

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

*Montevideo, Abril de 2018*

---

4	RESUMEN GENERAL
5	I INTRODUCCIÓN
8	II EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION
10	III LA ADMINISTRACION
15	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
22	V EL ENTORNO
28	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

---

## Actualización Calificación Emisión de Oferta Pública 10 - de abril - 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 a emitir:	Certificados de participación
Moneda:	Dólares americanos
Importe de la emisión:	USD190.000.000
Fecha de la emisión:	6 de diciembre de 2016
Plazo:	20 años
Distribuciones:	Según resultados acumulados de acuerdo a procedimiento establecido
Activos del Fideicomiso:	Proyecto de compra y explotación de un patrimonio forestal.
Calificación de Riesgo:	BBB+ (uy) <sup>1</sup>
<b>Manual:</b>	Manual de Calificación de Finanzas estructuradas administradas por terceros
Vigencia:	noviembre de 2018
Comite de Calificación:	Ing. Julio Preve, Cr. Martin Duran e Ing. Adrian Tambler



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

## Resumen General

CARE 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 43,335 hectáreas; la superficie ya plantada es de 24,860 hectáreas, y hay 3,620 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 (en esta ocasión se actualizó nuevamente el cálculo del WACC).
- 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.
- 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.
- Aunque los precios de los commodities agrícolas y de la tierra han registrado un descenso en años recientes, desde hace ya algún tiempo las proyecciones más confiables señalan una relativa estabilidad de los mismos, y particularmente la celulosa ha mostrado una clara recuperación. Esta baja de precios, afecta las decisiones de oferta y demanda de estos bienes en el corto plazo. Sin embargo, en el largo plazo la tendencia de incremento de la demanda se mantiene. 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 pesos).

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](http://www.care.com.uy) así como en el del regulador: [www.bcu.gub.uy](http://www.bcu.gub.uy). El comité de calificación estuvo integrado en este caso por 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 misma<sup>2</sup>. Asimismo CARE recurre cuando lo entiende necesario a la Ing. Agr. Martha Tamosiunas para los informes de campo.

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

<sup>2</sup>. Disponible en [www.care.com.uy](http://www.care.com.uy)

## 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 43.335 hectáreas de las cuales el 56% se encuentren forestadas con especies comerciales de mayor implantación en el Uruguay, a saber Eucalyptus sp. y Pino sp. Se prevé plantar 3.620 hectáreas 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 31 de diciembre de 2017 es de 24.860 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 2017 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. La ejecución presupuestal está atrasada respecto de lo presupuestado ya que los campos se entregaron recién en Abril de 2017 y las lluvias posteriores complicaron el desarrollo de la mayoría de las actividades.
- Las actividades realizadas se concentraron en:
  - o Podas y raleos
  - o Control de cepas
  - o Control de hormigas y malezas, y laboreos primarios en los establecimientos que iban a ser plantados
- A pesar de las condiciones adversas se prepararon casi 1.000 hectáreas para plantación lo que demandó la tala rasa de 830 hectáreas de pino y el control de rebrotes en Eucalyptus en 1,600 hectáreas. Asimismo, se completaron el 50% de las podas presupuestadas.
- La Ing. Martha Tamosiunas a pedido de la calificadora 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."
- En 2018 BDU III comienza la cosecha de bosques adultos en modalidad de tala rasa de un área de Pino y Eucalyptus grandis comprada en pie en la zona de Arévalo, Cerro Largo.
- El 7 de noviembre de 2017 se firmó el acuerdo entre el gobierno uruguayo y la empresa finlandesa UPM para la construcción de una planta de celulosa, lo que de concretarse podría generar mayores oportunidades, ya que se verá incrementada la demanda por materia prima para pulpa. Por otra parte las expectativas de nuevas oportunidades para la forestación habrían presionado los precios de las tierras forestales al alza.

### 3. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- Informes del operador del cuarto trimestre de 2017
- Informes del Comité de Vigilancia del 30 de enero de 2018
- Estados Contables de Agroempresa Forestal al 31/12/2016.
- Entrevistas con Agroempresa Forestal
- Estados Contables del Fiduciario auditados al 31/12/2017
- Estados Contables del Fideicomiso auditados al 31/12/2017.
- Calificación de los Fideicomisos Financieros Forestales Bosques del Uruguay I y II realizadas por CARE y sus sucesivas actualizaciones.
- Informe de Tasación (Indufor Asian Pacific Limited), al 31 de diciembre de 2017
- Informe de la Ing. Martha Tamosiunas para CARE de enero de 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

