

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

Montevideo, abril de 2020

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

Actualización de la Calificación de la Emisión de Certificados de Participación del Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay II 07-04-2020

Fiduciario:	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión.
Operador (Administrador) y Organizador:	Agroempresa Forestal S.A.
Agente de Registro y Pago:	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión
Entidad Representante:	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.
Títulos emitidos:	Certificados de participación
Moneda:	Dólares americanos
Importe de la emisión:	USD 70.000.000
Fecha de suscripción:	19 de enero de 2015.
Plazo:	Hasta liquidación de activos y obligaciones del fideicomiso - Máximo: 30 años
Distribuciones:	Según resultados acumulados de acuerdo a procedimiento establecido.
Activos del Fideicomiso:	Tierra y bosques forestales
Manual Utilizado:	Manual de Calificación de Finanzas estructuradas administradas por terceros
Calificación de Riesgo:	BBB+ (uy) ¹
Vigencia:	30 de noviembre de 2020
Comité de Calificación:	Julio Preve, Adrián Tamber y Martín Durán Martínez

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

Resumen General

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

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

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico ofrece las garantías necesarias tal como se aprecia en el informe jurídico del Anexo I de la calificación original.
- Un negocio que desde el punto de vista económico financiero para el inversor, soporta los stresses ajenos al negocio a los que razonablemente la emisora y la calificadora han sometido el proyecto. Incluso se realizó una nueva estimación del Costo de Oportunidad del Capital, recogiendo las variaciones en la tasa de interés internacional y en el riesgo país.
- Los informes del Operador (Agroempresa Forestal SA), resultan satisfactorios para la marcha del proyecto, los desvíos informados han sido debidamente justificados y en principio no generan cambios en la marcha del proyecto. Por su parte, el Comité de Vigilancia reitera que se vienen cumpliendo a satisfacción los estándares mínimos esperados en cuanto a áreas plantadas, porcentajes de prendimiento, cosechas de madera, ejecución presupuestal y el Incremento Medio Anual (IMA) de los bosques.
- Se destaca que la misma empresa ya administra otros tres proyectos de similares características (Bosques del Uruguay, Bosques del Uruguay III y el Bosque del Uruguay IV), manejando en la actualidad más de 80 mil hectáreas de montes, a través de la emisión de 640 millones de dólares en total. En 2019 como consecuencia del crecimiento de la empresa por la administración de un cuarto fideicomiso se contrató una consultoría a los efectos de adecuar el gobierno corporativo y la estructura de gestión; realizándose algunas contrataciones en el personal jerárquico de la empresa y también personal de campo, tal como se señala en la sección III.
- 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).
- El patrimonio forestal del Fideicomiso al 31 de diciembre de 2019 es de 14.659 hectáreas, de las cuales 9.214 están plantadas y 258 son plantables, lo que daría un aprovechamiento del 64,6%. La superficie plantada supera ya el área propuesta en el Prospecto de Emisión que era de 8.680, superando los compromisos asumidos en cuanto a los estándares mínimos de desempeño.
- Se cuenta con una nueva tasación de los campos y los montes del Fideicomiso al 31 de diciembre de 2019 la cual arroja un valor total de USD 74,99 millones, cifra un 12,3% superior a la tasación del año anterior².

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

- La última actualización del flujo financiero se realizó a febrero de 2020, en la misma se ajustaron los rendimientos y los costos (cosecha y fletes nacionales e internacionales), a la realidad. Sobre la base de varios escenarios posibles, la TIR más probable a juicio de CARE estaría ubicada en un 10,0%. A su vez, el Valor Actual Neto al 2020 del flujo descontado a una tasa del 8% es de poco más de 112 millones de dólares. Estos resultados se estiman sobre la base de los precios actuales de la madera y una evolución de los costos, ingresos y valorización del precio de la tierra que CARE considera más razonables.
- El precio de la celulosa ha descendido fuertemente durante 2019 luego de un incremento muy importante en 2018, pero se mantuvo estable el volumen de exportaciones uruguayas. Por su parte el mercado de exportación de madera aserrada y rolliza de pino, de escasa participación en los ingresos, enfrenta una demanda muy deprimida y reducciones importantes en los precios. Esta coyuntura desfavorable para todos los productos forestales, se explica en gran medida por la guerra comercial entre Estados Unidos y China, sumado a un sobre stock en este último país. No obstante, no existen elementos para suponer que en el largo plazo esta situación se mantenga, ya que se espera que continúe el crecimiento en la demanda. Del mismo modo, en diciembre 2019 se informó sobre la aparición de una nueva cepa de coronavirus (COVID-19). Dicho virus se ha propagado en nuestra región, afectando notoriamente la actividad económica. A la fecha de redacción de este informe no es posible estimar el impacto que estos hechos tendrían. No obstante se parte de la base de que la crisis derivada del coronavirus se resolvería en algunos meses y luego los mercados volverían razonablemente a la normalidad. En la Sección V se actualiza la información y se profundiza sobre la evolución del precio de la tierra y de la madera.
- Esta coyuntura de mercado no estaría afectando las ventas proyectadas de este Fideicomiso ya que las mismas se refieren por el momento a madera para pulpa y la demanda no se ha visto mayormente afectada, ya que proviene de las plantas ubicadas en el país que vienen trabajando a capacidad plena. Los ingresos obtenidos en 2019 fueron menores a los proyectados, pero buena parte de ello se explica porque parte de la madera fue vendida a levantar de los predios, lo que implica un precio menor pero no necesariamente un menor ingreso neto. El resto de la diferencia se explica por cosecha que se difirió por pedido de la planta y madera que quedó en el campo.
- No se advierten amenazas en lo que respecta a las políticas públicas. Tampoco debería esperarse que el cambio de administración genere tensiones en esta construcción financiera.

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para actualizar la calificación de los Certificados de Participación del Fideicomiso Financiero denominado "Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay II", por un valor nominal de USD 70.000.000 (setenta millones de dólares de los Estados Unidos).

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

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

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

2. Antecedentes generales y hechos salientes del período

A. Antecedentes

El Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay II tiene como objetivo proveer a los inversores retornos a largo plazo logrados esencialmente a través del producto de las ventas de la madera y bosques en pie y la valorización del activo tierra, y a la vez, aunque en menor medida, del producto de la venta de

bonos de carbono y de pastoreo de las tierras no forestadas, siguiendo protocolos de inversión y administración, con adecuados estándares productivos, ambientales y sociales. Respecto al ingreso por ventas total estimado, un 78% correspondería a venta de madera, 20,5% a la venta de la tierra al final del proyecto, y menos del 1,5 % a ingresos por venta de bonos de carbono y pastoreo³.

Como antecedente más relevante hay que mencionar a los Fideicomisos Financieros Forestales Bosques del Uruguay I y III, que emitieron certificados de participación en agosto de 2011 y en diciembre de 2016 por un monto de 50 y 190 millones de dólares respectivamente. Estos fideicomisos, con idéntica administración que la del presente, vienen cumpliendo a satisfacción con los planes de negocios originales, análogos al que se presenta en esta oportunidad. Por otra parte, en abril de 2019 se realizó la emisión del cuarto fideicomiso de características muy similares a los anteriores con una emisión de 330 millones de dólares, el cual también es calificado por CARE.

