

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

Montevideo, marzo de 2019

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

**Actualización de la Calificación de oferta pública de Certificados de Participación
escriturales por USD 190.000.000.
25- marzo - 2019**

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:	Certificados de participación
Moneda:	Dólares americanos
Importe de la emisión:	USD 190.000.000
Fecha de la suscripción de los valores a emitir:	6 de diciembre de 2016
Plazo de la emisión:	20 años.
Distribuciones:	Según resultados acumulados de acuerdo a procedimiento establecido
Activos del Fideicomiso:	Tierra y bosques forestales
Comité de calificación:	Ing. Julio Preve, Ing. Agr. Adrián Tamber y Cr. Martín Durán Martínez
Calificación de Riesgo:	BBB+ (uy) ¹
Vigencia:	30 de noviembre de 2019
Manual utilizado:	Manual Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros

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

Resumen General

CARE 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:

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico ofrece las garantías necesarias tal como se aprecia en el informe jurídico del Anexo I de la calificación original.
- Un proyecto que desde el punto de vista físico y económico supera en el mismo sentido que en el punto anterior, diversas pruebas; y que al mismo tiempo se destaca por el nivel de cobertura de múltiples variables consideradas. Incluso en esta oportunidad se realizó una nueva estimación satisfactoria del Costo de Oportunidad del Capital, recogiendo las variaciones en la tasa de interés internacional y en el riesgo país.
- Un negocio compuesto por la adquisición de 46.269 hectáreas; la superficie plantada es de 25.511 hectáreas, y hay 4.411 para plantar en próximos años, lo que arrojará un aprovechamiento promedio de 65%. Esta superficie se completó con la adquisición en octubre 2018 de un predio de 1.782 hectáreas perteneciente al Fideicomiso Financiero Bosques del Uruguay II. Esta operación fue aprobada por la asamblea de titulares de los Certificados de Participación en la que por unanimidad se decidió la operación.
- En sus líneas fundamentales repite otros dos emprendimientos 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 adquirió una extensión de tierras con un negocio en marcha, con la cual se mitigaron considerablemente los riesgos de adquisición y plantación. Un cuarto Fideicomiso está pronto a emitir para llevar adelante un emprendimiento muy similar a este último, el cual también fue calificado por CARE
- 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 Informa que se han cumplido a satisfacción los estándares mínimos esperados para el año 2018 en cuanto a áreas plantadas, porcentajes de prendimiento, ejecución presupuestal y el Incremento Medio Anual (IMA) de los bosques.
- Un diseño de gobierno corporativo que acota el riesgo a los inversionistas y que hasta la confección del presente informe ha funcionado en forma adecuada (informes del operador, asambleas de titulares de Certificados de Participación e informes del comité de vigilancia).

- La tasación de los campos y los montes del Fideicomiso al 31 de diciembre de 2018 arroja un valor total de USD 181 millones. Es la segunda tasación que se realiza y muestra un incremento de un 4,6% con relación a la realizada en año anterior. Una parte de este incremento en el valor del patrimonio forestal se explica por la compra del último campo (1.782 hectáreas), pero la mayor incidencia en ese aumento es por el incremento del valor de los montes.
- Aunque los precios de los commodities agrícolas han registrado un descenso en años recientes, desde hace ya algún tiempo las proyecciones más confiables señalan una relativa estabilidad de los mismos. En particular, la celulosa y los productos forestales han mostrado una clara recuperación, separándose del resto de las commodities, en respuesta a una demanda muy sostenida. En la Sección V se actualiza la información y se profundiza sobre este aspecto, en particular la evolución del precio de la tierra y de la madera.
- No se advierten amenazas en lo que respecta a las políticas públicas.

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para actualizar la calificación de los certificados de participación en el dominio fiduciario del fideicomiso financiero nominado "Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay III", por un valor nominal de USD 190.000.000 (ciento noventa millones de dólares).

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

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

CARE Calificadora de Riesgo es una calificadora con registros y manuales aprobados por el Banco Central del Uruguay a partir de abril de 1998. Califica conforme a su metodología oportunamente aprobada por dicha autoridad, seleccionando los profesionales necesarios para integrar en cada caso el comité de calificación, el que juzga en función de sus manuales. Estos, su código de ética, registros y antecedentes se encuentran disponibles en el sitio web: www.care.com.uy así como en el del regulador: www.bcu.gub.uy. El comité de calificación estuvo integrado en este caso por el Cr. Martín Duran, el Ing. Agr. Adrián Tamber y el Ing. Julio Preve. CARE contrató los servicios del Dr. Leandro Rama para la evaluación del riesgo jurídico en ocasión de la calificación original cuyo informe se adjuntó en Anexo I de la misma². Asimismo CARE contrata regularmente informes de campo adicionales.

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

². Disponible en www.care.com.uy

2. Antecedentes generales y hechos salientes del período

Como antecedente más relevante 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 satisfacción con los planes de negocios originales, análogos al que se presenta en esta oportunidad. Por otra parte, se está preparando un cuarto fideicomiso de características muy similares a los anteriores con una emisión de hasta 330 millones de dólares, el cual ya ha sido calificado por CARE.

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:

- Con el monto de la emisión fue posible adquirir una superficie de 46.269 hectáreas de las cuales el 55% se encuentren forestadas con las especies comerciales de mayor implantación en el Uruguay, a saber Eucalyptus sp. y Pino sp. Se prevé plantar 4.411 hectáreas adicionales para llegar a un 65% 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, 47 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 2018 de 25.611 hectáreas. La distribución de especies es: 13.174 has de Pinus taeda (51,4%), 4.816 has de Eucalyptus dunnii (19%), 4.080 has de Eucalyptus globulus (16%), 2.170 has de Eucalyptus grandis (8,5%), 1.034 has de Eucalyptus maidenni (4%) y 346 has de Pinus elliottii (1,3%),

