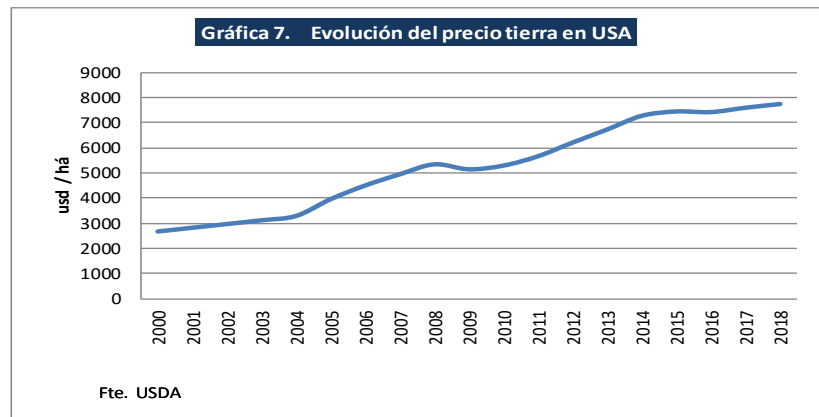
Fuente: Care en base a datos de URUNET y Uruguay XXI

5.3 El precio de la tierra

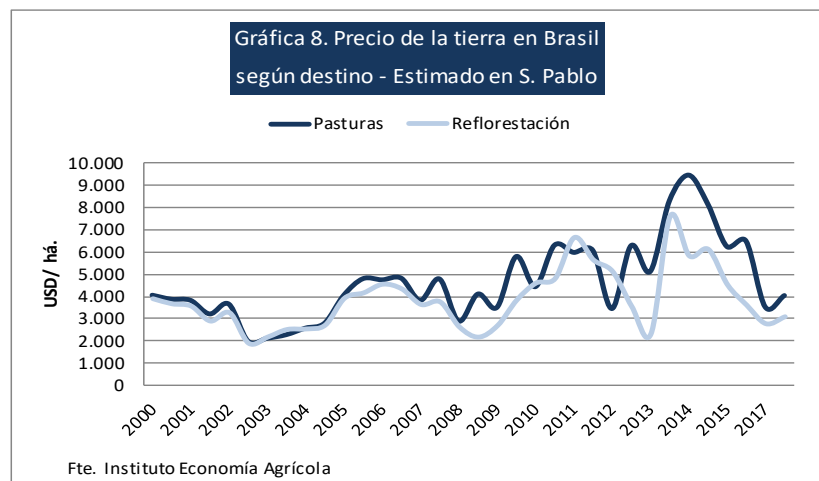
El precio de la tierra, ha visto modificada su evolución de fuerte apreciación en dólares, con una caída en 2015 que continuó en 2016, aunque a una tasa menor, y una leve recuperación en el 2017, según reporta la Dirección de Estadísticas Agropecuarias del MGAP para el promedio de las operaciones en todo el país.

Las perspectivas de demanda internacional por tierra son alentadoras y ubican los precios en niveles crecientes para el corto y mediano plazo. En este caso se actualiza el comportamiento de los precios en diferentes países considerados de importancia.

En lo que respecta en particular al precio de la tierra en Estados Unidos, continúa la fase ascendente hasta 2015 para estabilizarse, mostrando una leve caída en 2016, y en 2017 ya retoma la tendencia al crecimiento. 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, y en forma muy moderada. Cualquiera de los dos shocks negativos en el nivel de precios, fueron revertidos en pocos años. En 2018, los precios de la tierra (promedio) aumentaron un 2%.

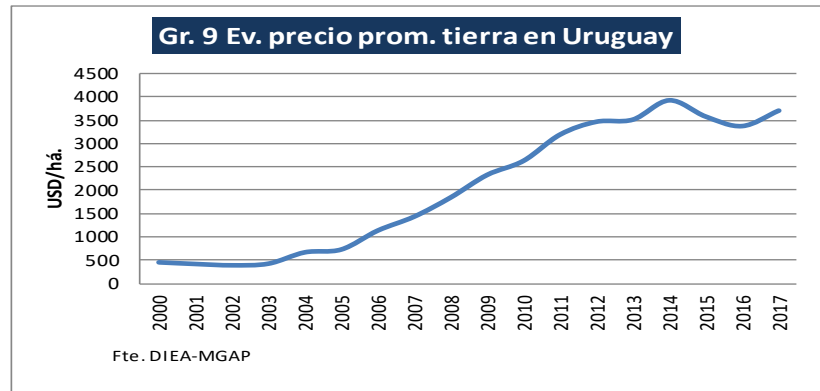


El comportamiento del precio de la tierra en Brasil, está afectado, además de por los factores descritos oportunamente para la tierra en general, por el efecto del tipo de cambio, en la medida que en ese país, la cotización del recurso, se realiza en moneda nacional. Por ello, las fluctuaciones son amplificadas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



