

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

Montevideo, mayo de 2020

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
24	V EL ENTORNO
31	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

**Actualización de la Calificación de oferta pública de Certificados de Participación escriturales por USD 190.000.000.
11-mayo-2020**

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:	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:	Julio Preve, Adrián Tamber y Martín Durán Martínez
Calificación de Riesgo:	BBB+ uy ¹
Manual Utilizado:	Manual de Calificación de Finanzas estructuradas administradas por terceros
Vigencia:	30 de noviembre de 2020

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 diversas pruebas a los que razonablemente la emisora y la calificadora han sometido el proyecto; y que al mismo tiempo se destaca por el nivel de cobertura de múltiples variables consideradas. Incluso se realizó una nueva estimación satisfactoria del Costo de Oportunidad del Capital, recogiendo las variaciones en la tasa de interés internacional y en el riesgo país.
- Un negocio compuesto por la adquisición (según la última tasación) de 46.279 hectáreas; la superficie plantada es de 25.660 hectáreas, y hay 4.251 para plantar, lo que arrojará un aprovechamiento promedio de 65%. En este caso se adquirió una extensión de tierras con un negocio en marcha, con la cual se mitigaron considerablemente los riesgos de adquisición y plantación.
- Se destaca que la misma empresa ya administra otros tres proyectos de similares características (Bosques del Uruguay, Bosques del Uruguay II y el Bosque del Uruguay IV), manejando en la actualidad más de 80 mil hectáreas de montes, a través de la emisión de 640 millones de dólares en total. En 2019 como consecuencia del crecimiento de la empresa por la administración de un cuarto fideicomiso se contrató una consultoría a los efectos de adecuar el gobierno corporativo y la estructura de gestión; realizándose algunas contrataciones en el personal jerárquico de la empresa y también personal de campo, tal como se señala en la sección III.
- Los informes del Operador (Agroempresa Forestal SA), resultan satisfactorios para la marcha del proyecto, los desvíos informados refieren básicamente a menores actividades y ventas por problemas de mercado, 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 vienen cumpliendo a satisfacción los estándares mínimos esperados 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).
- Se cuenta con una nueva tasación de los campos y los montes del Fideicomiso al 31 de diciembre de 2019 la cual arroja un valor total de USD 145,68 millones, cifra un 19,5% más baja que la tasación del año anterior².

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

- La última actualización del flujo financiero se realizó a febrero de 2020, en la misma se ajustaron los rendimientos y los costos (cosecha y fletes nacionales e internacionales), a la realidad. De entre los escenarios así calculados de TIR, se analizan los de mayor probabilidad. A su vez, el Valor Actual Neto al 2020 del flujo descontado a una tasa del 8% es de poco más de 202 millones de dólares. Estos resultados se estiman sobre la base de los precios actuales de la madera y una evolución de los costos, ingresos y valorización del precio de la tierra que CARE considera razonables
- El precio de la celulosa ha descendido fuertemente durante 2019 luego de un incremento muy importante en 2018, pero se mantuvo estable el volumen de exportaciones uruguayas. Por su parte el mercado de exportación de madera aserrada y rolliza de pino, enfrenta una demanda muy deprimida y reducciones importantes en los precios. Esta coyuntura desfavorable para todos los productos forestales, se explica en gran medida por la guerra comercial entre Estados Unidos y China, sumado a un sobre stock en este último país. No obstante, no existen elementos para suponer que en el largo plazo esta situación se mantenga, ya que se espera que continúe el crecimiento en la demanda. Del mismo modo, en diciembre 2019 se informó sobre la aparición de una nueva cepa de coronavirus (COVID-19). Dicho virus se ha propagado en nuestra región, afectando notoriamente la actividad económica. A la fecha de redacción de este informe no es posible estimar el impacto que estos hechos tendrían más allá de la coyuntura. No obstante se parte de la base de que la crisis derivada del coronavirus se resolvería en algunos meses y luego los mercados volverían razonablemente a la normalidad. En la Sección V se actualiza la información y se profundiza sobre la evolución del precio de la tierra y de la madera.
- Esta coyuntura de mercado tuvo efectos negativos sobre las ventas proyectadas de este Fideicomiso para 2019, básicamente en lo que refiere a las ventas de madera sólida, tanto de eucalipto como de pino con destino aserrable. También se vieron afectadas las tareas de raleos de pino, ya que no hubo posibilidad de colocación de esos productos y no se quiso realizar a pérdida. La cosecha de este tipo de madera, especialmente de pino se espera retomar en 2020. Por su parte se cumplieron razonablemente las ventas de madera pulpable ya que la demanda para las plantas instaladas en el país se mantuvo relativamente estable.
- No se advierten amenazas en lo que respecta a las políticas públicas. Tampoco debería esperarse que el cambio de administración genere tensiones en esta construcción financiera.