- Con respecto a los ingresos, el prospecto proyectaba que del total estimado por ventas, un 70-80% corresponderá a la venta de madera y/o bosques en pie, un 20% a 25% a la venta de la tierra al final del proyecto, y menos del 1,5 % a ingresos por venta de bonos de carbono y pastoreo.
- Los objetivos trazados para el 2018 descriptos en el anterior informe fueron razonablemente cumplidos según informe del Comité de Vigilancia. Algunas particularidades destacables se desarrollan en los siguientes puntos.
- Las ventas de rolos pulpables de E. Globulus que estaban destinadas a la Planta de Montes del Planta fueron menores a las presupuestadas para 2018 como consecuencia de que el cliente solicitó diferir un poco las entregas hasta el 1er trimestre de 2019. Si bien durante el 2018 se cosechó el volumen necesario de rolos pulpables para hacer frente a los compromisos adquiridos, las ventas fueron inferiores y el saldo se encuentra en stock en el campo para entrega en 2019.
- El raleo de Pino previsto y que se realizó con normalidad durante el primer semestre de 2018, fue reducido hasta que las condiciones de mercado mejoren. Los precios de mercado del pino producto del raleo están deprimidos y no ha sido posible realizar esta operación de forma rentable. Se mantiene si la tala rasa del pino con destino a la exportación y en aquellos montes con destino a la reconversión.
- Los precios obtenidos por la madera de Eucalyptus fueron superiores a los esperados en todas las categorías, y en algunos casos con mercados deprimidos.
- Para el año 2018 estaba prevista la venta de madera por un total de 308,5 mil m3, y se vendieron 187 mil m3, verificándose una reducción de un 39%. En relación a los ingresos estaba previsto vender por 24,4 millones de dólares, habiendo sido finalmente las ventas reales por un monto de 17,0 millones de dólares (un 30% menores). Las diferencias en volumen y en valor, se explican por los aspectos referidos precedentemente.
- Fue adquirido en octubre de 2018 el establecimiento Cruz Roja que era propiedad del Fideicomiso Financiero "Bosques del Uruguay II" con una superficie de 1.782 hectáreas, de las cuales 1.350 son forestables y un 51% ya estaría plantado. Para la realización de esta compra 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.
- En el mes de setiembre de 2018 se realizó la última integración de fondos (Capital call) al Fideicomiso por U\$S 8.997.000, por lo que se completó la emisión.

- La consultora Poyry realizó una tasación de la totalidad de los predios y montes del Fideicomiso estimando un monto total de 181,0 millones dólares conformado por 135,2 millones por la tierra, 43,8 millones por los montes y 2 millones por concepto de ingresos por pastoreo. Esta nueva estimación supone un aumento de un 4,2% en el patrimonio forestal con respecto del año anterior, compuesto por un crecimiento de un 2,7% en los valores de la tierra y un 19,3% en los valores de los montes. Hay que tener presente que esta nueva tasación incorpora un nuevo establecimiento que es lo que explica el aumento en el valor de la tierra. Sin considerar este nuevo predio el valor de la tierra hubiera caído en aproximadamente un 1,2%, lo cual fue compensado por el crecimiento de los montes.

3. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- Estados contables intermedios de EF Asset Management al 30/09/2018.
- Estados contables del Fideicomiso al 31 de diciembre de 2018³
- Balance de Agroempresa Forestal al 31 de diciembre de 2017, con informe de auditoría
- Informe del tercer y cuarto trimestre de 2018 de Agroempresa Forestal
- Entrevistas con Agroempresa Forestal.
- Informe del Comité de Vigilancia a diciembre de 2018.
- Tasación de Poyry Tecnología Ltda al 31 de diciembre de 2018.
- Calificación de los Fideicomisos Financieros Forestales Bosques del Uruguay I y II realizadas por CARE y sus sucesivas actualizaciones.

³ CARE aún debe recibir los documentos definitivos.

II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

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

1. Descripción general

Denominación: Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay III

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

Operador administrador: Agroempresa Forestal S.A.

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

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

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

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

Títulos a emitir: Certificados de participación

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

Moneda: Dólares

Importe de la Emisión: USD190.000.000

Fecha de suscripción: 6 de diciembre de 2016

Plazo de la emisión: 20 años. Máximo 30 años.

Distribuciones: Según resultados acumulados de acuerdo a procedimiento establecido

Calificación de Riesgo: BBB+(uy)

2. El análisis jurídico

El análisis jurídico procura descartar cualquier eventualidad de conflictos derivados por ejemplo de la construcción jurídica, los contratos respectivos, el cumplimiento con normas vigentes, etc⁴.

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 y puede llevar un tiempo difícil de determinar. *El riesgo es medio bajo*.

⁴. Ver Anexo I de la calificación original, disponible en care@care.com.uy

III. LA ADMINISTRACIÓN

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

1. Ef Asset Management (EFAM)

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

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

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

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

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

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

Concepto	30/9/2018	31/12/2017	31/12/2016
Activo Corriente	11.994	9.391	12.515
Activo no Corriente	97.303	81.968	79.870
Total Activo	109.297	91.360	92.385
Pasivo Corriente	14.939	13.068	12.998
Pasivo no Corriente	65.433	52.817	55.330
Total Pasivo	80.372	65.885	68.328
Patrimonio	28.925	25.474	24.056
Total Pasivo y Patrimonio	109.297	91.360	92.385
Razon Corriente	0,80	0,72	0,96

Fuente: EE.CC EFAM

Los resultados parciales de la firma a setiembre de 2018 muestran un incremento respecto al mismo periodo del año anterior explicado fundamentalmente por resultados financieros.

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

Concepto	30/9/2018	30/9/2017	31/12/2017
Ingresos Operativos	32.637	28.545	38.189
Gastos Adm. y Vtas.	(28.731)	(24.094)	(33.804)
Resultado Operativo	3.905	4.450	4.385
Resultados Financieros	800	(948)	(1.647)
Resultados antes de impuestos	4.705	3.503	2.738
IRAE	(1.255)	(991)	(1.040)
Resultado del período	3.451	2.512	1.699
Res Operativos/Ingresos	11,96%	15,59%	11,48%
Res Ejercicio/Ingresos	10,57%	8,80%	4,45%

Fuente: EE.CC de EFAM

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

2. Agroempresa Forestal S.A. (AF)

La empresa operadora ya ha sido analizada por CARE en ocasión de la calificación original de este fideicomiso y otros análogos a este (BDU I y BDU II) 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 opera en más de 100.000 hás.

En Uruguay, siendo el antecedente más relevante, AF administra el patrimonio de tres fideicomisos calificados por CARE (incluyendo este) que entre todos suman un patrimonio superior a los USD300 millones; a estos se le agrega una cuarta operación, también calificada por CARE, ya aprobada con una emisión prevista de hasta USD330 millones.

El Directorio de AF sigue estando presidido por el Ing. Agr. Francisco Bonino y la Gerencia General por el Ing. Industrial Mecánico Dan Guapura. Actualmente integran el grupo vinculado a actividades locales, un total de 28 personas (incluyendo 2 personas afectadas a AF Maderas). Una vez se ponga en marcha la cuarta operación se estima que la nómina supere las 50 personas.