<b>Denominación:</b>	Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay III
<b>Fiduciario:</b>	EF Asset Management Administradora de fondos de Inversión S.A.
<b>Operador administrador:</b>	Agroempresa Forestal S.A.
<b>Agente de Registro y Pago:</b>	EF Asset Management Administradora de fondos de Inversión S.A.
<b>Entidad Representante:</b>	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.
<b>Cotización bursátil:</b>	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.
<b>Organizador:</b>	EF Asset Management Administradora de fondos de Inversión S.A.
<b>Títulos a emitirse:</b>	Certificados de participación
<b>Activos del Fideicomiso:</b>	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.
<b>Moneda:</b>	Dólares
<b>Importe de la Emisión:</b>	USD 190.000.000
<b>Fecha de emisión:</b>	6 de diciembre de 2016
<b>Plazo</b>	20 años
<b>Distribuciones:</b>	Según resultados acumulados de acuerdo a procedimiento establecido
<b>Calificación de Riesgo:</b>	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, etc<sup>3</sup>.

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.*

<sup>3</sup>. Ver Anexo I de la calificación original, disponible en [care@care.com.uy](mailto: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 al 31 de diciembre de 2017 sigue mostrando una sólida situación de solvencia. Como se ilustra en los cuadros siguientes, el patrimonio contable al cierre del último ejercicio siendo positivo. 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	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015
Activo Corriente	9.391	12.515	8.892
Activo no Corriente	81.968	79.870	51.122
<b>Total Activo</b>	<b>91.360</b>	<b>92.385</b>	<b>60.013</b>
Pasivo Corriente	13.068	12.998	5.161
Pasivo no Corriente	52.817	55.330	32.069
<b>Total Pasivo</b>	<b>65.885</b>	<b>68.328</b>	<b>37.230</b>
<b>Patrimonio</b>	<b>25.474</b>	<b>24.056</b>	<b>22.784</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>91.360</b>	<b>92.385</b>	<b>60.013</b>
<b>Razon Corriente</b>	<b>0,72</b>	<b>0,96</b>	<b>1,72</b>

Fuente: EE.CC EFAM

Los resultados parciales de la firma a diciembre de 2017, si bien positivos, disminuyen respecto al mismo período del año anterior.

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

Concepto	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015
Ingresos Operativos	38.189	31.697	22.426
Gastos Adm. y Vtas.	(33.804)	(26.921)	(17.546)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>4.385</b>	<b>4.776</b>	<b>4.880</b>
Resultados Financieros	(1.647)	(1.852)	2.176
<b>Resultados antes de impuestos</b>	<b>2.738</b>	<b>2.923</b>	
IRAE	(1.040)	(1.132)	(1.956)
<b>Resultado del período</b>	<b>1.699</b>	<b>1.792</b>	<b>5.100</b>
Res Operativos/Ingresos	11,48%	15,07%	21,76%
Res Ejercicio/Ingresos	4,45%	5,65%	22,74%

Fuente: EE.CC de EFAM

Administra 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 I y BDU II) 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. forestales.

**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. En los últimos 5 años las empresas del grupo alcanzaron una facturación de US\$ 5.5 millones en promedio.

### Situación económica financiera

La firma cierra balance el 31 de diciembre; en la oportunidad se contó con los EE.CC correspondientes al 31/12/17 con informe de auditoría independiente. De acuerdo al mismo, la firma sigue presentando una sólida posición económica y financiera y registra una actividad creciente con buenos resultados.

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 celebra 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 USD 190 millones en Certificados de Participación (CP's).

De los USD 190 millones suscriptos, al 31/12/17 fueron emitidos e integrados al Fideicomiso USD 181.003.000 (95,2 %) restando en consecuencia del monto adjudicado y no integrado aún, USD 8.997.000.

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

En los cuadros siguientes se ilustra el estado de situación y de resultados del Fideicomiso al 31/12/17.

**Cuadro 3: Estado de Situación Fideicomiso (millones \$)**

Concepto	31/12/2017	31/12/2016
<b>Activo</b>	<b>5.704</b>	<b>275</b>
Activo Corriente	307	274
Activo no Corriente	5.397	0
<b>Pasivo</b>	<b>132</b>	<b>4</b>
Pasivo Corriente	43	4
Pasivo no Corriente	89	-
<b>Patrimonio</b>	<b>5.572</b>	<b>270</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>5.704</b>	<b>275</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>7,14</b>	<b>68,50</b>

Fuente: EE.CC del Fideicomiso

Con los fondos integrados, el Fideicomiso adquirió tierras, en parte forestadas, registrándose al cierre de diciembre de 2017, según Notas a los EE.CC, 24.860 hás plantadas de una superficie total de, aproximadamente, 45.000 hás (en el informe del operador a esa fecha se establece en 43.335 hás la superficie total adquirida). El periodo de compra de tierras ha concluido restando realizar algunas plantaciones.