- El patrimonio de tierras de BDU II al 31 de diciembre de 2019 está compuesto por 20 predios con una superficie total de 14.659 hectáreas, de las cuales 9.214 están plantadas y 287 plantables lo que da un aprovechamiento del 64,6%. Las tierras adquiridas se encuentran en Lavalleja, Cerro Largo, Florida y Treinta y Tres.
- Las plantaciones de Pino taeda constituyen el 15% de la superficie del patrimonio forestal, las de Eucalyptus para pulpa suman un total de 23%, mientras que las de Eucalyptus grandis cuyo destino principal es la producción de madera sólida constituyen a diciembre de 2019 el 62% de la superficie, según informa el Comité de Vigilancia.
- En abril de 2017 se realizó una modificación al contrato de fideicomiso que lo habilita a endeudarse por hasta un cierto porcentaje de su patrimonio (15%), para lo cual debe obtener previamente el visto bueno del Comité de Vigilancia y comunicar a la Calificadora de Riesgo. Hasta el momento no ha debido recurrir al endeudamiento.
- Se ha completado la operación de compra de tierras y prácticamente también la plantación de montes, resta plantar en pequeñas superficies y reforestaciones. Para el futuro, las operaciones del proyecto corresponden principalmente a tareas de mantenimiento de montes y alambrados, control de malezas, podas, raleos, cosecha, eliminación de cepas, manejo de rebrotes, vigilancia, etc.
- En octubre de 2018 se vendió al Fideicomiso Financiero "Bosques del Uruguay III" el establecimiento Cruz Roja con una superficie de 1.782 hectáreas, de las cuales 1.350 eran forestables y un 51% ya estaba plantado. Para la realización de esta venta se contó con el visto bueno del Comité de Vigilancia y con la aprobación unánime de los titulares de los Certificados de Participación reunidos en la asamblea del 16 de abril de 2018.
- El 13 de junio de 2019 se reunió la Asamblea de Titulares de los Certificados de Participación del Fideicomiso, a la que asistieron el 100% de los tenedores. En dicha asamblea se resuelve por unanimidad realizar un adelanto de Distribuciones por un monto de dos millones de dólares, dada la existencia de Fondos Netos Distribuibles.

³. Capítulo IV del Prospecto: Objetivo y característica de la inversión.

B. Hechos salientes del período

- Se cosechó en 2019 en modalidad tala rasa una plantación de joven edad (Settembre 2009) dañada por viento en noviembre de 2017. La intervención está justificada por el volumen de arboles dañados física y mecánicamente y la evolución de la plantación ya que no tiene mayor sentido esperar a la generación de madera gruesa para transformación mecánica con daños estructurales. El destino de la madera es para pulpa y esa área será reforestada.
- Se cumplieron con las proyecciones de cosecha y ventas de E. Grandis para pulpa, pero no se cosechó lo proyectado para E. Globulus, ya que la industria pidió atrasar la entrega de esa madera.
- Se plantaron en 2019 un total de 681 hectáreas en línea con lo planificado. Quedan por plantar unas 287 hectáreas para completar la superficie potencialmente plantable.
- La última tasación de la totalidad de los predios y montes del Fideicomiso fue realizada a diciembre de 2020 por la consultora BM2C (Business Management Consulting) estimando un monto total de 74,99 millones dólares. Esta nueva estimación supone un incremento de un 12,3% con relación a la anterior tasación. La misma fue realizada por otra empresa tasadora, aplicando una metodología diferente (ver sección IV).
- Sobre fines de 2019, CARE realizó una visita a algunos predios del fideicomiso pudiendo comprobar el buen desarrollo de los montes y los principales aspectos de gestión y organización del operador.
- En diciembre de 2019 se realizó la auditoria para obtener la certificación FSC (Forest Stewardship Council o Consejo de Administración Forestal en español) por parte de la empresa SGS; la certificación FSC fue renovada.
- A diciembre de 2019, el operador y el Comité de Vigilancia informan que en general las plantaciones se encuentran en buen estado sanitario.

3. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- Estados contables intermedios de EF Asset Management al 30/06/2019⁴.
- Estados contables del Fideicomiso al 31 de diciembre del 2019⁵.
- Balance de Agroempresa Forestal al 31 de diciembre de 2019, con informe de auditoría.
- Informe del tercer y cuarto trimestre de 2019 de Agroempresa Forestal
- Entrevistas con Agroempresa Forestal y visita a campos del Fideicomiso.
- Nuevo flujo de fondos proporcionado por el Operador.
- Tasación al 31 de diciembre de 2019 de BM2C.
- Informes del Comité de Vigilancia, el último a diciembre de 2019.

⁴. Si bien se dispone de los EE.CC intermedios a setiembre de 2019 se prefiere, por considerarlos más representativos los EE.CC al cierre del primer semestre.

⁵. CARE debe aún recibir versión definitiva

II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

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

1. Descripción general

Denominación: Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay II

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

Operador administrador: Agroempresa Forestal S.A.

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

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

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

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

Títulos emitidos: Certificados de participación

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

Moneda: Dólares

Importe de la Emisión: USD 70.000.000

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

Fecha de suscripción: 19 de enero de 2015

Distribuciones: Según resultados acumulados de acuerdo a procedimiento establecido

Calificación de Riesgo: BBB+ (uy)

2. El análisis jurídico

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

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

Riesgos considerados

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

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

III. LA ADMINISTRACIÓN

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

1. Ef Asset Management (EFAM)

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

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

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

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

Autoridades

Son socios accionistas en partes iguales la Sra. Sandra Susana González Vila y Diego Rodríguez Castagno. Este último es a su vez el presidente de la firma siendo el Sr. Nelson Mendiburu Battisttesa el vicepresidente.

Situación económica y financiera

El análisis de los EE.CC intermedios al 30 de junio de 2019 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	30/06/2019	31/12/2018	31/12/2017
Activo Corriente	15.034	9.167	9.391
Activo no Corriente	165.804	95.074	81.968
Total Activo	180.838	104.240	91.360
Pasivo Corriente	21.319	14.368	13.068
Pasivo no Corriente	128.560	63.040	52.817
Total Pasivo	149.878	77.408	65.885
Patrimonio	30.960	26.832	25.474
Total Pasivo y Patrimonio	180.838	104.240	91.360
Razon Corriente	0,71	0,64	0,72

Fuente: EE.CC EFAM

Los resultados parciales de la firma a junio de 2019 muestran un incremento importante respecto al mismo periodo del año anterior, explicado básicamente por resultados financieros positivos.