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para actualizar la calificación de los certificados de participación en el dominio fiduciario del fideicomiso financiero denominado "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 vinculan estrictamente con la obtención de estas cifras. En efecto, no se trata en este caso de una emisión con compromiso de rentabilidad fijo. Por tanto la nota no dependerá estrictamente del alcance de las Tasas Internas de Retorno calculadas en el proyecto ni de los costos de oportunidad del capital de los inversores. En definitiva, la nota seguirá entre otros criterios el cumplimiento del proyecto y el alcance de una rentabilidad mínima que se juzgue aceptable en ocasión de cada recalificación.

CARE Calificadora de Riesgo es una calificadora con registros y manuales aprobados por el Banco Central del Uruguay a partir de abril de 1998. Califica conforme a su metodología oportunamente aprobada por dicha autoridad, seleccionando los profesionales necesarios para integrar en cada caso el comité de calificación, el que juzga en función de sus manuales. Estos, su código de ética, registros y antecedentes se encuentran disponibles en el sitio web: www.care.com.uy así como en el del regulador: www.bcu.gub.uy. El comité de calificación estuvo integrado en este caso por Martín Duran Martínez, Adrián Tamber y Julio Preve. CARE contrató los servicios del Dr. Leandro Rama para la evaluación del riesgo jurídico en ocasión de la calificación original cuyo informe se adjuntó en Anexo I de la misma³. Asimismo CARE contrata regularmente cuando lo entiende necesario informes de campos adicionales y realiza visitas a los predios.

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

³. Disponible en www.care.com.uy

2. Antecedentes generales y hechos salientes del período

A. Antecedentes

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, en abril de 2019 se realizó la emisión del cuarto fideicomiso de características muy similares a los anteriores con una emisión de 330 millones de dólares, el cual fue también es 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".

- Con el monto de la emisión fue posible adquirir una superficie de 46.365 hectáreas de las cuales un 55% ya se encuentran forestadas con las especies comerciales de mayor implantación en el Uruguay: Eucaliptus y Pino. Se prevé plantar 4.251 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 ya que se adquirió un emprendimiento en desarrollo.
- Los predios adquiridos, 47 en total, tienen una alta proporción de pino (51%). Las plantaciones de Eucalyptus para pulpa suman un total de 32% de la superficie entre dunnii, globulus y maidennii. Las plantaciones de Eucalyptus grandis, cuyo destino principal es la producción de madera sólida constituyen a diciembre de 2019 el 17% del activo forestal.
- 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 van cortando antes del fin de su ciclo, para replantar esas superficies con eucaliptus.
- El proyecto está ubicado 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.

- 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.
- En octubre de 2018 se compró 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 estaba plantado.
- En el mes de setiembre de 2018 se realizó la última integración de fondos (Capital call) al Fideicomiso por USD 8.997.000, por lo que se completó la emisión.