De acuerdo a la cotización del dólar al 31/12/17 (28,807) el patrimonio contable a esa fecha alcanzaba un valor algo mayor a USD 193 millones, cifra superior al capital integrado de USD 181 millones

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

Concepto	31/12/2017	31/12/16
<b>Operaciones Continuas</b>	<b>(497.365)</b>	
Ingresos operativos	9.835	-
Cambio valor activos biológicos	(507.200)	
Costo de lo vendido	(900)	
<b>Resultado bruto</b>	<b>(498.265)</b>	-
Gastos Administración y Ventas	(100.319)	(8.616)
Resultados Financieros	2.560	(45)
<b>Resultados antes IRAE</b>	<b>(596.023)</b>	<b>(8.661)</b>
IRAE	(89.799)	373
<b>Resultado del Ejercicio</b>	<b>(685.823)</b>	<b>(8.288)</b>
Ajuste integral	1.064.771	5.044
<b>Resultado Integral del Ejercicio</b>	<b>378.949</b>	<b>(3.244)</b>
Resultado por CP (en \$)	1.994	

Fuente: EE.CC del Fideicomiso

Como es lógico y dadas las características del negocio, los primeros tiempos hay ingresos de escasa magnitud (pastoreos, raleos etc.), en cambio si hay gastos de administración, impuestos etc. En consecuencia es normal que en los primeros ejercicios se registren pérdidas por operaciones. En este caso los

ingresos operativos se explican fundamentalmente por pastoreos y, en menor medida, por venta de madera.

No obstante, es de hacer notar los ajustes producidos en dos rubros:

- a) **Cambio de valor en activos biológicos;** en este caso se produjo un ajuste a la baja superior a los \$ 507 millones (Cuadro 5). El valor razonable de las plantaciones forestales ha sido estimado por el perito independiente mediante técnicas de valor actual de flujos de fondos estimados, combinando técnicas de enfoque de ingresos y ventas comparables. Entre otros costos contemplados en esta metodología se incluye, fictamente, el costo de una renta por el uso de la tierra. Esto supuso un fuerte ajuste, en menos, respecto al valor de adquisición que se traslada al valor de la tierra.
- b) **Revalorización de la tierra;** contrariamente al rubro anterior, en este caso supuso un incremento contable de \$ 1.052 millones (incluido en Ajuste Integral, Cuadro 5). Esto se debe, en parte, a que “captura el valor que perdieron los bosques” según se explica en el párrafo anterior y por aplicación de la metodología de tasación y porque, además, hubo un cambio de criterio contable de la tierra. Antes se contabilizaba al valor histórico de adquisición y ahora se reconoce el valor de tasación que determina el perito independiente.

El efecto combinado de estos ajustes determinó el resultado positivo del ejercicio y el consecuente incremento patrimonial.

### 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 tanto 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 adelantáramos 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 fondos<sup>4</sup>. Para ello se calculó el costo promedio ponderado del capital (WACC<sup>5</sup>) 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 Damodaran<sup>6</sup> 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

$\beta_{im}$ : Riesgo sistemático propio respecto del riesgo de mercado<sup>7</sup>.

r<sub>f</sub>: tasa libre de riesgo

E(R<sub>m</sub>) – R<sub>f</sub>: Prima de Riesgo país. Es el premio por riesgo específico al mercado que opera el proyecto.

Er<sub>p</sub>: Prima por riesgo específico a la compañía o proyecto evaluado

<sup>4</sup>. El prospecto de emisión supone una tasa de descuento del 8%.

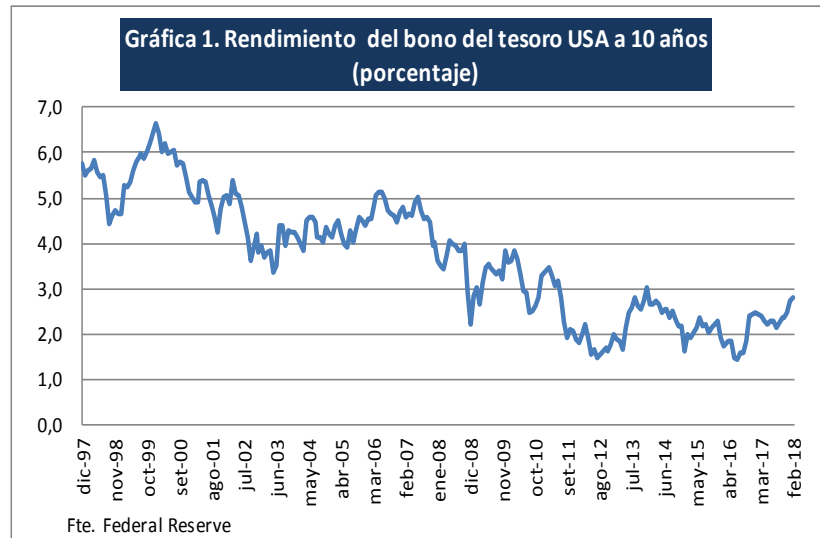
<sup>5</sup>. Weighted Average Cost of Capital

<sup>6</sup>. A. Damodaran, "Estimating Equity Risk Premiums" Stern School of Business.