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

Concepto	30/06/2019	30/06/2018	31/12/2018
Ingresos Operativos	21.447	23.796	45.176
Gastos Adm. y Vtas.	(18.027)	(21.368)	(41.745)
Resultado Operativo	3.420	2.428	3.431
Resultados Financieros	2.464	(93)	(682)
Resultados antes de impuestos	5.884	2.335	2.749
IRAE	(1.757)	(664)	(1.120)
Resultado del período	4.128	1.671	1.629
Res Operativos/Ingresos	15,95%	10,20%	7,59%
Res Ejercicio/Ingresos	19,25%	7,02%	3,61%

Fuente: EE.CC de EFAM

Mantiene bajo su administración una importante cartera de fideicomisos, en cantidad y diversidad; por lo que su idoneidad para esta función no ofrece dudas.

2. Agroempresa Forestal S.A. (AF)

La empresa operadora ya ha sido analizada por CARE en ocasión de la calificación original de este fideicomiso y otros análogos a este (BDU I y BDU III) y sucesivas actualizaciones, incluso, en uno de reciente creación (BDU 4). En todas las ocasiones la evaluación de la firma en cuanto a su capacidad de llevar adelante los distintos proyectos ha sido positiva por lo que de aquí en más solo se hará un seguimiento de la misma, alertando ante la ocurrencia de algún hecho relevante que justifique una revisión de dicha opinión.

Sintéticamente se recuerda que AF Global SRL es la empresa holding bajo la cual opera AF Administraciones Forestales. Las otras dos divisiones son La Novillada (control de malezas y venta de agroquímicos) y AF Maderas focalizada en la exportación de rolos para aserrío y ventas de madera en el mercado doméstico.

AF inicia sus operaciones en Uruguay en el año 2000; en el 2007 lo hace en Chile y en 2010 en Brasil. Sumando los tres países, AF llegó a gestionar más de 100.000 hás.

En Uruguay, siendo el antecedente más relevante, AF administra, entre otros, el patrimonio de cuatro fideicomisos calificados por CARE (incluyendo este) que entre todos suman un patrimonio superior a los USD630 millones. Todos ellos han sido calificados con nota de grado inversor debido a su, hasta la fecha, correcto desempeño.

Con motivo de la puesta en marcha del cuarto fideicomiso, AF asumió la necesidad de reestructurar su organización adaptándola a las nuevas y crecientes necesidades. En tal sentido, se contrató una consultoría a Deloitte para que sugiriera las mejoras que AF debía hacer en este sentido.

El trabajo insumió seis meses y del mismo surgen una serie de recomendaciones ya detalladas en la anterior actualización.

De ellas, a la fecha se han efectivizado los siguientes cambios:

A nivel de Directorio empezó a trabajar el Economista Aldo Lema como director independiente no vinculado a los accionistas.

El Actual Directorio está conformado por:

- a. Ec. Aldo Lema
- b. Dr. Gerardo Díaz Beltran.
- c. Ing. Agr. Francisco Bonino

El Directorio de AF sigue estando presidido por el Ing. Agr. Francisco Bonino y la Gerencia General por el Ing. Industrial Mecánico Dan Guapura.

En relación a los comités creados:

• Comité de Auditoría compuesto por:

- 1 Director
- 1 Contador. Independiente con experiencia reconocida en esta actividad.
- 1 miembro del equipo contable de AF

AF informa que los integrantes del Comité de Auditoría ya fueron seleccionados, pero debido a la actual situación de emergencia sanitaria en que se encuentra el país aún no han comenzado sus actividades.

• Comité de Cumplimiento compuesto por:

- 1 Director
- 1 ejecutivo independiente con amplia experiencia en el sector forestal.
- 1 Asesor legal

A la fecha, este comité está compuesto por la Dra. Viviana Fontanini y la Ingeniera Forestal Fernanda Romero.

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.

Siguiendo estos lineamientos, entre marzo de 2019 y febrero de 2020, AF incorporó 25 personas (algunos con residencia en Chile, pero la mayoría en Uruguay). De ellos, 9 personas prestaban funciones en Terena y Forestal Atlántico Sur (empresas que administraban el patrimonio adquirido por BDU 4) mientras que las 16 restantes fueron seleccionadas en el mercado de trabajo.

Situación económica financiera

La firma cierra balance el 31 de diciembre; en la oportunidad se contó con el último cierre disponible auditado por Deloitte al 31/12/19.

De acuerdo a los mismos, la firma muestra una evolución patrimonial positiva y creciente, consistente con la evolución de resultados obtenidos. Cabe destacar su participación en los 4 fideicomisos que administra, contabilizando en su activo al cierre del ejercicio 2019 un total de CP's por un valor algo superior a los USD4.6 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 II fue creado por contrato del 14/8/14; el BCU autorizó su inscripción el 5/12/14. El 19/1/15 se colocaron en BEVSA CP's por USD 70 millones en un régimen de integración diferida según se estableció en el documento de emisión y que estaba anunciado en el prospecto informativo. Esto ha sido ya totalmente integrado.

Como se comenta en otra sección de este informe, se ha cambiado el criterio de tasación de tierra y plantaciones (activo biológico); en función del mismo, al cierre de 2019, el valor razonable de ambos conceptos, alcanza un valor de 75 millones de dólares.

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

Cuadro 3: Estado de Situación del fideicomiso

En miles de u\$s	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017
Activo Corriente	2.730	8.031	4.711
Activo no Corriente	81.743	72.978	63.031
Total Activo	84.473	81.010	67.743
Pasivo Corriente	913	884	1.515
Pasivo no Corriente	1.557	1.173	-
Total Pasivo	2.470	2.057	1.515
Patrimonio	82.003	78.953	66.228
Total Pasivo y Patrimonio	84.473	81.010	67.743
Razon Corriente	2,99	9,08	3,11

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

El patrimonio contable al 31/12/19 según se desprende del cuadro precedente ascendía a poco más de USD 82 millones, superior al valor de la emisión recibido que fue de USD 70 millones.

Cuadro 4: Estado de resultados del fideicomiso

En miles de u\$s	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017
Ingresos Operativos	1.437	5.503	3.918
Activos biológicos (1)	18.680	8.464	(3.714)
Operaciones Continuas	20.117	13.967	204
Costo de los bs. vendidos	(1.496)	(5.389)	(4.015)
Resultado Bruto	18.621	8.578	(3.810)
Gastos Adm. Y Ventas	(1.894)	(2.162)	(1.961)
Resultado Operativo	16.727	6.416	(5.771)
Resultados Diversos	-	(142)	(36)
Resultados Financieros	247	(44)	15
Resultados antes de impuestos	16.973	6.230	(5.791)
IRAE	(689)	(412)	(272)
Resultado del período	16.284	5.819	(6.064)
Otros resultados integrales (2)	(11.380)	7.911	
Impuesto diferido	146	(1.005)	
Resultado Integral total final	5.050	12.725	(6.064)

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

(1) cambio en el valor de las plantaciones

(2) Cambio en el valor de la tierra

Nótese la diferencia de los ingresos por Operaciones Continuas entre los periodos informados en el cuadro precedente. La misma responde a ingresos operativos provenientes de actividades comerciales, menores en 2019 en comparación con una venta extraordinaria de existencias de madera en el año 2018 pero largamente compensado por la valorización de los activos biológicos según tasación del último ejercicio.

Como ya se indicara en la actualización anterior el 13/6/19 se resolvió en Asamblea de Titulares distribuir USD 2 millones.