⁹. Esta información refiere al promedio de transacciones en todo el país y por lo tanto de tierras destinadas a diferentes usos y de diversas calidades. En el año 2017 y para el promedio del país el precio de la tierra subió casi un 10% aunque hubo departamentos en donde los precios bajaron (Colonia -13%, Durazno -33%, Rivera -32%)

En el caso de Uruguay, la información reportada por DIEA MGAP, da cuenta de un cambio en la tendencia declinante del precio iniciada en 2015, luego de alcanzar el máximo valor en 2014, y que continuaba en 2016. En efecto, las cifras del primer semestre de 2017, confirmadas también para el segundo, muestran una franca recuperación, mostrando un comportamiento con cierta similitud a la evolución del precio en los demás países analizados⁹.



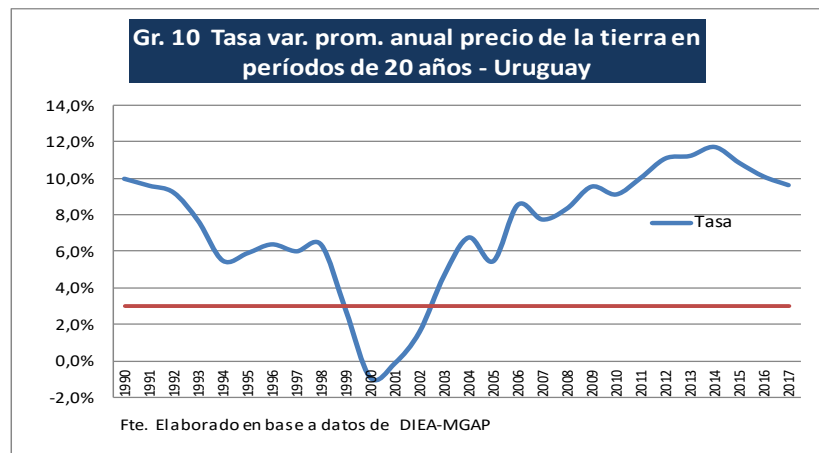
Como ya fuera expuesto, la valorización del precio de la tierra es un componente relativamente importante de ingreso final del fideicomiso (30%) por lo que lo que finalmente ocurra su comportamiento tendrá una contribución sustancial con el retorno final de la inversión. El modelo financiero supuso una valorización acumulativa anual de un 3% durante 20 años, por lo que resulta importante conocer que ha sucedido en el pasado como forma 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 47 años (1970 a 2017) 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 7,3%.
- La tasa anual de crecimiento solamente fue menor al 3% para el caso de los campos que se vendieran entre 2000 y 2002, o se si se hubieran comprado entre 1980 y 1982.
- Para resto del período, el crecimiento anual del precio de la tierra supera ampliamente el 3%.

Si el mismo análisis se realiza para períodos de 30 años se mantiene la misma tasa de crecimiento anual (7,3%), y el mínimo crecimiento anual es de 5% y por lo tanto en ningún período por debajo del valor considerado en el prospecto.

La evolución anual de este indicador –para intervalo de 20 años- muestra una tendencia al alza que se atenúa hacia el final del período y parece estabilizarse en 2017, pero se mantiene en valores en el entorno del 9% de crecimiento 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. El gobierno discute con frecuencia diferentes propuestas que pueden afectar el clima de la inversión en tierras, si aparecieran leyes gravando nuevamente la tierra, o si se detuviera en alguna medida la inversión de fondos como el proyectado, o si se afectara la inversión extranjera directa. Todos estos elementos componen un riesgo político que al momento no puede preverse cómo será su desenlace.

No se perciben condiciones que permitan advertir mayores amenazas de las que se mencionaron líneas arriba. La introducción del nuevo impuesto de primaria, si bien constituye un cambio normativo, no afectaría significativamente el negocio en cuestión ni tampoco incidiría de tal manera en las expectativas del negocio sectorial en general.

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)¹⁰ de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrian Tambler

¹⁰. BBB+(uy). Se trata de instrumentos que presentan un riesgo medio bajo para la inversión, ya que evidencian un desempeño aceptable y suficiente capacidad de pago en los términos pactados. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, y las características del entorno, dan en conjunto moderada satisfacción a los análisis practicados, sin perjuicio de alguna debilidad en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo. Podría incrementarse el riesgo del instrumento ante eventuales cambios previsibles en los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, o en la economía en su conjunto. La probabilidad de cambios desfavorables previsibles en el entorno es de baja a media baja, y compatible con la capacidad de la administradora de manejarlos aunque incrementando el riesgo algo más que en las categorías anteriores. Grado de inversión mínimo. La inclusión del signo + indica que la calificación se acerca más a la categoría superior.