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

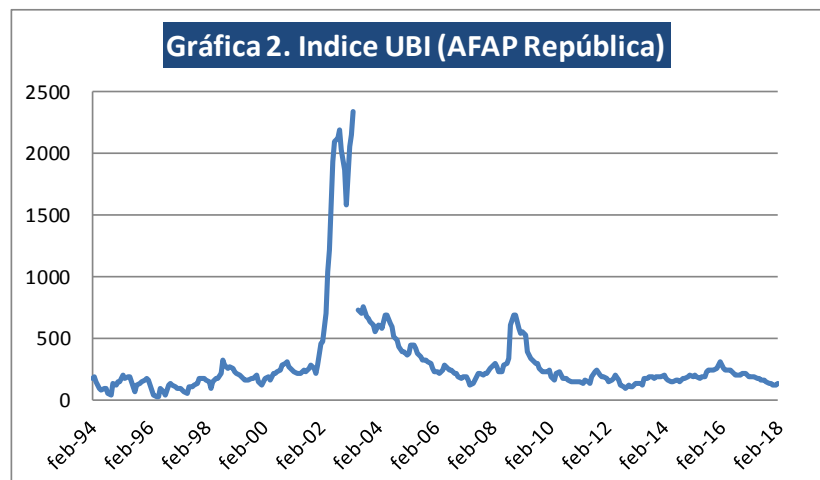


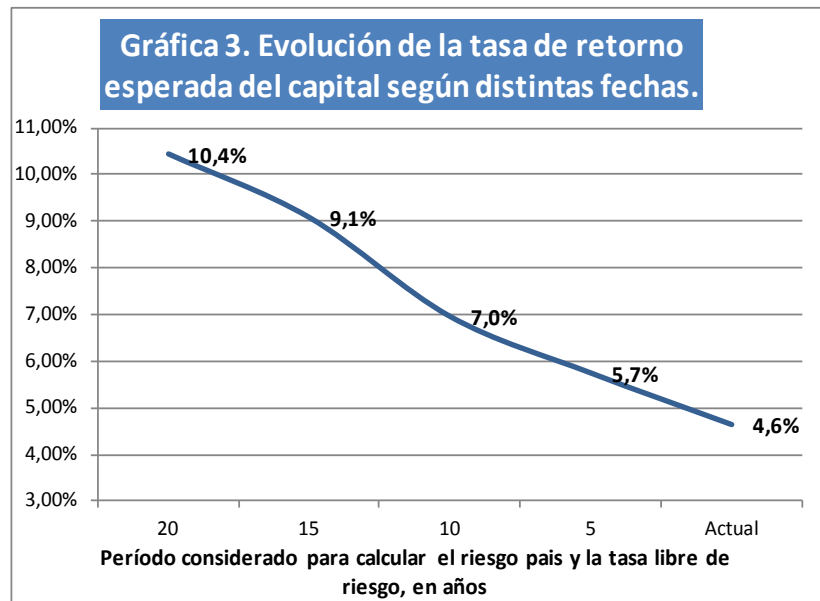
Para efectuar este cálculo se opta normalmente por utilizar los promedios de 20 años de los rendimientos de los Treasury Bonds 10 Years de la Reserva Federal de los Estados Unidos. Ese promedio resulta exigente respecto al costo de oportunidad del capital, dado que incluye valores de fines de la década 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 2,76%, y continúa en niveles bajos en la actualidad en comparación con los valores históricos, a pesar del repunte del último año.



Se entiende en general, que si bien es razonable esperar que se siga incrementando la tasa de interés en el corto plazo, no se espera que alcancen niveles tan altos como en el período referido, debido al abundante ahorro que existe en la economía mundial.

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.





Aplicando valores actuales, que recogen el rendimiento de los TB10Y, se llega a una tasa de retorno esperada para el capital en el entorno del 4,6%. Este valor es sensiblemente inferior a la TIR esperada del inversor en CPs (9,19%). Si bien estas comparaciones no pueden tomarse en sentido estricto, constituyen una referencia que –entre otras- ayuda a conformar un juicio acerca del retorno proyectado de los CPs.