Riesgos considerados

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

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

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

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

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

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

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

El Proyecto planteado en el prospecto original presentaba una Tasa Interna de Retorno del 8.55% para el Inversor. La última estimación de la TIR fue realizada a febrero de 2020 y si se consideraran los mismos criterios del Prospecto, la TIR sería de 12,1%, resultando superior a la de abril de 2019 y también a la estimada en el prospecto de emisión (8,58%). Como se verá más adelante los criterios considerados en el prospecto resultan optimistas a la luz de la situación actual y las perspectivas de mediano plazo.

Los supuestos considerados en esta última estimación fueron los siguientes:

- Se ajustaron los rendimientos proyectados al comportamiento real que se viene observando en los montes (mejoran los rendimientos).
- Se parte en todos los casos de los precios actuales.
 - o Precio de la pulpa: 58 USD para E. Grandis, 65,5 para E. Dunni y 25 para pino.
 - o Precio madera aserrable: USD 95 para E. Grandis y 35-37 para pino.
- Se incorpora la venta a UPM2 a partir del 2023 lo que permite reducir costos de fletes.
- Se ajustaron los costos de cosecha, poda y fletes a los valores actuales
- Incremento precio de la pulpa: 0%.

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

- Inflación en EEUU (última proyección de CPA)
- Incremento precio madera aserrable: 1,5% E. Grandis y 2% para pino.
- Aumento en el precio de la tierra 3%.

El operador sobre esta última proyección financiera supuso una serie de escenarios posibles cuyos resultados se presentan en el cuadro siguiente.

Cuadro 5: Resultados de la TIR y VAN en diversos escenarios

Escenario	TIR	VAN a 2020 (mill. USD)
1 Madera y costos ajusta por inflación USA+aumento precio de madera y tierra	12,1%	155,6
2 Madera y costos ajusta por inflación USA+aumento precio de la tierra	10,0%	112,4
3 Aumento precio madera y la tierra	9,3%	133,6
4 Aumento precio de Tierra	7,1%	93,5
5 Todos los factores Constantes	6,0%	84,9

Fuente: Agroempresa Forestal

Nota. Los flujos para el cálculo del Valor actual a 2020 fueron descontados al 8% en los escenarios 1 y 2, y al 6% en los 3, 4 y 5.

El primer escenario supone un comportamiento de las variables de acuerdo al Prospecto de emisión. Si bien pudo ser razonable en su momento hoy en día ese sería un escenario relativamente optimista, especialmente en lo que refiere al aumento del precio de la madera aserrable, ya que supondría un ajuste por la inflación de EEUU, más un ajuste de un 1,5% anual.

Para CARE un escenario más probable sería con un aumento en el precio de la madera en el entorno de la inflación de EEUU, o sea un mantenimiento en términos reales. Las proyecciones del Banco Mundial para los próximos tres años suponen un aumento entre un 1,3 y un 1,9% anual dependiendo del origen (ver Sección V). Por otra parte, para el caso de la tierra un incremento de un 3-4% anual parece razonable en la situación actual ya que el precio ha tenido un ajuste muy importante entre 2004 y 2014. Este escenario se corresponde con el caso 2 del cuadro 5. El escenario 2 supone que la madera aserrable aumenta según la inflación de USA y la tierra tiene un incremento de un 3%. Este escenario arroja un TIR del 10,0% y el valor actual neto al 2020 descontando el flujo de fondos al 8% arroja un valor de poco más de 112 millones de dólares.

Como puede observarse, aún en el caso que no haya ningún aumento en los precios de la madera, ni en el precio de la tierra en 20 años, la TIR muestra valores razonables.

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

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

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

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

2. Nueva estimación del Costo de Oportunidad del Capital.

Con el objetivo de testear algunos supuestos introducidos en las proyecciones del plan de negocios presentado en ocasión de la calificación original CARE profundizó el análisis del costo de oportunidad del capital para descontar los flujos de fondos⁶, en el entendido de que ese valor se constituye en un indicador importante para comparar con la TIR esperada.

Para esto se utilizó el modelo de valoración CAPM (Capital Asset Pricing Model) y, siguiendo a Damodaran⁷ 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 mercado⁸.

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

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

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

Por lo general, se considera como la tasa libre de riesgo a los rendimientos de los Treasury Bonds 10 Years de la Reserva Federal de los Estados Unidos. Se opta normalmente por utilizar los promedios de 5 o 10 años de dichos rendimientos, evitando de esta manera los elevados valores de fines de la década de los noventa y comienzos de la década del 2000, en que el rendimiento se ubicaba entre 5 y 7%. En los últimos diez años, ese rendimiento se ubicó en 2,34%, y en el momento actual cercano a cero⁹. Luego del repunte de la tasa de interés de estos bonos a partir de julio de 2016 y hasta noviembre de 2018, como consecuencia del aumento de la tasa de interés de la FED, el rendimiento comienza a caer y todo parece indicar que por el momento se mantendrán en estos mínimos niveles.

Por su parte para medir el riesgo del país se consideran los rendimientos de los bonos soberanos uruguayos medidos a través del índice UBI de República AFAP. En este caso deben evitarse también los valores “anómalos” del período de la crisis de 2002. Si bien es una realidad que la economía uruguayaya atraviesa en determinados períodos crisis de esa magnitud, no se considera muy probable que ello pueda ocurrir en el futuro mediano plazo.

El parámetro “beta unlevered” de Damodaram, para enero de 2020 se ubica en 1,19, lo que indica que la inversión en la producción forestal tiene un mayor riesgo y variabilidad que el promedio de todas las actividades en ese mercado. 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 2,22% y para el riesgo

⁶ El prospecto de emisión supone una tasa de descuento del 8%.

⁷ A. Damodaran, “Estimating Equity Risk Premiums” Stern School of Business.

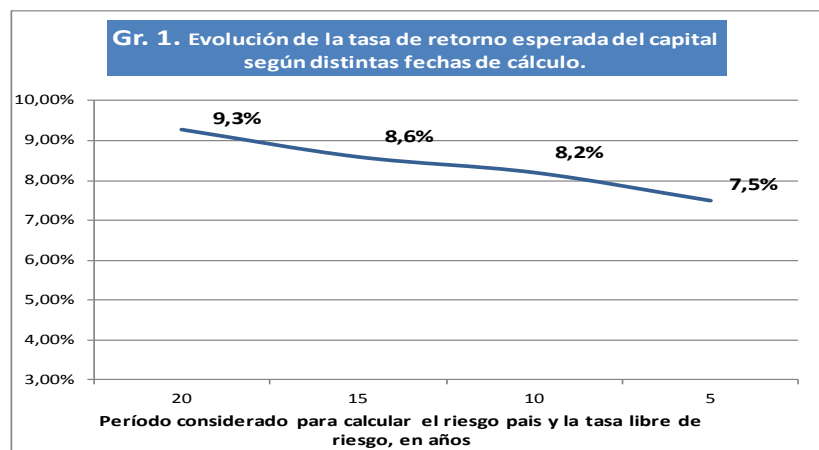
⁸ Se consideraron los betas promedio de empresas de producción de papel y productos de madera en mercados emergentes según A. Damodaram

⁹ El rendimiento de los bonos por la coyuntura del coronavirus y la crisis mundial ha bajado fuertemente.

país (índice UBI), se consideraron 1,82 puntos básicos. Ambos valores son particularmente bajos en relación con los históricos.