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 31/12/17.

De acuerdo a los últimos tres EE.CC presentados y que CARE tuvo a la vista, la firma muestra una evolución patrimonial positiva y creciente, consistente con la evolución de resultados obtenidos.

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

Con fecha 22/8/16 se celebró el contrato de fideicomiso cuya inscripción fue autorizada por el BCU con fecha 16/11/16. El 6/12/16 se llevó a cabo en BEVSA la colocación de USD190 millones en Certificados de Participación (CP"s). Los mismos se encuentran totalmente integrados desde el 24/9/18, fecha en que se realizó la última integración por casi USD 9 millones.

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

Se recuerda que luego del cierre del ejercicio 2017 auditado por la firma Ernest & Young Uruguay se cambió de firma y a partir de entonces la auditoría está a cargo de Deloitte. Una de las consecuencias es que los EE.CC se presentan en dos monedas; en la moneda funcional (USD) y en la moneda legal (\$). Por considerarlo más representativo de la evolución del proyecto, de aquí en más se informarán los EE.CC presentados en USD por lo que en esta ocasión, el comparativo se hará solamente respecto al periodo inmediatamente anterior

En los cuadros siguientes se ilustra el estado de situación y de resultados del Fideicomiso al 31/12/18.

Cuadro 3: Estado de Situación Fideicomiso (miles u\$s)

Concepto	31/12/2018	31/12/2017
Activo	210.499	198.003
Activo Corriente	11.441	10.642
Activo no Corriente	199.058	187.360
Pasivo	8.811	4.582
Pasivo Corriente	2.153	1.477
Pasivo no Corriente	6.659	3.104
Patrimonio	201.688	193.421
Pasivo y Patrimonio	210.499	198.003
Razón Corriente	5,31	7,21

Fuente: EE.CC del Fideicomiso

Con los fondos integrados, el Fideicomiso adquirió tierras, en parte forestadas, registrándose al cierre de diciembre de 2018, según Notas a los EE.CC, 25.511 háts plantadas de una superficie total de 46.279 háts (incluyendo la compra de 1.782 háts concretada en el mes de octubre). Se informa que, de la superficie forestable, restan plantar 4.411 háts lo que, al concretarse, llevaría el nivel general de superficie aprovechable para forestación a 65 %, dentro del rango esperado.

Como corresponde al final de cada ejercicio, se realizaron las tasaciones de los activos biológicos y la tierra. Al cierre, arrojaron un valor de USD 43.8 millones para los bosques, USD 135.2 millones para la tierra y unos USD 20 millones de mejoras. Eso se refleja en el rubro activo no corriente y explica en buena medida el patrimonio contable del fideicomiso que, como puede observarse en el cuadro precedente, excede en más de USD 11 millones los fondos recibidos de la emisión.

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

Concepto	31/12/2018	31/12/2017
Ingresos operativos	17.287	342
Cambio de valor activos biológicos	9.601	(17.607)
Costo de los bienes vendidos	(17.337)	(32)
Resultado bruto	9.552	(17.296)
Gastos Administración y Ventas	(4.185)	(3.499)
Resultados Financieros	394	90
Resultado del periodo antes IRAE	5.761	(20.705)
IRAE	(4.028)	(3.112)
Resultado del periodo	1.732	(23.817)
Otro resultado integral del periodo	(2.462)	36.522
Resultado integral del periodo	(730)	12.705

Fuente: EE.CC del Fideicomiso

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

De todas formas, en esta operación en particular en que se adquirieron bosques ya implantados con distinto grado de madurez, las ventas por tal concepto son significativas. En el ejercicio cerrado en 2018, los ingresos por venta de madera representaron casi USD 17 millones.

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

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

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

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

El Proyecto planteado en el prospecto sobre la base de esos supuestos presentó 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 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 (8%)

	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.

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 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%).

Si bien no se dispone de nuevas proyecciones de flujos financieros una vez concretada la compra de las tierras y montes, se dispone si de tasaciones actualizadas que de acuerdo a las metodologías utilizadas permiten realizar algunas conclusiones. Las tasaciones presentadas a diciembre de 2018 estiman el “valor razonable” de las plantaciones forestales mediante técnicas de valor actual de flujos de fondos estimados esperados descontados a una tasa de interés del 8,5%. El patrimonio actual supera a la emisión por lo que se podría inferir que la tasa de retorno debería estar por encima de la tasa de descuento considerada (8,5%).

2. Nueva estimación del Costo 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 fondos⁵. Para ello se calculó el costo promedio ponderado del capital (WACC⁶) 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 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:

$E(r_i)$: Tasa de retorno esperada del capital

β_{im} : Riesgo sistemático propio respecto del riesgo de mercado⁸.

r_f : tasa libre de riesgo

$E(R_m) - R_f$: Prima de Riesgo país. Es el premio por riesgo específico al mercado que opera el proyecto.

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

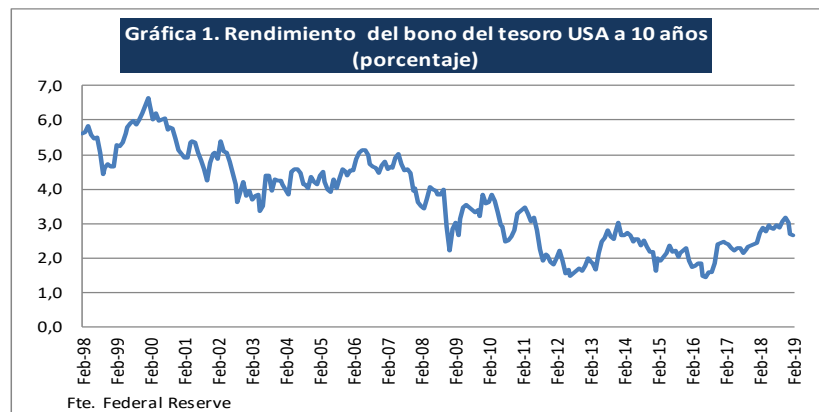
Para efectuar este cálculo se opta normalmente por utilizar los promedios de 20 años de los rendimientos de los Treasury Bonds 10 Years de la Reserva Federal de los Estados Unidos. Ese promedio resulta exigente respecto al costo de oportunidad del capital, dado que incluye valores de fines de la década de los noventa y comienzos de la década del 2000, en que el rendimiento se ubicaba entre 5 y 7%, cuando en los últimos diez años, ese rendimiento se ubicó en 2,48% y a febrero de 2019 se ubicaba en 2,7%.