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:

<b>Cuadro 6. Cumplimiento del proyecto al 31/12/ 2017</b>		
<b>Concepto</b>	<b>Presupuesto</b>	<b>Logrado</b>
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	43.335

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 comprada, plantada, por plantar y no forestable (has)**

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	
<b>Total</b>	<b>13.225</b>	<b>471</b>	<b>4.670</b>	<b>4.010</b>	<b>1.219</b>	<b>1.266</b>	<b>24.861</b>

Fuente: Indufor

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.

Las exigencias mínimas de cumplimiento establecidas<sup>8</sup>, se adecúa a las características del proyecto, en tanto complementa las exigencias de compra de tierra e implantación -ya que se compra todo 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 Eucalipto y 7 para el Pino, por lo que no corresponde considerarlo en esta oportunidad.

En el caso del cumplimiento anual del presupuesto, se verifican algunos desvíos superiores a los admitidos en el contrato, pero se deben considerar tres aspectos:

- El contrato establece que "el Administrador deberá ejecutar con un desvío no superior al 25% el Presupuesto Anual", y al 31 de diciembre de 2017 aún no se había completado el primer año desde que se dispone de los campos.
- La entrega de los campos adquiridos, se produjo de una forma, que no ha permitido cumplir con el calendario de tareas previsto.
- La situación del mercado no era la adecuada para realizar la tala rasa de los montes de pino que se habían previsto

De todas formas se presenta la información correspondiente a la evolución de las ventas, los costos de producción y la inversión.

En el caso de las ventas –de menor cuantía prevista-, se registra una caída muy significativa para el año de ingresos totales respecto de lo previsto inicialmente, a consecuencia que se han demorado tanto los raleos como la tala rasa proyectado.

<sup>8</sup>. Cláusula 10 del Contrato de Fideicomiso

**Cuadro 8. Ventas totales del año 2018**

Ventas	Area (has)			Volumen (m3)			Valor (USD)		
	Real	Presup.	Diferencia	Real	Presup.	Diferencia	Real	Presup.	Diferencia
Raleo Pino	37	800	-763	1.617	35.000	-33.383	26.991	584.500	-557.509
T. Rasa Pino	0	210	-210	0	42.000	-42.000	0	168.000	-168.000
<b>Total</b>	<b>37</b>	<b>1.010</b>	<b>(973)</b>	<b>1.617</b>	<b>77.000</b>	<b>(75.383)</b>	<b>26.991</b>	<b>752.500</b>	<b>(725.509)</b>

Fuente: El Operador

Los gastos por su parte, y por la misma razón, fueron muy menores a los previstos para el año 2017, como consecuencia de las demoras referidas.

**Cuadro 9. Costos de producción para el año 2017.**

Costo de producción	Dólares		
	Real	Presupuesto	Diferencia
Tala Rasa	19.228	638.240	-619.012
Raleo	19.701	561.052	-541.351
Marcación	4.696	28.458	-23.762
Caminería	66.002	225.328	-159.326
Flete	8.375	1.127.423	-1.119.048
<b>Total</b>	<b>118.002</b>	<b>2.580.501</b>	<b>-2.462.499</b>

Fuente: el operador

Por último, las inversiones en línea con lo anterior, también fueron menores a lo proyectado, pero en menor proporción, ya que se priorizó la realización de nuevas plantaciones.

**Cuadro 10. Inversiones realizadas en el año 2017.**

Inversión	Dólares		
	Real	Presupuesto	Diferencia
<b>Implantación</b>			
Contr. hormigas	216.089	287.396	-71.307
Contr. malezas	135.188	198.823	-63.635
Herbicidas	227.082	252.008	-24.926
Plantación	1.466.085	2.111.248	-645.163
Raleo a pérdida	577.825	456.770	121.055
<b>Sub total</b>	<b>2.622.269</b>	<b>3.306.245</b>	<b>-683.976</b>
<b>Manejo</b>			
1er. Poda	336.213	253.070	83.143
2da. Poda	268.412	1.066.192	-797.780
Raleo a pérdida	212.602	355.158	-142.556
Marcación poda	78.303	96.460	-18.157
<b>Sub total</b>	<b>895.530</b>	<b>1.770.880</b>	<b>-875.350</b>
<b>Total</b>	<b>3.517.799</b>	<b>5.077.125</b>	<b>-1.559.326</b>

Fuente: el operador

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

Para la presente actualización, se contó con una tasación de los activos la cual fue realizada a diciembre de 2017 por Indufor Asia Pacific Limited. En opinión de Indufor, basado 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 a la emisión.

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 ha 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 clave en el negocio del fideicomiso.