B. Hechos salientes del período

- La última tasación de la totalidad de los predios y montes del Fideicomiso fue realizada a diciembre de 2019 por la consultora BM2C (Business Management Consulting) estimando un monto total de 145,68 millones dólares. Esta nueva estimación supone una reducción de un 19,5% con relación a la anterior tasación. La misma fue realizada por otra empresa tasadora, aplicando una metodología diferente (ver sección IV).
- Los objetivos trazados para el 2019 con relación a podas mantenimiento e inversiones se cumplieron razonablemente dentro de lo previsto, según informa el operador y el comité de vigilancia. No se pudieron cumplir los raleos previstos en pino por dificultades para la colocación de los productos obtenidos de la actividad; en tal sentido apenas se cumplieron el 20% de las podas previstas.
- En el 2019 no se pudieron cumplir las previsiones de cosecha. Se constatan diferencias entre los objetivos productivos y lo realmente logrado, según el tipo de madera, lo que tiene su explicación en la coyuntura de los mercados. La cosecha de Eucalyptus para pulpa (compra en pie y destino contrato con MDP) se cumplió de acuerdo a lo proyectado; sin embargo la cosecha de madera con destino aserrable para exportación se detuvo como consecuencia de la situación actual del mercado y por lo tanto la cosecha real estuvo por debajo de lo proyectado.
- El informe del comité de vigilancia destaca el cumplimiento de los objetivos de plantación, prendimiento y manejo de los montes. En el año 2019 se plantaron 2.634 hectáreas un 80% de lo proyectado, no obstante quedaron 700 Has ya laboreadas para ser plantadas en el primer trimestre del año.
- Sobre fines de 2019, CARE realizó una visita a algunos predios del fideicomiso pudiendo comprobar el buen desarrollo de los montes y los principales aspectos de gestión y organización del operador.
- En diciembre de 2019 se realizó la auditoria para obtener la certificación FSC (Forest Stewardship Council o Consejo de Administración Forestal en español) por parte de la empresa SGS; la certificación FSC fue renovada.

- A diciembre de 2019, el operador y el Comité de Vigilancia informan que en general las plantaciones se encuentran en buen estado sanitario.
- El Fideicomiso integra el comité de sanidad de la SPF (Soc. de Productores Forestales) que tiene como objetivo el monitoreo e identificación de plagas y enfermedades de las plantaciones forestales.
- El 11 de febrero de 2020 se reunió la Asamblea de Titulares de los Certificados de Participación del Fideicomiso, a la que asistieron el 100% de los tenedores. En dicha reunión se aprobó por unanimidad una modificación al contrato de fideicomiso que lo habilita a endeudarse por hasta un cierto porcentaje de su patrimonio (15%), para lo cual debe obtener previamente el visto bueno del Comité de Vigilancia y comunicar a la Calificadora de Riesgo.
- El 6 de marzo se le comunica a la Calificadora la gestión de un crédito por 600.000 dólares, el 8 de abril una gestión por 1,4 millones de dólares y el 29 de abril otra por 3,0 millones de dólares. Las gestiones fueron ante el HSBC de Uruguay y se obtuvo un crédito al 3,5% de interés anual en los primeros préstamos y de un 3,25% anual en el tercero, contándose en todos los casos con la no objeción y visto bueno del Comité de Vigilancia.

3. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- Estados contables de EF Asset Management al 31/12/2019.
- Estados contables del Fideicomiso al 31 de diciembre de 2019.
- Balance de Agroempresa Forestal al 31 de diciembre de 2019, con informe de auditoría
- Informe del tercer y cuarto trimestre de 2019 de Agroempresa Forestal
- Entrevistas con Agroempresa Forestal y visita a campos del Fideicomiso.
- Informes del Comité de Vigilancia el último a diciembre de 2019.
- Nuevo flujo de fondos proporcionado por el operador (febrero 2020)
- Tasación al 31 de diciembre de 2019 de BM2C.
- Calificación de los Fideicomisos Financieros Forestales Bosques del Uruguay I, II y IV realizadas por CARE y sus sucesivas actualizaciones.

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 emitidos: Certificados de participación

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

Moneda: Dólares

Importe de la Emisión: 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

Integran su Directorio; Diego Rodríguez Castagno, en calidad de Presidente y Nelson Mendiburu Battistessa, como Vicepresidente.

Situación económica y financiera

El análisis de los EE.CC intermedios al 31 de diciembre de 2019 sigue mostrando una sólida situación de solvencia. El ratio de liquidez se mantiene por debajo de la unidad. Cabe mencionar que el activo no corriente se compone en buena medida por los depósitos en garantía a que está obligada la firma, según normativa vigente, por los fideicomisos que administra y en consecuencia son de disponibilidad restringida. Esto explica los pasivos financieros, que son contraídos para constituir estas garantías y que una vez liberadas, los mismos son cancelados. En cuanto a la eventual necesidad temporal de fondos para atender obligaciones de corto plazo, la firma cuenta con financiamiento con partes relacionadas por lo que el riesgo de liquidez es muy acotado.