⁵. El prospecto de emisión supone una tasa de descuento del 8%.

⁶. Weighted Average Cost of Capital

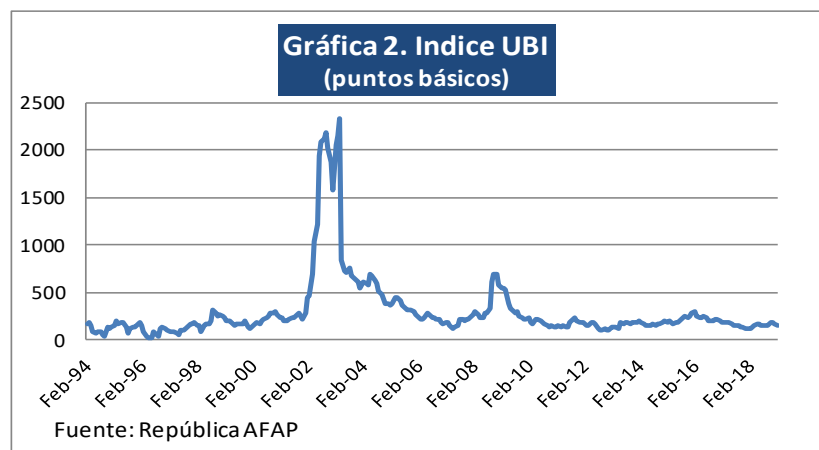
⁷. A. Damodaran, “Estimating Equity Risk Premiums” Stern School of Business.

⁸. Se consideraron los betas promedio de empresas de producción primaria de bienes agrícolas en mercados emergentes según A. Damodaram



El rendimiento de estos bonos ha venido creciendo en los años más recientes, superando el 3% en los últimos meses de 2018, consecuencia del aumento de la tasa de la FED. Sin embargo en los primeros meses de 2019 el rendimiento de los bonos ha bajado y muchos analistas ya estiman que el incremento de las tasas de la FED ya se estaría atenuando. En consecuencia, en el corto plazo no se deberían esperar mayores crecimientos en las tasas de interés de los bonos y no resulta razonable esperar que las mismas alcancen niveles tan altos como en el pasado.

Por su parte el riesgo país, medido a través del índice UBI de República AFAP, también incorpora datos "anómalos" cuando se incluye el período de la crisis de 2002. Si bien es una realidad que la economía uruguaya atraviesa en determinados períodos crisis de esa magnitud, no se considera muy probable que ello pueda ocurrir en el futuro mediano plazo.

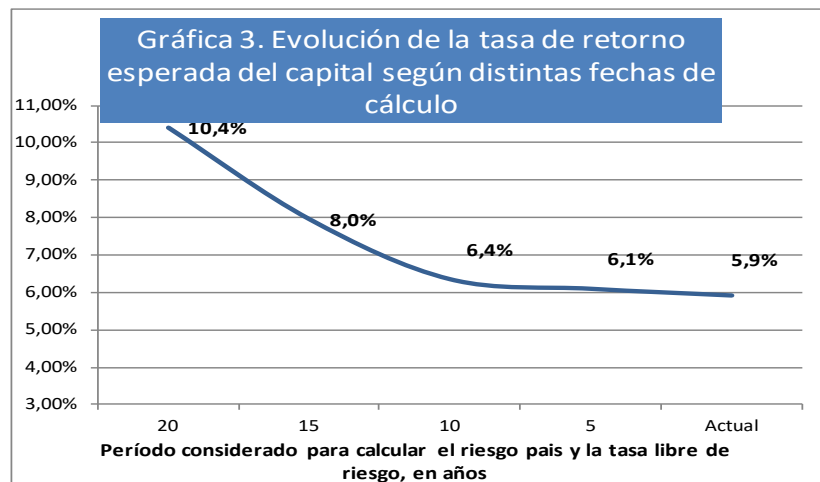


En esta ocasión y a la luz de estas discusiones, se calculó el $E(r_f)$ en distintos escenarios (el parámetro "beta unlevered" de Damodaram, para enero de 2019 se ubica en 1,02).

Por estos motivos, a los efectos de calcular estos indicadores se tuvieron en cuenta en primer lugar los niveles de riesgo actuales, que son aquellos sobre los cuales los inversores deben tomar las decisiones. En este sentido, para el caso del rendimiento de los bonos americanos se consideró 2,66% un valor menor al promedio de los últimos años pero superior al de los años más recientes, previéndose mayores subas en el corto plazo. Para el riesgo país

(índice UBI), se consideraron 162 puntos básicos, un valor sensiblemente más bajo que en el pasado reciente, pero que responde a la situación actual. Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 5,78%. Este valor es inferior a la TIR esperada del inversor (9,19%), lo que nos indicaría que la tasa prevista es superior a la teórica; también es inferior a las obtenidas a través de las sensibilizaciones realizadas. 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 ha aumentado en el pasado reciente como consecuencia del incremento en los retornos de los bonos del tesoro de EEUU (tasa libre de riesgo), no obstante aún está por debajo de los valores medios anteriores para períodos más largos y parecería estar estabilizándose. En este sentido interesa comparar los niveles actuales con los que cabía esperar con los valores promedio de los últimos 20, 15, 10 o 5 años. Puede verse claramente que si bien el costo de oportunidad ha aumentado recientemente, aún se mantiene por debajo de los valores esperados para períodos más largos.



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

3. Manejo económico-productivo

Las características del proyecto hacen que los resultados económicos, sean especialmente sensibles a las acciones llevadas a cabo por el operador: compra de tierras, establecimiento de los montes, mantenimiento de los montes, reconversión de especies, costos operativos, cosecha y venta, etc.

En el cuadro siguiente se presenta información sobre la superficie actual de montes por especie la cual está constituida por 47 establecimientos.