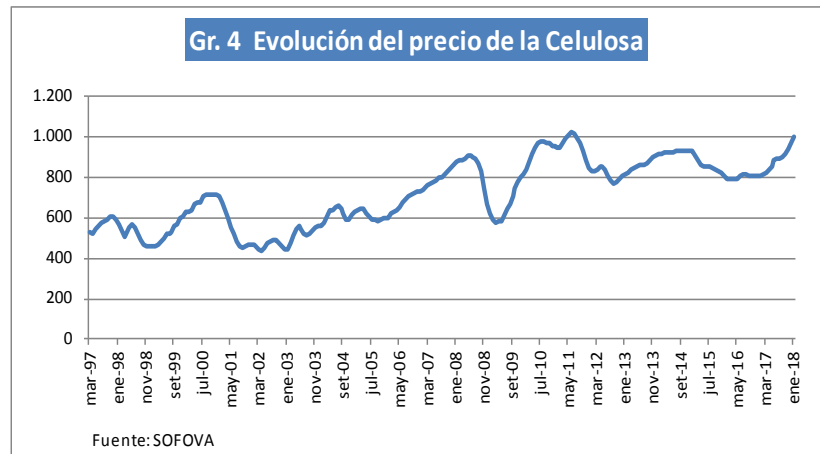
### 5.2 El precio de la madera

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.

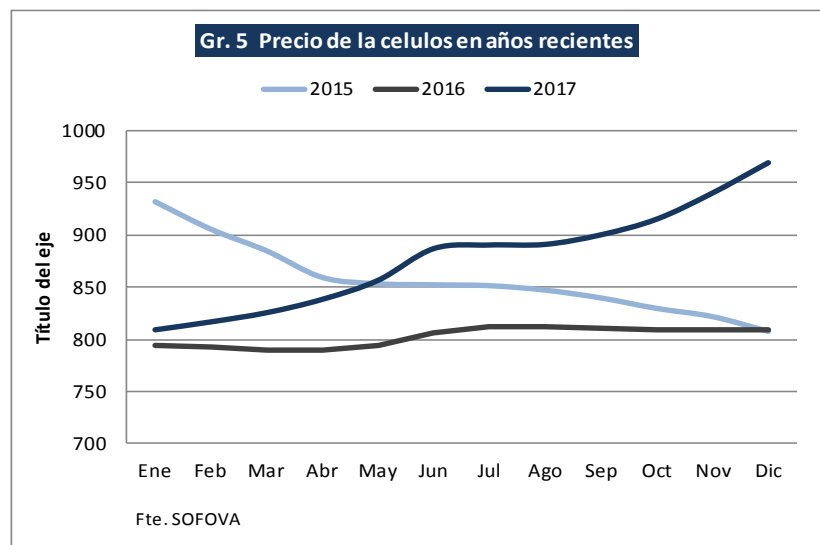
La tendencia de largo plazo esperada para los precios de la madera, es que todo indica que los precios deberían mostrar una tendencia creciente, y ello se sustenta en el hecho de que la demanda crecerá de la mano del incremento de la población mundial y del crecimiento económico de los países emergentes.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

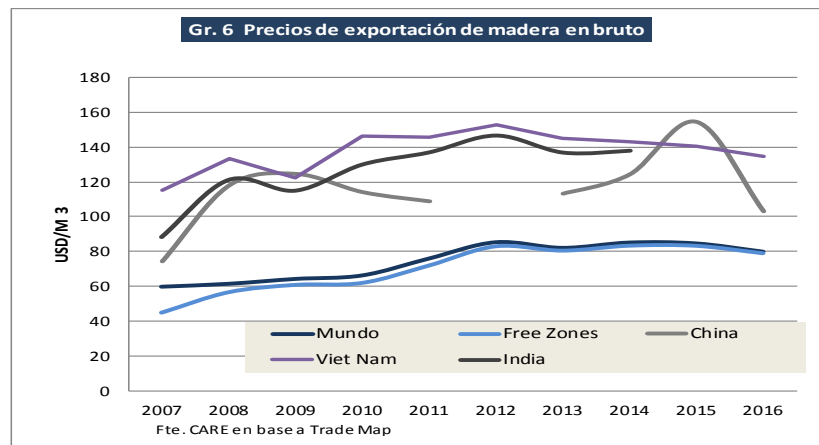


Durante el año 2017 y especialmente en el último semestre el precio de la celulosa ha mostrado un aumento importante como consecuencia de que el incremento de la demanda supera a la oferta y los stocks se mantienen en niveles bajos. La bibliografía consultada estima que estos precios tonificados se mantendrán seguramente por algún tiempo. En los primeros meses de 2018, esa tendencia creciente ha continuado