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

Concepto	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017
Activo Corriente	16.842	9.167	9.391
Activo no Corriente	176.772	95.074	81.968
Total Activo	193.613	104.240	91.360
Pasivo Corriente	22.132	14.368	13.068
Pasivo no Corriente	140.738	63.040	52.817
Total Pasivo	162.870	77.408	65.885
Patrimonio	30.743	26.832	25.474
Total Pasivo y Patrimonio	193.613	104.240	91.360
Razon Corriente	0,76	0,64	0,72

Fuente: EE.CC EFAM

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

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

Concepto	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017
Ingresos Operativos	48.081	45.176	38.189
Gastos Adm. y Vtas.	(43.595)	(41.745)	(33.804)
Resultado Operativo	4.486	3.431	4.385
Resultados Financieros	2.484	(682)	(1.647)
Resultados antes de impuestos	6.970	2.749	2.738
IRAE	(2.586)	(1.120)	(1.040)
Resultado del período	4.384	1.629	1.699
Res Operativos/Ingresos	9,33%	7,59%	11,48%
Res Ejercicio/Ingresos	9,12%	3,61%	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. En todas las ocasiones la evaluación de la firma en cuanto a su capacidad de llevar adelante los distintos proyectos ha sido positiva por lo que de aquí en más solo se hará un seguimiento de la misma, alertando ante la ocurrencia de algún hecho relevante que justifique una revisión de dicha opinión.

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

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

En Uruguay, siendo el antecedente más relevante, AF administra, entre otros, el patrimonio de cuatro fideicomisos calificados por CARE (incluyendo este) que entre todos suman un patrimonio superior a los USD 630 millones. Todos ellos han

sido calificados con nota de grado inversor debido a su, hasta la fecha, correcto desempeño.

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

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

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

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

El Actual Directorio está conformado por:

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

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

En relación a los comités creados:

• Comité de Auditoría compuesto por:

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

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

• Comité de Cumplimiento compuesto por:

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

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

Un aspecto a destacar es que AF cuenta con equipos de trabajo que funcionan con integrantes que residen en Uruguay, Chile y Brasil, en tal sentido, la incorporación de nuevo personal debió planificarse en armonía tanto para la nueva persona que ingresaba como para los integrantes que ya cuentan con sus actividades y responsabilidades en curso.

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

Situación económica financiera

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

De acuerdo a los mismos, la firma muestra una evolución patrimonial positiva y creciente, consistente con la evolución de resultados obtenidos. Cabe destacar su participación en los 4 fideicomisos que administra, contabilizando en su activo al cierre del ejercicio 2019 un total de CP's por un valor algo superior a los USD 4.6 millones.

Por lo expuesto, Se sigue manteniendo opinión favorable en cuanto a la capacidad de AF de llevar adelante esta y las demás operaciones mencionadas. Se recuerda, por otra parte, que en tanto administradora de patrimonios de fideicomisos, AF está sometida a los controles de rigor en esos casos contemplándose incluso la eventualidad de su sustitución de ocurrir alguna de las contingencias previstas en los contratos respectivos.

El Fideicomiso

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 USD9 millones.

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 31/12/19.

Cuadro 3: Estado de Situación Fideicomiso (miles u\$s)			
Concepto	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017
Activo	173.713	210.499	198.003
Activo Corriente	8.075	11.441	10.642
Activo no Corriente	165.637	199.058	187.360
Pasivo	4.418	7.567	4.582
Pasivo Corriente	2.796	2.272	1.477
Pasivo no Corriente	1.622	5.296	3.104
Patrimonio	169.294	202.931	193.421
Pasivo y Patrimonio	173.713	210.499	198.003
Razón Corriente	2,89	5,04	7,21

Fuente: EE.CC del Fideicomiso

La tasación, tanto de las tierras como de las plantaciones, se realiza una vez al año con motivo del cierre al 31 de diciembre de cada año.

En este caso y según metodología analizada en otra sección de este informe, la tasación realizada por peritos independientes, sin observaciones por parte de la firma auditora, determinó una disminución importante respecto al año anterior, tanto en la tierra como en los activos biológicos.

En efecto, la revaluación de la tierra supuso una disminución de su valor del orden de USD 26.9 millones, mientras que para los activos biológicos, la caída de valor fue del orden de USD 7.2 millones más allá de las altas y bajas físicas producidas en el ejercicio.

Esta tasación se hizo sobre la base de un total de 46.000 háts de las cuales, 25.660 háts estaban plantadas (56 % del total)

Como resultado de lo anterior, el patrimonio contable del fideicomiso al 31/12/19 alcanza la cifra de USD169.3 millones, es decir, USD20.7 millones menos a la emisión.