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 7,5%. Este valor es inferior a la TIR estimada para el escenario 2 del cuadro 5, lo que nos indicaría que la tasa prevista es superior al costo de oportunidad del capital. 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. En la siguiente gráfica se comparan los niveles calculados con los que cabía esperar con los valores promedio de los últimos 20, 15 o 10 años.



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

3. Manejo Económico- Productivo

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

En este aspecto, el Comité de Vigilancia informa que se cumplieron a satisfacción las exigencias mínimas establecidas para el año 2019:

- Compra de tierras: Cumplido, se preveía la compra de 13.200 ha y el arrendamiento de 800 ha y se han comprado 14.659.
- Área plantable: No se reporta superficie en estado “disponible para plantar” durante más de 24 meses consecutivos.

- Prendimiento de la plantación: Los porcentajes de prendimientos de plantaciones forestales registrados para la medición de Mayo 2019 es del 91% en promedio (80% es lo previsto en el estándar).
- Incremento Medio Anual de las plantaciones: El IMA registrado durante la medición 2019 se encuentra dentro del rango de las curvas propuestas en el prospecto (mínima, más probable, máxima).

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

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

Cuadro 6. Cumplimiento del proyecto

Concepto	Prospecto	Logrado
Precio de la tierra (USD/ha)	3.200	2.823
Distancia a Montevideo (km)	270	267
Aprovechamiento forestal (%)	62%	64%
Rel. Area E.Grandis/Dunii	2,7	2,9
Superficie total	14.000	14.659
Superficie de bosque (actual)	8.680	9.214

El 15% del área forestada tiene pino
Fuente: el operador

En 2019 se cosechó en modalidad tala rasa una plantación de joven edad (Settembre 2009) de E. Grandis, dañada por viento en noviembre de 2017. La intervención estuvo justificada por el volumen de árboles dañados física y mecánicamente y no tenía sentido esperar a la generación de madera gruesa para transformación mecánica con daños estructurales. El producto obtenido fue destinado a pulpa. La diferencia en el precio final se explica porque parte del volumen fue vendido (UPM) a levantar de predio, mientras que el presupuesto consideraba las ventas puesto en destino. El precio de venta es menor, pero el margen sobre el producto fue el esperado.

La venta de E. Globulus para pulpa (Doña Hilda) fue replanificada a pedido del cliente (Montes del Plata) para el primer trimestre de 2020.

Cuadro 7. Ventas del 2019, proyectado y real (USD).

Actividad	TOTAL 2019		
	Real	Presupuesto	Diferencia
Eucalyptus Grandis Pulpa	1.234.272	1.657.393	-423.121
Eucalyptus Globulus Pulpa	0	395.520	-395.520
Eucalyptus + 20	32.653	0	32.653
Leña	37.000		37.000
Total	1.303.925	2.052.913	-748.988

Fuente: el operador

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

Cuadro 8. Costos de Producción e Inversiones totales de año 2019 por tipo de actividad (USD).

Actividad	TOTAL 2019		
	Real	Presupuesto	Diferencia
Costos de Producción	1.157.342	1.712.737	-555.395
Inversiones Implantación	1.177.461	1.065.540	111.921
Inversiones Manejo	1.072.027	1.233.961	-161.934
Gastos	1.484.812	1.707.408	-222.596
Total	4.891.642	5.719.646	-828.004

Fuente: el operador

La tala rasa en Settembri alcanzó un volumen superior al esperado (el rendimiento por hectárea fue mayor) determinando un aumento en el costo de cosecha y lo mismo ocurrió en el raleo del predio Doña Hilda. No obstante, como parte de la madera se vendió a levantar, hubo un ahorro importante de fletes que determinó un ahorro significativo en los costos de producción totales.

La inversión en implantación fue superior que la presupuestada dadas las mejoras en el aprovechamiento de algunas áreas en el predio Los Ceibos. El exceso de lluvia en el primer semestre del año determinó la necesidad de mayores aplicaciones en control de maleza. Se destaca que en el último trimestre del año se adelantó, aprovechando las buenas condiciones, el laboreo primario de 150 ha. en Settembri, el cual se plantará en el otoño 2020.

La inversión en podas estuvo dentro de lo previsto en el presupuesto, tanto en superficie como en costos unitarios de la operación.

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

4. Resultados de la medición de parcelas permanentes

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

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

Los resultados de crecimiento que surgen de las parcelas permanentes se encuentran por encima de la curva prometida para todas las edades, según informa el Comité de Vigilancia.

5. Tasación de la Tierra y los Montes Forestales

La última tasación de los campos y montes del Fideicomiso se realizó a diciembre de 2019, con una nueva empresa. La tasación fue realizada por BM2C y en opinión de esta consultora basada en los datos provistos por Agroempresa Forestal y en las inspecciones realizadas a los predios el valor total de los activos al 31 de diciembre de 2019 era de 74,99 millones de dólares. Este valor es un 12,3% mayor al del año anterior.

La metodología utilizada supone que el valor actual es el flujo futuro de ingresos descontado al 8%, pero a diferencia de los anteriores tasadores, supone la venta de la tierra inmediatamente después de que se realiza la cosecha. De esta manera tiene la desventaja de que no recoge el valor de las plantaciones que se realizan sobre los campos que se cosechan.

Por otra parte, la metodología estima por separado los flujos provenientes de la madera y de la tierra; la producción de madera le paga un arrendamiento ficto a la tierra (143 dólares/ha) y la tierra tiene ese ingreso por su uso; pero la tierra (al igual que la madera) no tienen aumentos de precio en el período. De esta forma, la tierra al tener solamente un ingreso fijo de 143 dólares anuales (4,5% de su precio), mantener su valor en el tiempo y ser descontado su flujo de ingresos al 8%, alcanza un valor actual a los efectos contables de 2.120 dólares/ha, un precio menor al de mercado según el propio tasador (3.165 USD/ha). Si se asumiera, además del arrendamiento ficto, un aumento anual en el precio de la tierra, como parece razonable suponer, del entorno al 3 o al 4%, el valor de ingresos futuros descontados al 8% determinaría un valor actual muy similar al del mercado en la actualidad, lo que resulta bastante más razonable. De esta forma, el valor del activo forestal considerando el flujo de la madera más un precio de la tierra de mercado alcanzaría a 90,17 millones de dólares en vez de 74,99 millones.

En el cuadro 9 se presenta la evolución de los valores promedio de la hectárea de los campos del Fideicomiso, según la información proveniente de las tasaciones realizadas anualmente. Se presenta en una columna el valor de la hectárea de tierra sola (sin plantaciones) y en otra columna el valor de la hectárea promedio del fideicomiso lo cual considera también los montes forestales plantados y los ingresos potenciales esperados por el pastoreo. El valor de la tierra es el de mercado y el de la hectárea media es el que resulta de la tasación (75 millones) sobre el total de hectáreas (14.659).