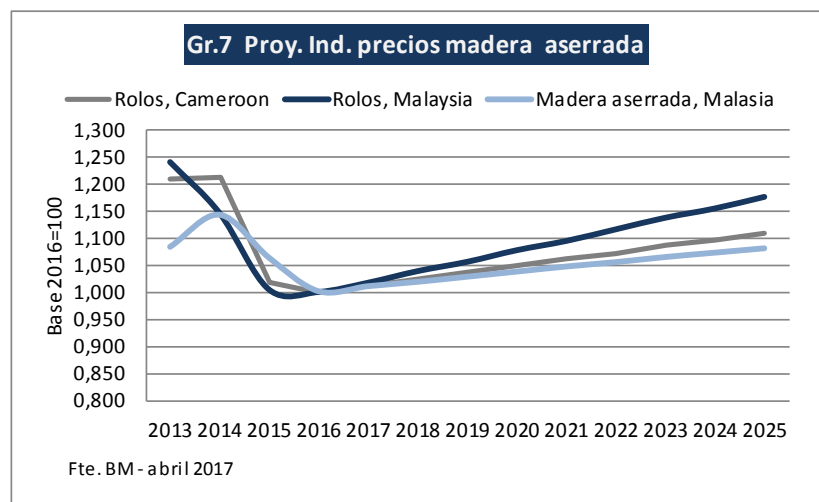
Otro indicador relevante a los efectos del proyecto, lo constituye el mercado de la madera en rolo, o madera en bruto, dado que por la ubicación de los montes, el destino más probable de la producción sea la exportación como madera en bruto.

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 (véase gráfica 6). 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.



No se dispone de proyecciones de precios a futuro para la celulosa, de fuentes representativas, se toman las formuladas por el Banco Mundial respecto de la materia prima, que reporta tendencias alcistas a partir de 2017.

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.



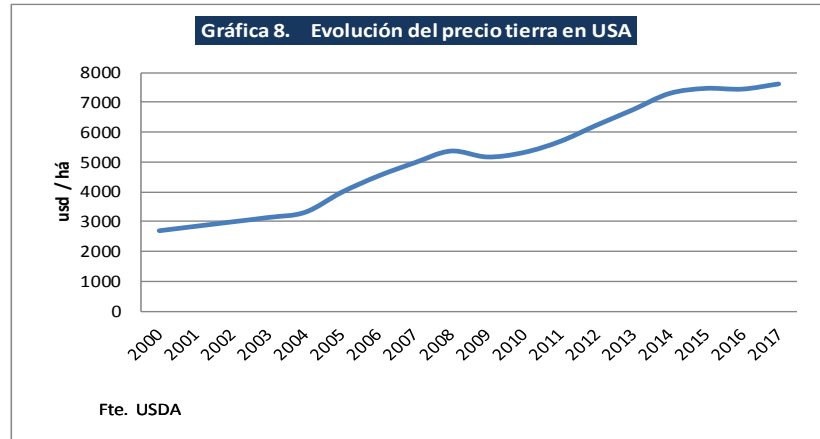
### 5.3 El precio de la tierra

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.

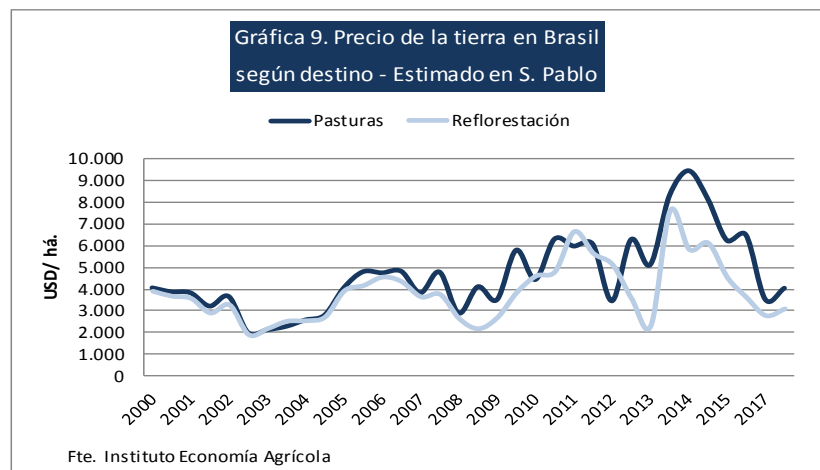
Las perspectivas de demanda internacional por tierra son alentadoras y ubican los precios en niveles crecientes para el corto y mediano plazo. En este caso se actualiza el comportamiento de los precios en diferentes países considerados de importancia



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 -según cifras preliminares- retomaría la tendencia al crecimiento en 2017. El precio en Estados Unidos cayó únicamente en los primeros años de la década del ochenta ante el cambio de la política monetaria denominado "Plan Volker (véase informe de actualización anterior) y en menor medida, después de la crisis financiera de Lehman Brothers, y en forma muy moderada (véase gráfica 8). Cualquiera de los dos shocks negativos en el nivel de precios, fueron revertidos en pocos años.