Consecuentemente, el ejercicio cerró con importantes pérdidas tal como se aprecia en el cuadro siguiente.

Cuadro 4: Estado de Resultados Fideicomiso (miles u\$s)			
Concepto	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017
Ingresos operativos	19.902	17.287	342
Cambio de valor activos biológicos	(7.155)	9.601	(17.607)
Costo de los bienes vendidos	(18.818)	(17.337)	(32)
Resultado bruto	(6.070)	9.552	(17.296)
Gastos Administración y Ventas	(4.460)	(4.185)	(3.499)
Resultados Financieros	749	394	90
Resultado del periodo antes IRAE	(9.782)	5.761	(20.705)
IRAE	1.841	(3.151)	(3.112)
Resultado del periodo	(7.941)	2.610	(23.817)
Revaluación propiedad, planta y equipo	(26.876)	(2.462)	36.522
IRAE diferido asociado	1.181	365	
Resultado integral del periodo	(33.636)	513	12.704

Fuente: EE.CC del Fideicomiso

Como se ha dicho, CARE tiene una posición crítica en lo que hace a la tasación de los activos forestales presentada en la oportunidad, la que es explicada en la sección correspondiente

Riesgos considerados

Riesgo administración, considerando la idoneidad para cumplir con la función de AF S.A. y de EFAM, en virtud que todos los análisis practicados, 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.

El Proyecto planteado en el prospecto original presentaba una Tasa Interna de Retorno del 9.19 % para el Inversor. La última estimación de la TIR fue realizada a febrero de 2020 y si se consideraran los mismos criterios del Prospecto, la TIR sería de 9,5%, resultando superior a la de abril de 2019 y también a la estimada en el prospecto de emisión. Como se verá más adelante los criterios considerados en el prospecto resultan optimistas a la luz de la situación actual y las perspectivas de mediano plazo.

Los supuestos considerados en esta última estimación, los cuales resultan razonables a juicio de CARE, fueron los siguientes:

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

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

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

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

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

Escenario	feb-20	VAN a 2020 (mill USD)
1 Madera y costos ajusta por Inflación		
USA+aumento precio de madera y tierra	9,5%	278
2 Madera y costos ajusta por inflación		
USA+aumento precio de la tierra	7,4%	202
3 Aumento precio de madera y tierra	6,7%	238
4 Aumento precio de tierra	4,6%	166
5 Todos los factores Constantes	3,5%	137

Fuente: Agroempresa Forestal

Nota: los flujos en los escenarios 1 y 2 fueron descontados al 8%, mientras que los escenarios 3 al 5 al 6%

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

Para CARE un escenario más probable sería con un aumento en el precio de la madera en el entorno de la inflación de EEUU, o sea un mantenimiento en términos reales. Las proyecciones del Banco Mundial para los próximos tres años suponen un aumento entre un 1,3 y un 1,9% anual dependiendo del origen (ver Sección V). Por otra parte, para el caso de la tierra un incremento de un 3-4% anual parece razonable en la situación actual ya que el precio ha tenido un ajuste muy importante entre 2004 y 2014. Este escenario se corresponde con el caso 2 del cuadro 5. El escenario 2 supone que la madera aserrable aumenta según la inflación de USA y la tierra tiene un incremento de un 3%. Este escenario arroja una TIR del 7,4% y el valor actual neto al 2020 descontando el flujo de fondos al 8% arroja un valor de poco más de 202 millones de dólares.

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

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

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

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%).

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, en el entendido de que ese valor se constituye en un indicador importante para comparar con la TIR esperada.

Para esto se utilizó el modelo de valoración CAPM (Capital Asset Pricing Model) y, siguiendo a Damodaran⁶ se adicionó a éste una prima que contempla el riesgo específico del mercado en el que se ejecuta el proyecto. En consecuencia para el cálculo del costo de los fondos propios se aplica la siguiente fórmula:

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

Donde:

E(ri): Tasa de retorno esperada del capital

β_{im} : Riesgo sistemático propio respecto del riesgo de mercado⁷.