Cuadro 9. Evolución de la valuación de la tierra y de las plantaciones

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

Fuente: Care en base al Operador

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

6. Riesgos considerados:

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

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

V. EL ENTORNO

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

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

Dado el plazo extendido de las proyecciones que se corresponde a la naturaleza del propio proyecto, el análisis de entorno se expresa en términos de grandes tendencias vinculadas a la evolución del precio de la madera y de la tierra. Asimismo, supone que la crisis derivada del coronavirus se resolvería en algunos meses y luego los mercados volverán razonablemente a la normalidad.

5.1 Riesgo Económico y de Mercado

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

5.2 El precio de la madera

El precio más importante y por tanto el juicio más determinante para la calificadora es el de la madera. Esto se fundamenta en que el 78% de los retornos de la inversión se explican por el valor de la madera.

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

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

No obstante esta tendencia de largo plazo, durante 2019 la demanda y en consecuencia los precios de la madera a nivel internacional, regional y doméstico, han evidenciado una importante retracción, luego de haber tenido un fuerte incremento durante 2018. Como se verá con mayor detalle, los precios de la celulosa y de la madera en bruto han caído significativamente durante 2019 respecto de los valores de fines de 2018 como consecuencia de una reducción de

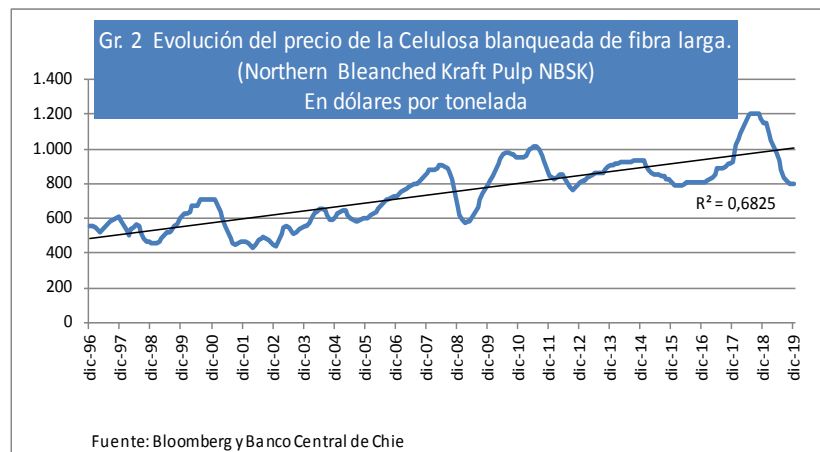
la demanda de China, un sobre stock en ese país y una sobreoferta de productos forestales de algunos países productores, fundamentalmente Brasil y Nueva Zelanda.

Sin embargo, para el largo plazo no existen elementos para suponer cambios en las tendencias planteadas en el prospecto de emisión. Para esta calificación CARE realizó una actualización de la información clave del sector confirmando que no deberían existir en el futuro mayores desvíos respecto de la trayectoria esperada, una vez superada la actual coyuntura, ya que no se vislumbran cambios sustanciales en la demanda ni en la oferta.

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.

El contexto internacional se presenta en la actual coyuntura relativamente debilitado luego de haber alcanzado en buena parte del año 2018 niveles muy elevados de precios, tanto en pulpa de celulosa como en madera sólida. Esta reducción en los precios se explica en gran medida por tensión comercial entre China y Estados Unidos que generó una retracción en la demanda del gigante asiático, a lo que se sumó un incremento de los stocks mundiales con la entrada de más oferta en los principales países productores.

Los precios en Europa de la celulosa de pulpa de fibra larga (coníferas NBSK¹⁰), se ubican en la actualidad apenas por encima de los 800 dólares la tonelada, frente a los 1.200 de fines del año 2018.

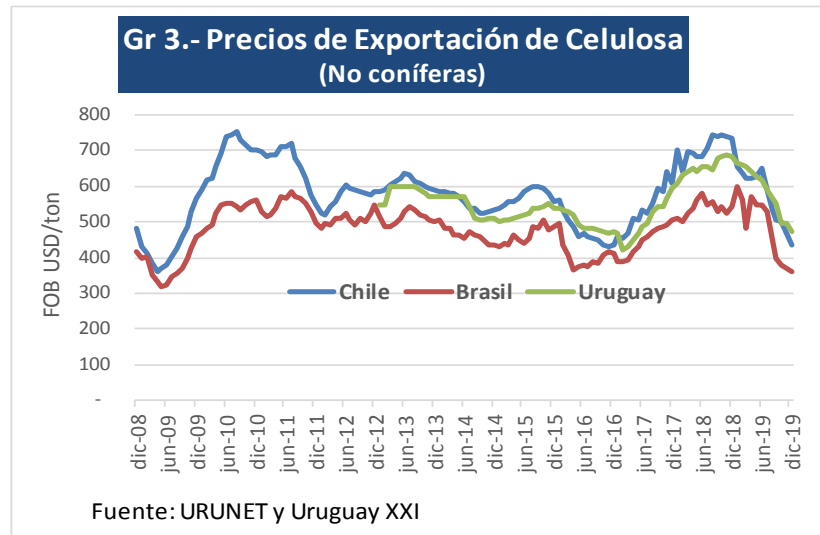


Todo parece indicar, que este escenario bajista y de incertidumbre se mantendrá hasta la primera mitad de 2020 debido a que para reducir la actual sobreoferta de celulosa será necesario algún tiempo mayor al previsto inicialmente.

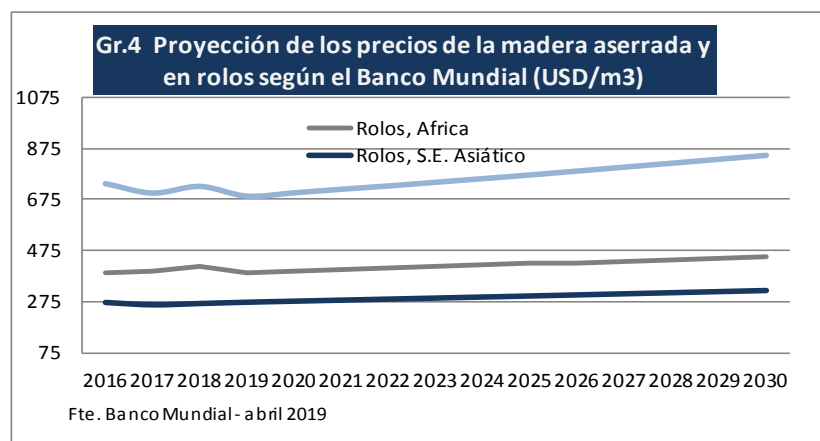
Estás bruscas oscilaciones en los precios internacionales fueron recogidos por las exportaciones locales y regionales y de esta forma los precios regionales de las exportaciones de celulosa mostraron variaciones interanuales mayores al 30% entre enero de 2018 y diciembre de 2019. Para el caso concreto de Uruguay,

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

los precios de exportación de la celulosa en diciembre de 2019 fueron de 473 dólares la tonelada, un 31% más bajos que los máximos de noviembre de 2018, pero similares a los de mediados de 2017.