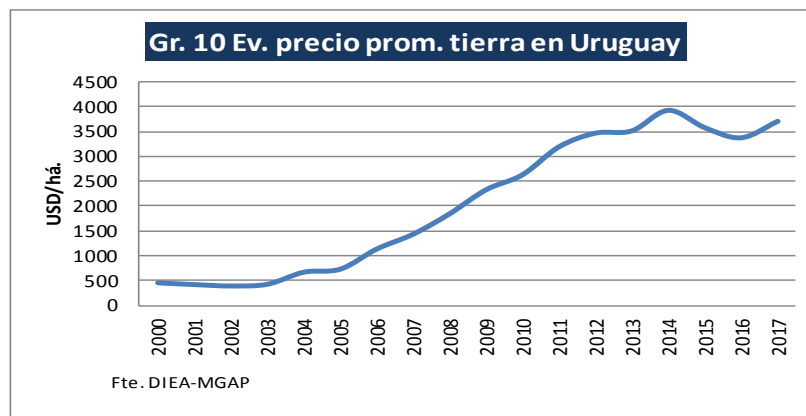


El comportamiento del precio de la tierra en Brasil, está afectado, además de por los factores descritos oportunamente para la tierra en general, por el efecto del tipo de cambio, en la medida que en ese país, la cotización del recurso, se realiza en moneda nacional. Por ello, las fluctuaciones son amplificadas por este efecto. En el año 2014 comenzó una fuerte caída de los precios de la tierra, parece comenzar a revertirse en 2017, según cifras preliminares (véase gráfica 9)



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, recientemente confirmadas también para

el segundo, muestran una franca recuperación, mostrando un comportamiento con cierta similitud a la evolución del precio en los demás países analizados (véase gráfica 10)<sup>9</sup>.



Por otra parte, CARE actualizó en análisis del comportamiento de las tasas promedio de evolución del precio de la tierra en intervalos de diferente cantidad de años, sobre una base de datos que se inicia en 1969, en función de los datos preliminares reportados por DIEA para 2017. La información evidencia que se mantiene una muy alta tasa de valorización en términos de dólares corrientes, para todos los intervalos considerados; es de destacar, por el contrario, la marcada caída en la variabilidad a medida que se aumenta el intervalo entre compra y venta. Para el intervalo de veinte años, se registra un desvío standard del 2.5% y un coeficiente de variación del 30% (cuadro 11).

**Cuadro 11. Tasas de evolución y variabilidad del precio de la tierra en distintos intervalos**

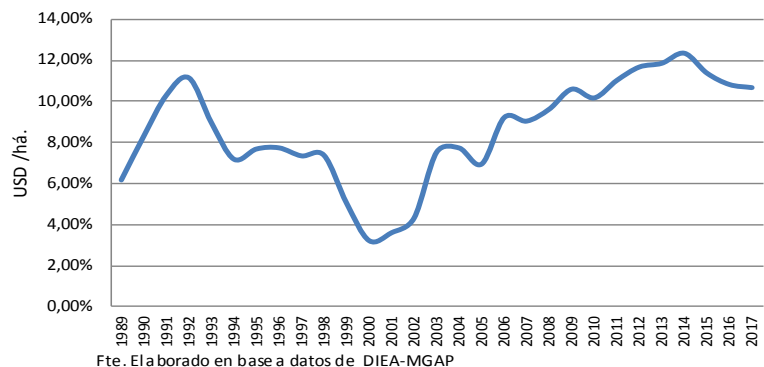
Variable	Período considerado (años)					
	7	8	9	12	15	20
Tasa promedio	9,20%	9,10%	9,00%	8,30%	10,20%	8,60%
Desv. St.	10,20%	9,40%	8,40%	6,00%	3,40%	2,50%
Coef. Var.	111,20%	102,70%	93,60%	72,70%	33,00%	29,40%

Fuente: elaborado en base a datos de DIEA-MGAP

La evolución anual de este indicador –para intervalo de 20 años, por ejemplo– 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 10% de crecimiento anual (gráfica 11).

<sup>9</sup>. 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%)

**Gráfica 11. Tasa var. prom. anual precio de la tierra en períodos de 20 años - Uruguay**



### 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)<sup>10</sup> de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.

Comité de Calificación



Ing. Julio Prieve



Sr. Martín Durán Martínez



Ing. Adrián Tambler

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