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

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

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

Por lo general, se considera como la tasa libre de riesgo a los rendimientos de los Treasury Bonds 10 Years de la Reserva Federal de los Estados Unidos. Se opta normalmente por utilizar los promedios de 5 o 10 años de dichos rendimientos, evitando de esta manera los elevados valores de fines de la década de los noventa y comienzos de la década del 2000, en que el rendimiento se ubicaba entre 5 y 7%. En los últimos diez años, ese rendimiento se ubicó en 2,34%, y en el momento actual cercano a cero⁸. Luego del repunte de la tasa de interés de estos bonos a partir de julio de 2016 y hasta noviembre de 2018, como consecuencia del aumento de la tasa de interés de la FED, el rendimiento comienza a caer y todo parece indicar que por el momento se mantendrán en estos mínimos niveles.

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

El parámetro “beta unlevered” de Damodaram, para enero de 2020 se ubica en 1,19, lo que indica que la inversión en la producción forestal tiene un mayor riesgo y variabilidad que el promedio de todas las actividades en ese mercado. Esto llama la atención porque no parecería ser la situación del país, además su consecuencia es incrementar el costo de oportunidad.

A los efectos de calcular estos indicadores se tuvieron en cuenta los valores promedio de los últimos 5 años, que son aquellos sobre los cuales los inversores deben tomar las decisiones. En este sentido, para el caso del rendimiento de los bonos americanos se consideró 2,22% y para el riesgo país (índice UBI), se consideraron 1,82 puntos básicos. Ambos valores son particularmente bajos en relación con los históricos.

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

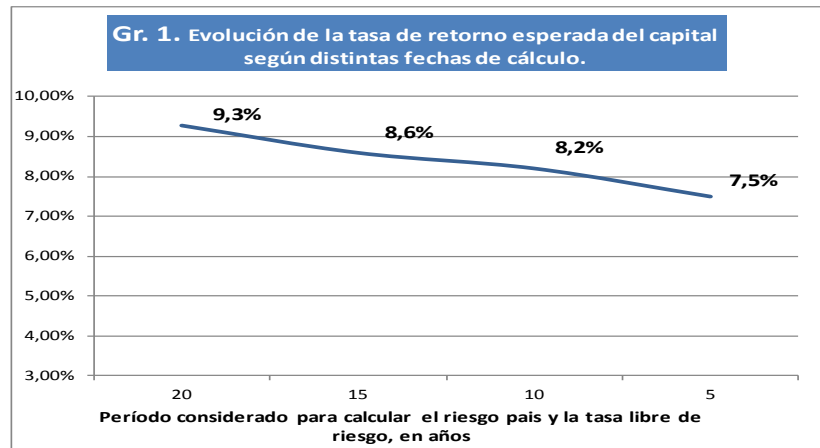
⁶ A. Damodaran, “Estimating Equity Risk Premiums” Stern School of Business.

⁷ Se consideraron los betas promedio de empresas de producción de papel y productos de madera en mercados emergentes según A. Damodaram

⁸ El rendimiento de los bonos por la coyuntura del coronavirus y la crisis mundial ha bajado fuertemente.

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 7,5%. Este valor es apenas superior a la TIR esperada del inversor (7,4%) en el escenario que CARE considera más probable. Si bien estas comparaciones no pueden tomarse en sentido estricto, constituyen una referencia que – entre otras – ayuda a conformar un juicio acerca de la inversión.

El costo de oportunidad del capital propio con los parámetros actuales es bajo si se compara con el pasado, esto es consecuencia de la caída en los retornos de los bonos del tesoro de EEUU (tasa libre de riesgo). En la siguiente gráfica se comparan los niveles actuales con los que cabía esperar con los valores promedio de los últimos 20, 15 o 10 años.



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

3. Manejo Económico- Productivo

Las características del proyecto hacen que los resultados económicos, sean 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 de montes por especie al 31 de diciembre la cual está distribuida en 47 establecimientos.

Cuadro 6. Distribución del área plantada en hectáreas por especie

	Superficie	Porcentaje
Pinus Taeda	12.858	50,1%
Eucalyptus Dunnii	6.135	23,9%
Eucalyptus Globulus	1.582	6,2%
Eucalyptus Grandis	3.416	13,3%
Eucalyptus otros	1.680	6,5%
TOTAL	25.671	100,0%

Fuente: BM2C (al 31 de diciembre de 2019)

⁹. Cláusula 10 del Contrato de Fideicomiso

Las exigencias mínimas de cumplimiento establecidas⁹ se vienen cumpliendo a satisfacción según consta en el informe del Comité de Vigilancia.