Cuadro 6. Distribución del área plantada en hectáreas por especie

	Superficie	Porcentaje
Pinus Taeda	13.175	51,4%
Pinus elliottii	346	1,3%
Eucalyptus Dunnii	4.816	18,8%
Eucalyptus Globulus	4.081	15,9%
Eucalyptus Grandis	2.170	8,5%
Eucalyptus maidenni	1.035	4,0%
TOTAL	25.622	100,0%

Fuente: Poyry (al 31 de diciembre de 2018)

Las exigencias mínimas de cumplimiento establecidas⁹ se cumplieron a satisfacción según consta en el informe del Comité de Vigilancia. Para el año 2018 las metas establecidas eran:

- Compra de tierras: cumplido desde el comienzo del proyecto.
- Área plantable: El proyecto no reporta superficie en estado “disponible para plantar” durante más de 12 meses consecutivos.
- Prendimiento de la plantación: Los porcentajes de prendimientos de las plantaciones realizadas en de otoño 2018 superaron el 80% exigido.
- Cumplimiento del presupuesto: Los rubros de plantación, poda, raleo, cosecha tala rasa y gastos del presupuesto tuvieron variaciones menores al 25% con respecto al presupuesto presentado al CV para el año. Las tarifas que se pagaron por las actividades estuvieron alineadas con el presupuesto.
- Incremento Medio Anual de las plantaciones: El IMA registrado durante la medición 2018 se encuentra dentro del rango de las curvas propuestas en el prospecto (mínima, más probable, máxima).

Las ventas reales del año 2018 respecto de lo presupuestado fue un 39% menos en volumen y un 30% menos en valor. Esto se explica como consecuencia de las menores ventas de madera para pulpa con destino a Montes del Plata, ya que el cliente solicitó que se retrasaran las entregas, las cuales se efectivizarán en 2019 y que entretanto se mantienen en stock. También se verifica una menor venta de madera de pino como consecuencia de un debilitamiento en la demanda externa y la creciente dificultad de colocar en el mercado doméstico, lo que llevó a reducir e incluso parar los raleos de pino y la tala rasa. Por su parte, los precios del eucalipto fueron mejores a los proyectados. Al 31 de diciembre hay un stock de madera valuado en 4,3 millones.

⁹. Cláusula 10 del Contrato de Fideicomiso

Cuadro 7. Ventas realizadas al cierre del año 2018 por destino y tipo (volumen y valor US\$)

Ventas	Volumen físico (m3)			Monto total (USD)			Monto por m3		
	Real	Presupuesto	Diferencia	Real	Presupuesto	Diferencia	Real	Presupuesto	Diferencia
Raleo Pino	4.320	20.996	(16.676)	160.846	827.241	(666.395)	37,2	39,4	(2,2)
Tala rasa Pino	37.740	62.567	(24.827)	1.821.855	2.876.522	(1.054.667)	48,3	46,0	2,3
Eucaliptus +40	3.329	8.188	(4.859)	619.587	1.432.813	(813.226)	186,1	175,0	11,1
Eucaliptus +30	31.988	25.627	6.361	5.082.223	4.023.439	1.058.784	158,9	157,0	1,9
Eucaliptus +20	9.509	8.900	609	1.302.516	1.156.935	145.581	137,0	130,0	7,0
Eucaliptus +40 (M.Domestic)	651			68.340			105,0		
Eucaliptus +30 (M.Doméstico)	2.662			225.245			84,6		
Tala rasa Euc. Grandis Pulpa	7.221	14.072	(6.851)	426.027	816.147	(390.120)	59,0	58,0	1,0
Tala rasa Euc. Globulus Pulpa	88.905	168.178	(79.273)	7.242.692	13.286.065	(6.043.373)	81,5	79,0	2,5
Leña	1.320			49.022			37,1		
Total	187.645	308.528	(120.883)	16.998.353	24.419.162	(7.420.809)			

Fuente: El Operador

La menor cosecha determinó una reducción sustancial en los costos de producción, especialmente de los fletes. La cosecha de madera para Montes del Plata, se realizó pero no se trasladó. En el resto de los componentes del presupuesto también hubo ahorros pero de mucho menor magnitud.

Cuadro 8. Costos de Producción e Inversiones de año 2018 por tipo de actividad (USD).

Actividad	TOTAL 2018		
	Real	Presupuesto	Diferencia
Costos de Producción	12.994.055	18.397.981	-5.403.926
Inversiones Implantación	4.040.016	4.443.868	-403.852
Inversiones Manejo	1.426.907	1.720.484	-293.577
Gastos	3.300.808	3.583.261	-282.453
Total	21.761.786	28.145.594	-6.383.808

Fuente: el operador

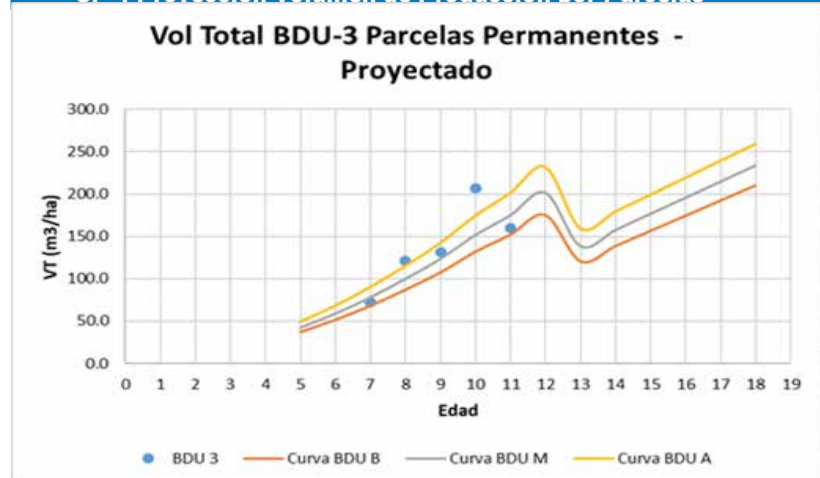
4.. Resultados de la medición de parcelas permanentes

Se instalaron 91 parcelas permanentes de las cuales 18 corresponden a Eucalyptus dunnii y 73 a Pinus taeda. Las parcelas de E. dunnii corresponden a las clases de edad 4 y 5 años, mientras que en el caso del P. taeda las edades van de los 7 a los 11 años. No hay a la fecha parcelas permanentes en Eucalyptus Grandis ya que las primeras plantaciones se realizaron en 2017. A partir del año 2020 se estarán instalando las primeras parcelas en esta especie y complementando con nuevas parcelas en E. Dunnii.

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.

Con estos parámetros de crecimiento y la densidad de los rodales se estimó la curva de inventario real y se la comparó con las presentadas en el prospecto de emisión. En el grafico adjunto se presenta la comparación para el Pino.

Gr 4 Proyección Volumen de Producción por Parcelas



Las líneas indican el crecimiento teórico esperado para una productividad baja, media o alta, y los puntos el resultado de las mediciones expresado en el volumen total de madera (en metros cúbicos por hectárea).