Por su parte, los precios de la madera en bruto y de los paneles también mostraron durante 2019 un menor nivel de precios que en 2018, como consecuencia también de una menor demanda de China. No obstante esta coyuntura menos favorable, las perspectivas para el mediano plazo para la madera en bruto para aserrío o aserrada, muestra la misma tendencia que para el caso de la celulosa, o sea un crecimiento en el largo plazo, tal cual lo detalla el Banco Mundial en la siguiente gráfica. Para el caso de la madera en bruto, el último reporte del BM muestra un crecimiento leve de aquí al 2030, promediamente de un 1,5% acumulativo anual para rolos y madera aserrada.



Como resultado a esta coyuntura internacional para el rubro, se verificó en el Uruguay una reducción en los ingresos por exportaciones forestales para el año 2019 en prácticamente todos los productos. El monto total de las exportaciones aun cayendo un 11% en relación al 2018, se mantiene por encima de 2017.

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

	2015	2016	2017	2018	2019	Variación
Celulosa	1.266,1	1.222,0	1.310,0	1.660,0	1.527,0	-8%
Rolos (excepto eucalipto)	0,9	4,7	88,3	150,1	88,8	-41%
Tableros de madera						
contrachapados	62,2	57,8	63,5	76,1	55,4	-27%
Chips (eucalipto y pino)	56,5	82,0	63,6	95,4	102,2	7%
Madera aserrada						
No Coníferas	42,3	38,4	46,5	52,8	45,9	-13%
Madera aserrada Coníferas	23,4	26,7	46,5	62,4	51,5	-17%
Papel y Cartón	90,8	61,0	37,1	36,3	38,0	5%
Rolos de eucalipto	24,4	16,9	20,6	29,5	14,4	-51%
Total	1.566,5	1.509,6	1.676,1	2.162,6	1.923,2	-11%

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 que salen de ese destino.

Como puede observarse, el valor de las exportaciones de celulosa –principal producto de exportación- cae un 8% en valor, explicado exclusivamente por los menores precios internacionales ya que los volúmenes exportados se mantuvieron prácticamente invariables.

Los envíos de pino en bruto a China fueron los de mayor incidencia negativa en las exportaciones, afectados por problemas de mercado por precio y stocks crecientes en China (-41%). También cayeron fuertemente las exportaciones de rolos de eucaliptus (-51%), pero su incidencia en el total es muy marginal.

Las exportaciones uruguayas de madera aserrada (de pino y de eucaliptus), muestra también reducciones significativas en 2019, como consecuencia de una reducción de la demanda de China.

En el caso de los tableros contrachapados, los menores valores de exportación se deben a la menor demanda de México.

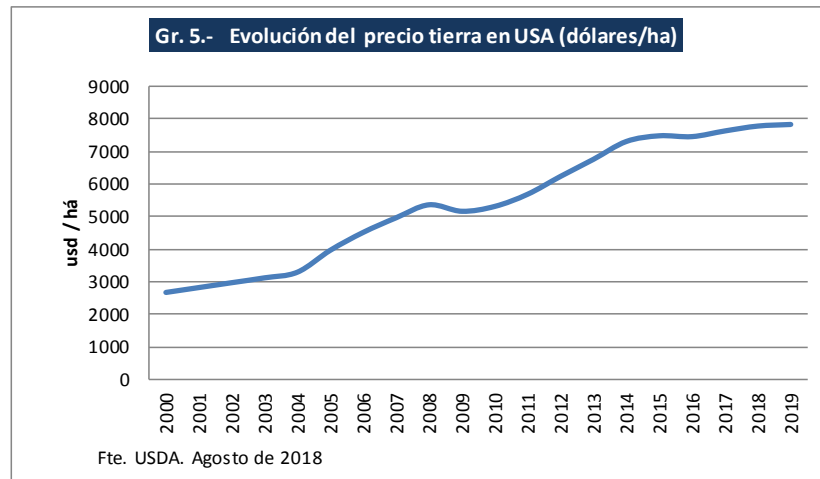
No obstante esta coyuntura adversa, las perspectivas para el rubro en lo que refiere a la demanda futura y los precios de la madera siguen siendo auspiciosos para el mediano y largo plazo. El actual escenario internacional de precios está afectado por los altos stocks en China, la devaluación del yuan y el conflicto comercial de ese país con los EEUU, hechos que han afectado fuertemente la demanda.

5.3 El precio de la tierra

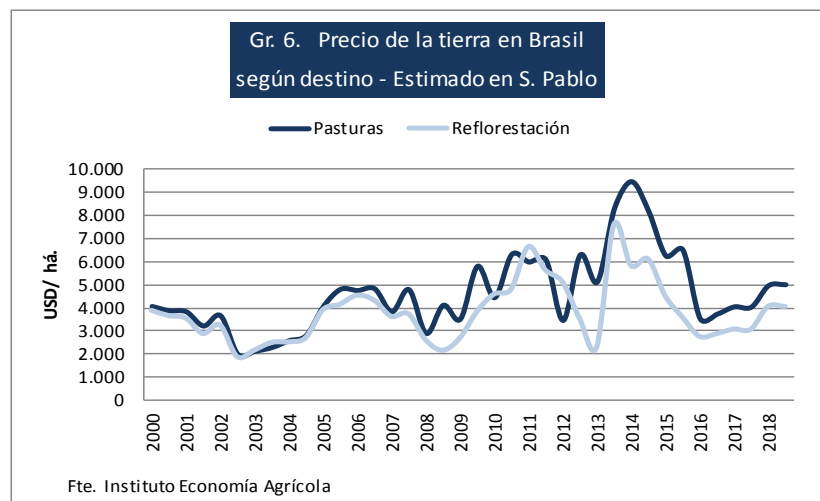
El precio de la tierra, el segundo en nivel de importancia, ha visto modificada su evolución de fuerte apreciación en dólares, con una caída a partir de 2015, y una insinuada estabilidad en los últimos años con las variaciones propias de un escaso número de operaciones; según reporta la Dirección de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

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

En lo que respecta al precio de la tierra en Estados Unidos, en lo que va del siglo XXI se observa una continua fase ascendente, con alguna excepción (2009 y 2015) en donde se verificaron mínimas reducciones, pero que no modifican la tendencia. El precio en Estados Unidos cayó únicamente en los primeros años de la década del ochenta ante el cambio de la política monetaria denominado "Plan Voelker" 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% y para 2019 el USDA reporta un aumento de un 0,6% en términos nominales.



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, que comenzó a revertirse en 2017 y se confirmó en 2018 (último valor reportado por el Instituto de Economía Agraria).