- Compra de tierras: cumplido desde el comienzo del proyecto.
- Área plantable: El proyecto presenta apenas 270 hács (6% del área plantable) con más de 12 meses de rastrojo, pero serán plantadas en otoño de 2020.
- Prendimiento de la plantación: Los porcentajes de prendimientos de las plantaciones realizadas en 2019 fue del 92% (mínimo exigido 80%).
- Cumplimiento del presupuesto: Los rubros de plantación, poda, raleo, cosecha tala rasa y gastos del presupuesto deben tener variaciones menores al 25% con respecto al presupuesto presentado al CV. La ejecución total fue un 22% más baja que lo presupuestado como consecuencia de un 21% menos de plantaciones, 12% menos de podas, un 79% menos de raleos y un 6% menos de tala rasa. El CV explica los principales desvíos por problemas de mercado (raleo de pino), considerando que el resto de los desvíos se encuentran dentro de lo razonable. Las tarifas que se pagaron por las actividades estuvieron alineadas con el presupuesto.
- Incremento Medio Anual de las plantaciones: El IMA registrado durante la última medición (setiembre de 2019) se encuentra por encima de la curva mínima prometida para todas las edades.

Las ventas reales del año 2019 han sido menores a lo presupuestado (-34%), como consecuencia los problemas de mercado externo para la madera rolliza, sea de pino o de eucaliptus. Esta situación afecta la tala rasa de esas especies y también los raleos de pino. Por su parte, las ventas de madera para pulpa estuvieron alineadas con lo presupuestado (-1%). La madera para pulpa se vende a las plantas instaladas en el país existiendo contratos de mediano plazo.

Cuadro 7. Ventas totales del año 2019 (USD).

Ventas	TOTAL 2019		
	Real	Presupuesto	Diferencia
Stock eucaliptus 2018	6.241.153	5.751.700	489.453
Raleo Pino	102.388	508.200	-405.812
Talarasa Pino	403.395	1.471.296	-1.067.901
Eucalyptus rollizo	3.069.631	8.104.960	-5.035.329
Eucalyptus Pulpa	9.963.736	10.070.834	-107.098
Total	19.780.303	25.906.990	-6.126.687

Fuente: el operador

La menor cosecha determinó una reducción sustancial en los costos de producción. La tala rasa de E. Globulus se cumplió como estaba planificada, mientras que solo se completó la mitad de la cosecha de Grandis, debido a la escasa demanda externa de madera de calidad. Asimismo los raleos programados de pino se suspendieron como consecuencia de la situación adversa del mercado internacional. Como consecuencia de esta menor cosecha, también se reducen fuertemente los cosos

Cuadro 8. Costos e Inversiones del año 2019 (USD).

Actividad	TOTAL 2019		
	Real	Presupuesto	Diferencia
Costos de Producción	11.829.512	17.221.295	-5.391.783
Inversiones Implantación	4.936.275	5.052.988	-116.713
Inversiones Manejo	1.381.759	1.575.963	-194.204
Gastos	3.363.028	3.394.270	-31.242
Total	21.510.574	27.244.516	-5.733.942

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.

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

5. Tasación de la Tierra y los Montes Forestales

La última tasación de los campos y montes del Fideicomiso se realizó a diciembre de 2019, con una nueva empresa. La tasación fue realizada por BM2C y en opinión de esta consultora basada en los datos provistos por Agroempresa Forestal y en las inspecciones realizadas a los predios el valor total de los activos al 31 de diciembre de 2019 era de 145,68 millones de dólares. Este valor es un 19,5% menor al del año anterior.

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

Por otra parte, la metodología estima por separado los flujos provenientes de la madera y de la tierra:

- Para estimar el ingreso proveniente de la madera supone que la explotación forestal paga un arrendamiento ficto por el uso de la tierra (143 dólares/ha). Vende la madera y actualiza el flujo al 8%. Como se comentó no considera ingresos posteriores por manejo de rebrotes o reforestación. Además la tasación del bosque está castigada por el gran porcentaje de pino y por no considerar la explotación posterior. El valor asignado por la empresa tasadora para los montes fue de 37,4 millones de dólares.