Los resultados de crecimiento que surgen de las parcelas permanentes se encuentra dentro de los valores presentados en el prospecto, e incluso más altos para algunas edades. En la medida que se consideren un mayor número de parcelas permanentes y se tengan más datos, se obtendrán estimaciones con mayor grado de significación y por ende una curva más robusta.

5. Tasación de la Tierra y los Montes Forestales

A diciembre de 2018 se realizó una nueva tasación de los campos y montes del Fideicomiso, en esta oportunidad con una nueva empresa. La tasación fue realizada por Poyry 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 2018 era de 181,0 millones de dólares, compuesto de la siguiente manera: 43,8 millones de la cosecha forestal, 2 millones por el valor presente del pastoreo y 135,2 millones por la tierra productiva. El valor total del activo muestra un incremento de un 4,2% respecto del año anterior, pero el mismo se explica por una mayor superficie, ya que en 2018 se incorpora un nuevo predio al fideicomiso.

Si se analiza el precio de la hectárea en forma individual, la nueva tasación muestra una reducción de un 1,2% en la tierra sin montes y prácticamente un idéntico valor si se considera la tierra con montes y mejoras. Esto se explica por un aumento sensible del valor de los activos biológicos (bosques) que entre 2017 y 2018 aumentan en un 19% pasando de 36,7 a 43,8 millones de dólares.

En el cuadro 9 se presenta la evolución de los valores 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.

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

	En dólares por hectárea	
	Tierra	Tierra, montes y pastoreo
2016	2.949,9	3.600,6
2017	2.959,3	3.903,0
2018	2.922,4	3.911,7
Variación 2018/2016	-0,9%	8,6%

Fuente: Care en base a las tasaciones

2. 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, que es compartida por toda la bibliografía consultada, 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.

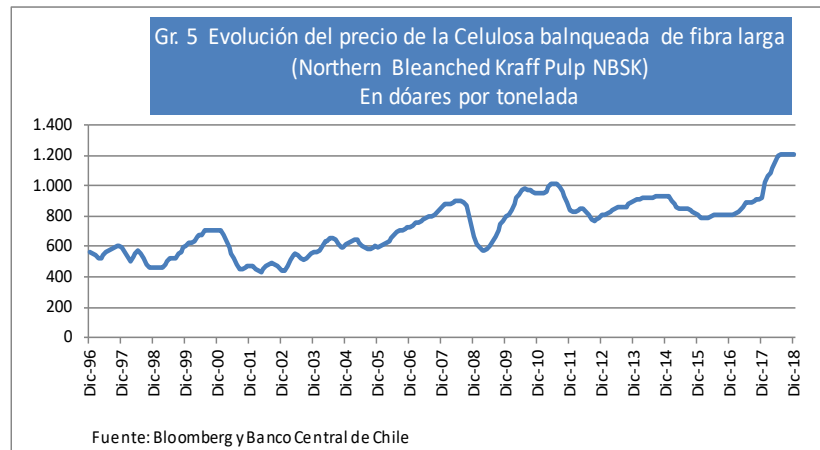
Los precios de la madera; a nivel internacional, regional y doméstico han evidenciado trayectorias acordes a las planteadas en el prospecto de emisión. Para esta calificación CARE realizó una actualización de la información clave del sector confirmando que no hay mayores desvíos respecto de la trayectoria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

El 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

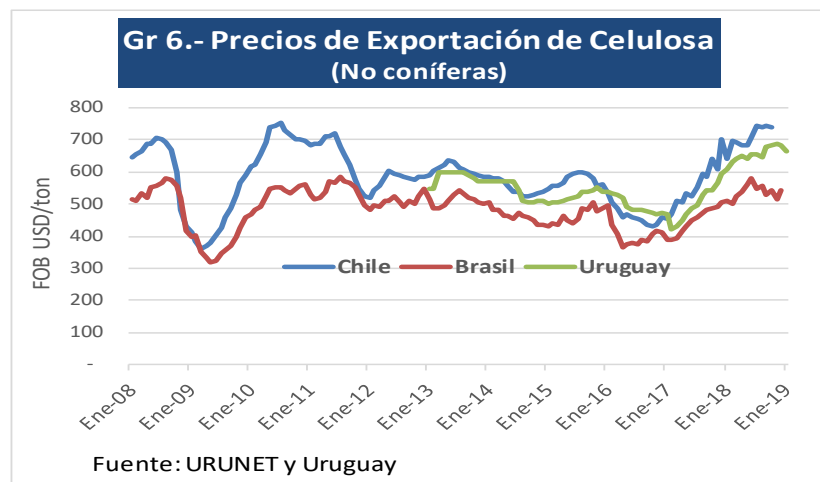
materia prima para la industria de transformación química y mecánica, con posibilidad de acceso a los mercados más exigentes del mundo.

El contexto internacional se presenta en la actual coyuntura como muy favorable para el sector, con precios en niveles muy elevados, tanto en pulpa de celulosa como en madera sólida.

Los precios de la celulosa se encuentran en niveles récord; en Europa el precio de la tonelada de pulpa de fibra larga (coníferas NBSK¹⁰), ha superado los mil dólares ubicándose en la actualidad en el entorno de USD 1.200. En China, principal mercado de pulpa (con el 35% de la demanda) la celulosa NBSK alcanzó los USD 875 por tonelada.



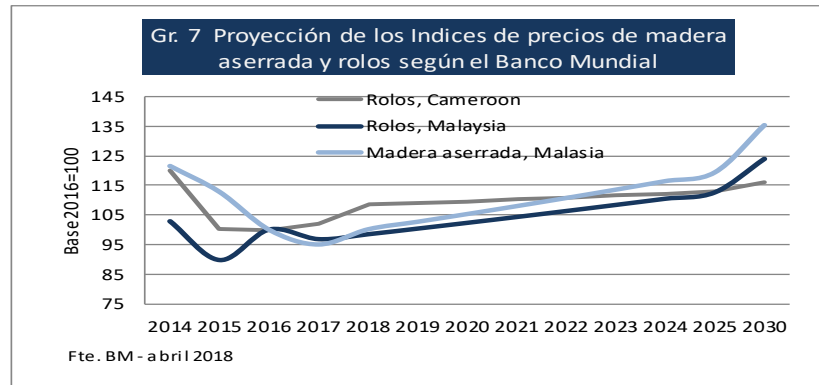
Desde principios del 2017 el precio de la celulosa ha mostrado un aumento muy importante como consecuencia de que el incremento de la demanda supera a la oferta y los stocks se mantienen en niveles bajos. Estos aumentos en los precios internacionales fueron recogidos por las exportaciones locales y regionales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



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

Por su parte, los precios de la madera en bruto y de los paneles también se encuentran en niveles muy altos en Estados Unidos, uno de los principales mercados de estos productor (Anuario de OPYPA, 2018).