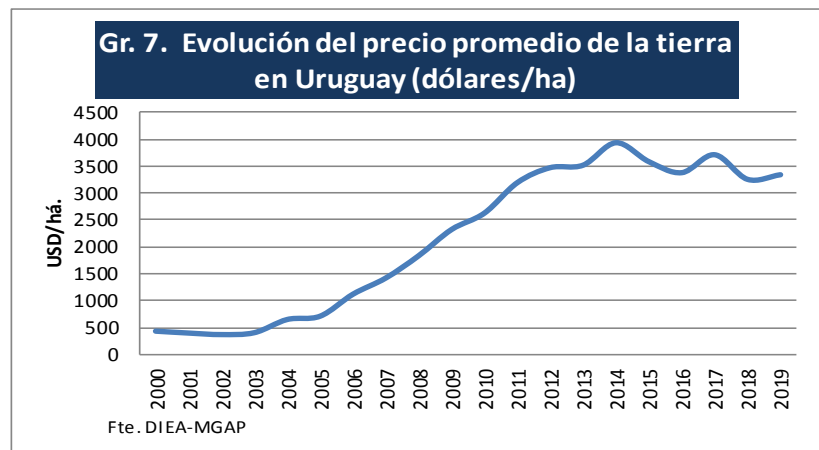
En Argentina, el precio de la tierra agrícola (de muy buena calidad), aumentó desde 1956 (USD 557 la Ha.) a enero de 2008 (USD 10.000 la Ha.) a un ritmo promedio de 3,5% acumulativo anual en términos reales, o sea descontando la inflación del dólar. Dicho crecimiento continuó hasta fines del 2011 (con una breve interrupción principalmente ocasionada por la crisis financiera de los años 2008/09). A partir del 2011 y debido a factores ajenos al campo y relacionados con la economía del país: la restricción a la compra-venta y/o giro de divisas extranjeras (“cepo cambiario”), el aumento del costo medido en dólares, la baja en el precio de los “commodities” y el aumento de la presión impositiva determinaron el comienzo de un período de leve reducción de los precios de la tierra. A estas medidas hay que sumarle la sanción de la Ley 26.737 “Régimen de Protección al Dominio Nacional sobre la Propiedad, Posesión o Tenencia de las Tierras Rurales” (“Ley de tierras”), que también generó efectos negativos sobre los precios.

El cambio de gobierno nacional en 2016 generó expectativas para el comienzo de una recuperación en los valores, lo que finalmente no ocurrió, ya que la coyuntura económica no acompañó la recuperación del sector. La inflación, la devaluación del peso y la alta presión impositiva que aún soportan los productores agropecuarios en Argentina, generan no sólo una rentabilidad escasa, sino también un complejo escenario para generar nuevos negocios.

En los años en los que hubo gran demanda de campos y altos precios de la soja (2011-2014), los valores en la zona núcleo se ubicaban entre USD 18.000 y USD 22.000/Ha mientras que en 2019 esos mismos campos se ubican entre USD 12.000 y USD 15.000/Ha. Según operadores del mercado inmobiliario rural argentino, los niveles de precio llegaron a un piso en el año 2017 y a partir de allí habían comenzado una lenta recuperación. El reciente cambio político, las medidas hacia el sector, el control del dólar (cepo), el aumento de las retenciones, generan dificultades adicionales para prever lo que pueda ocurrir en el mediano plazo con los valores de los campos en ese país, pero todo hace suponer que por el momento no debería haber variaciones en los precios al alza.

En el caso de Uruguay, la información reportada por DIEA-MGAP para el promedio de las transacciones de tierras da cuenta de una muy fuerte valorización a partir de 2004 y hasta el 2014 cuando se verifica el valor máximo. A partir de 2015 comienza un cierto ajuste a la baja pero con un comportamiento un tanto errático, consecuencia seguramente de una bajo número de transacciones en donde la calidad y la localización de los campos comercializados tienen una gran influencia en los valores medios. Fue así que en 2017 DIEA reportó un aumento de un 10% en el valor de la tierra, luego en 2018 la misma oficina da cuenta de una reducción de un 12%, y luego para el año 2019 el precio promedio de la hectárea media del muestra una leve recuperación de un 3% con relación al año anterior.

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.



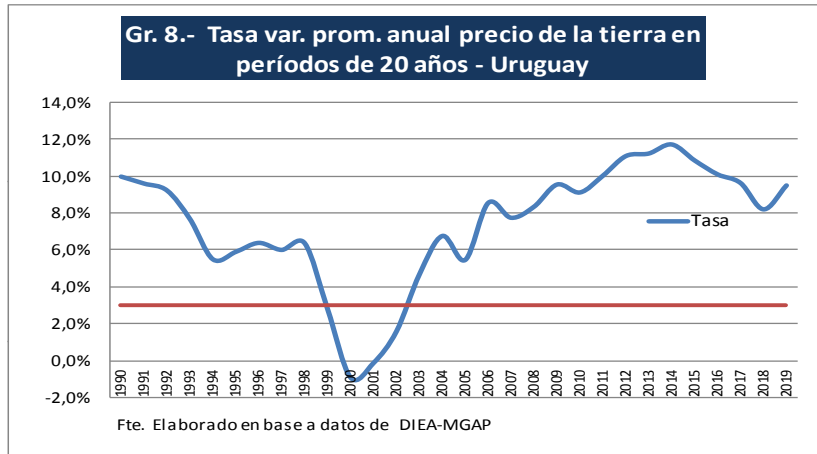
La valorización del precio de la tierra es un componente relativamente importante de ingreso final del fideicomiso (20,5%) por lo que lo que finalmente ocurra con su comportamiento tendrá una contribución sustancial con el retorno final de la inversión. El modelo financiero supuso una valorización acumulativa anual de un 3% durante 20 años, por lo que resulta importante conocer que ha sucedido en el pasado como forma de tener una cierta aproximación con lo que pueda ocurrir en el futuro.

Para ello CARE analizó con la información de los precios de la tierra (en dólares corrientes) de una serie de 50 años (1970 a 2019) 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 7,4%.
- La tasa anual de crecimiento solamente fue menor al 3% para el caso de los campos que se vendieran entre 2000 y 2002, o sea que se hubieran comprado entre 1980 y 1982.
- Para el resto del período, el crecimiento anual del precio de la tierra supera el 3%.

Si el mismo análisis se realiza para períodos de 30 años se mantiene la misma tasa de crecimiento anual (7,4%), y el mínimo crecimiento anual es de 5% y por lo tanto 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 hasta 2018. Los datos preliminares del primer semestre de 2019 podrían estar mostrando un cambio en la tendencia.



5.4 Las políticas públicas, el riesgo político

El riesgo de políticas públicas refiere a la amenaza, de parte del Estado, de actuar contra las modalidades de propiedad y explotación que propone el fideicomiso. En la actualidad, no surgen elementos que pudieran suponer que el gobierno pueda tomar medidas de política que atenten contra este tipo de emprendimiento.

En resumen, no se perciben condiciones que permitan advertir amenazas desde las políticas públicas, a ser aplicadas por la nueva Administración.

Riesgo de Entorno: En conclusión el riesgo de entorno tanto en lo que refiere a los mercados como a las políticas públicas se considera bajo.

VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos - tanto los presentados por la Fiduciaria y el Operador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación BBB+ (uy)¹¹ de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.

Comité de Calificación



Ing. Julio Pieve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrian Tamber

¹¹. **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.**