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.



Como resultado a este mercado internacional muy favorable para el rubro, se verifica en el Uruguay un fuerte aumento en prácticamente todos los productos de exportación del país, para alcanzar en el año 2018 el valor récord de exportaciones. Por su parte, la pasta de celulosa pasó a ser el principal producto de exportación.

Cuadro 10. Exportación de productos forestales seleccionados (en millones de dólares FOB)

	2015	2016	2017	2018	Variación
Celulosa	1.266,1	1.242,3	1.327,8	1.660,0	25,0%
Rolos (excepto eucalipto)	0,9	4,7	88,3	147,8	67,4%
Tableros madera contrachapados	62,2	57,8	63,5	76,3	20,2%
Chips de eucalipto	56,5	82,0	62,7	103,6	65,3%
Madera aserrada No Coníferas	42,3	38,4	46,5	53,0	13,8%
Madera aserrada Coníferas	23,4	26,7	46,5	62,5	34,4%
Papel y Cartón	79,1	51,7	30,6	30,4	-0,6%
Rolos de eucalipto	24,4	16,9	20,6	29,5	43,2%
Chips de pino	-	0,0	0,8	0,4	-48,9%
Total	1.554,8	1.520,6	1.687,3	2.163,4	28,2%

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

Nota: No están consideradas las exportaciones a Zona Franca, ya que se consideran las exportaciones de pulpa de salen de ese destino.

El incremento en las exportaciones de celulosa se explican básicamente por un mayor precio ya que las dos plantas se encuentran produciendo a capacidad plena. En cambio el aumento en el resto de los conceptos se debe también a un mayor volumen de exportaciones, respondiendo a un mercado muy dinámico (rolos, madera aserrada, tableros, chips de eucalipto)

Los rolos de eucalipto se exportan a Vietnam y China (aprox. 54% y 39% respectivamente), con pequeñas participaciones de otros países asiáticos. Los precios que se alcanzan en esos mercados, son mayores a los que se obtienen en la "exportación a zona franca", actualmente en un 78%, pero se debe destacar que esa diferencia se ha venido reduciendo en la última década. Cabe

destacar, que más del 95% de las exportaciones uruguayas de madera en bruto de eucalipto tienen como destino las plantas de celulosa que se encuentran en zona franca.

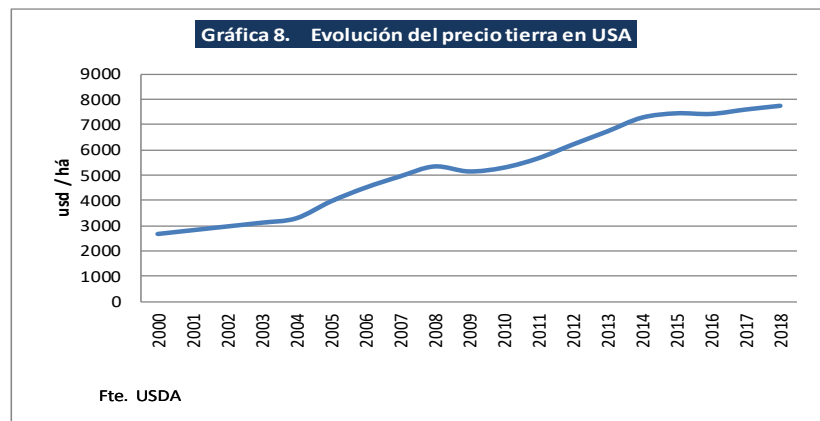
Las exportaciones de madera rolliza de pino tomaron impulso a partir de julio del año 2017 y fueron particularmente importantes durante el año 2018 en donde se exportaron casi 150 millones de dólares, un aumento de un 67% respecto del año anterior, constituyéndose en el segundo rubro en importancia. Prácticamente la totalidad de las exportaciones tuvo como destino a China.

Las exportaciones uruguayas de madera aserrada de pino se viene incrementando sostenidamente, en un marco de mayor disponibilidad de madera de coníferas. Este aumento en las exportaciones de los últimos dos años se explica fundamentalmente por una mayor demanda de China, mercado que explica el 45% del total exportado y le sigue Estados Unidos con un 24% que lo coloca también como un atractivo mercado.

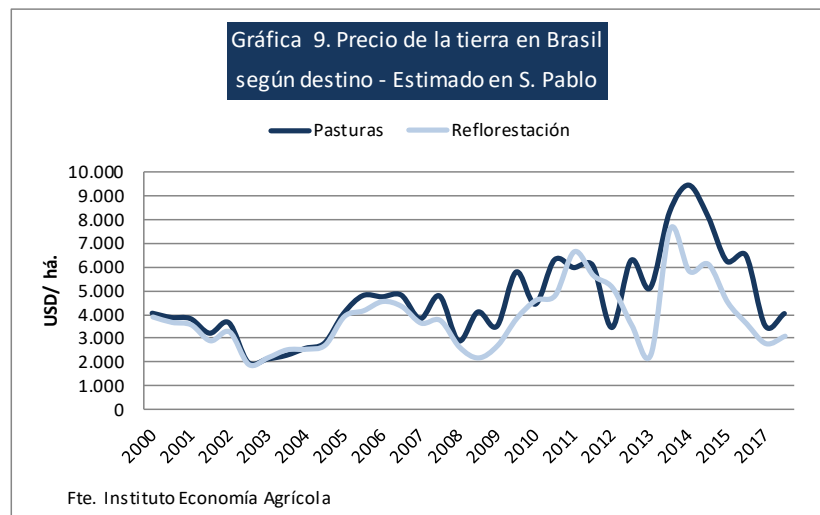
Todo indica que las perspectivas para el rubro en lo que refiere a los precios de la madera son auspiciosas. El escenario internacional de precios para la pulpa de celulosa se va a mantener sostenido por la fuerte demanda de China, mientras que para el caso de la madera sólida además de China hay otros mercados contribuyendo a sostener los precios (EEUU, Vietnam, Europa, etc.).

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. 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, en lo que va del siglo XXI se observa una continua fase ascendente, con alguna excepción (2009 y 2015) en donde se verificaron mínimas reducciones, pero que no modifican la tendencia. El precio en Estados Unidos cayó únicamente en los primeros años de la década del ochenta ante el cambio de la política monetaria denominado "Plan Volcker" y en menor medida, después de la crisis financiera de Lehman Brothers, y en forma muy moderada. Cualquiera de los dos shocks negativos en el nivel de precios, fueron revertidos en pocos años. En 2018, los precios de la tierra (promedio) aumentaron un 2%.



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

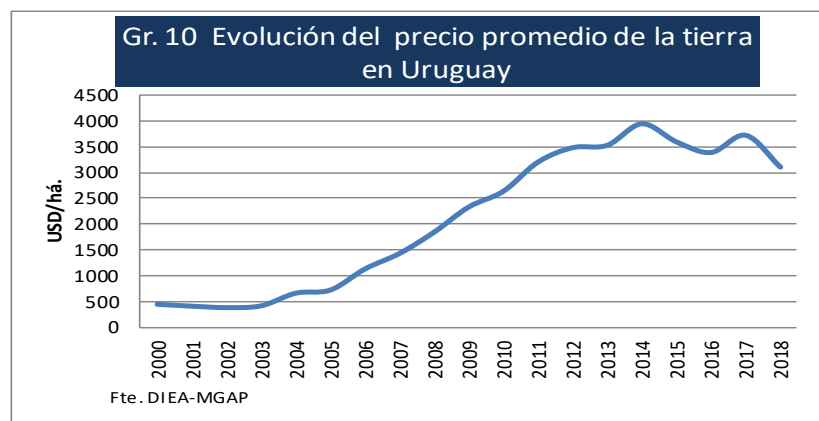


En Argentina, el precio de la tierra agrícola (de muy buena calidad), aumentó desde 1956 (USD 557 la Ha.) a enero de 2008 (USD 10.000 la Ha.) a un ritmo promedio de 3,5% acumulativo anual en términos reales, o sea descontando la inflación del dólar. Dicho crecimiento continuó hasta fines del 2011 (con 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 y las modificaciones en las políticas económicas generaron expectativas para el comienzo de una recuperación en los valores, lo que aún no ha ocurrido, explicado por la particular coyuntura económica con sus efectos sobre el tipo de cambio, la inflación y las expectativas de los inversores. Los periódicos desajustes macroeconómicos de la Argentina generan dificultades para la construcción de series de precios de la tierra confiables. En particular, en esta coyuntura hay muy pocos negocios y los mismos no permiten conocer lo que está ocurriendo en el mercado de tierras.

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 y en el primer semestre de 2018 la misma oficina da cuenta de una reducción de un 17% en el precio promedio de la hectárea media del país. En la Serie "Precio de la Tierra" Compraventas Primer Semestre 2018, publicado en enero de 2019 por DIEA, se informa de una reducción de un 17% en los precios, pero el propio documento aclara que si se analizan las transacciones de más de 1.000 hectáreas y si se estudia su destino *"podemos afirmar que para el primer semestre del 2017 la distribución de rubros fue un 88% forestal, 6% ganadero y 6% agrícola-ganadero; mientras que para el primer semestre de 2018 fue de 66% forestal, 23% ganadero y 11 agrícola-ganadero. El aumento en la comercialización de campos de aptitud ganadera en estas operaciones de superficie significativa explicaría parte del descenso en el precio promedio"*.

El escaso número de transacciones verificado en los últimos años genera algunas dudas en cuanto al mantenimiento de estas tendencias, lo que deberá ser corroborado en los siguientes años.



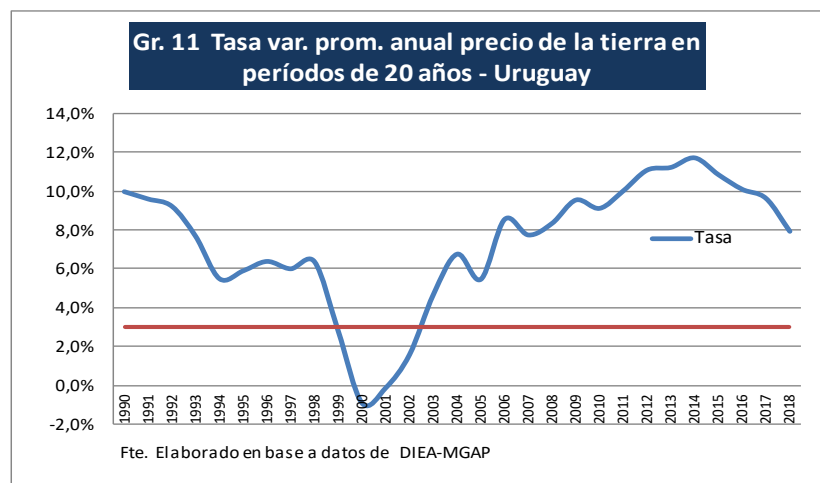
Como ya fuera expuesto, la valorización del precio de la tierra es un componente relativamente importante de ingreso final del fideicomiso (30%) por lo que lo que finalmente ocurra su comportamiento tendrá una contribución sustancial con el retorno final de la inversión. El modelo financiero supuso una valorización acumulativa anual de un 3% durante 20 años, por lo que resulta importante conocer que ha sucedido en el pasado como forma tener una cierta aproximación con lo que pueda ocurrir en el futuro.

Para ello CARE analizó con la información de los precios de la tierra (en dólares corrientes) de una serie de 48 años (1970 a 2018) la variación anual en períodos de 20, en donde se observa lo siguiente:

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

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

La evolución anual de este indicador –para intervalo de 20 años- muestra una tendencia al alza que se atenúa hacia el final del período y parece estabilizarse en 2017, pero se mantiene en valores en el entorno del 8% de crecimiento anual.



5.4 Las políticas públicas, el riesgo político

El riesgo de políticas públicas refiere a la amenaza, de parte del Estado, de actuar contra las modalidades de propiedad y explotación que propone el fideicomiso. El gobierno discute con frecuencia diferentes propuestas que pueden afectar el clima de la inversión en tierras, si aparecieran leyes gravando nuevamente la tierra, o si se detuviera en alguna medida la inversión de fondos como el proyectado, o si se afectara la inversión extranjera directa. Todos estos elementos componen un riesgo político que al momento no puede preverse cómo será su desenlace.

No se perciben condiciones que permitan advertir mayores amenazas de las que se mencionaron líneas arriba.

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)¹¹ de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrián 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.