- Para estimar el valor de tierra supone que la misma tiene como ingreso anual el arrendamiento ficto, se vende cuando se corta la madera y se actualiza el flujo al 8%. Pero la tierra (al igual que la madera) no tiene aumentos de precio en el período. De esta forma, la tierra al tener solamente un ingreso fijo de 143 dólares anuales (4,5% de su precio), mantener su valor en el tiempo al y ser descontado su flujo de ingresos al 8%, alcanza un valor actual a los efectos contables de 2.341 dólares/ha, un precio menor al de mercado según el propio tasador (3.165 USD/ha). El valor asignado por la empresa tasadora para la tierra fue de 108,3 millones de dólares.

Esta metodología, determina que el valor asignado al activo forestal (tierra más montes), sea menor al precio de reposición de solamente la tierra. En la actualidad 46.272 hectáreas de tierra (sin forestal) tienen en el mercado un valor de 146,5 millones de dólares, una cifra levemente superior al valor que la firma tasadora le asigna a la tierra con los montes ya plantados.

Si se asumiera, además del arrendamiento ficto, un aumento anual en el precio de la tierra, como parece razonable suponer, del entorno al 3 o al 4%, el valor de ingresos futuros descontados al 8% determinaría un valor actual muy similar al del mercado, lo que resulta bastante más razonable. De esta forma, el valor del activo forestal considerando el flujo de la madera más un precio de la tierra de mercado alcanzaría a 183,8 millones de dólares en vez de 145,7 millones.

En el cuadro 8 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. El valor de la tierra es el de mercado y el de la hectárea media es el que resulta de la tasación (145,7 millones) sobre el total de hectáreas (46.272).

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

	Tierra	En dólares por hectárea 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
2019	3.165,0	3.148,4
Variación anual 2019/2016	2,4%	-4,4%

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, y previo a la pandemia del coronavirus, el cúmulo de barreras estaba relativamente sujeto a disciplinas predecibles. Y en cuanto a la probable extensión de barreras de tipo medio ambiental, el país y especialmente este proyecto, destacan por su cuidado y certificaciones a él vinculadas.

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

5.1 Riesgo Económico y de Mercado

En este caso, el informe se va a concentrar en el tema de los precios de la madera y de la tierra, elementos 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 el 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, al menos en valores nominales, y ello se sustenta en el hecho de que la demanda crecerá de la mano del incremento de la población mundial y del crecimiento económico de los países emergentes. Esta mayor demanda se espera tanto para madera sólida destinada a la construcción de muebles o viviendas como de celulosa por mayor consumo de papel "tissue".

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

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

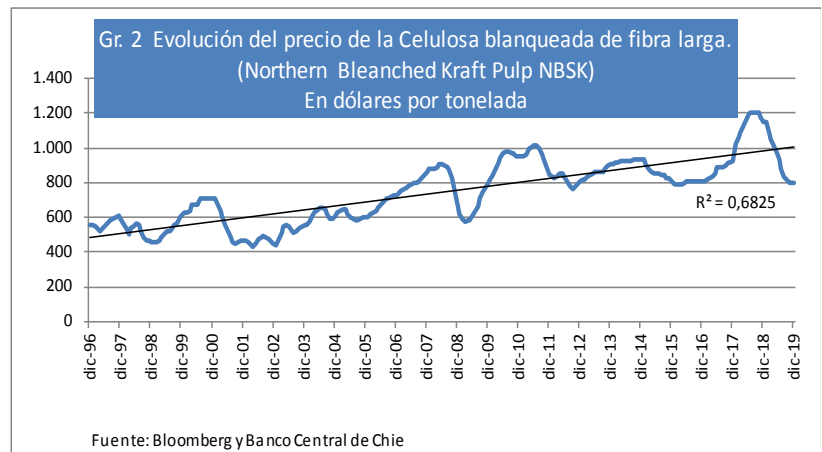
forestales de algunos países productores, fundamentalmente Brasil y Nueva Zelanda.

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

El rubro forestal en el Uruguay ha tenido en los últimos 30 años un gran progreso tanto en el área cultivada como en el desarrollo industrial para el procesamiento de la materia prima. En la actualidad la superficie afectada al rubro supera el millón de hectáreas, la mayoría con certificación de la gestión ambiental sostenible. De esta forma, la producción de madera es fuente de materia prima para la industria de transformación química y mecánica, con posibilidad de acceso a los mercados más exigentes del mundo.

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

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

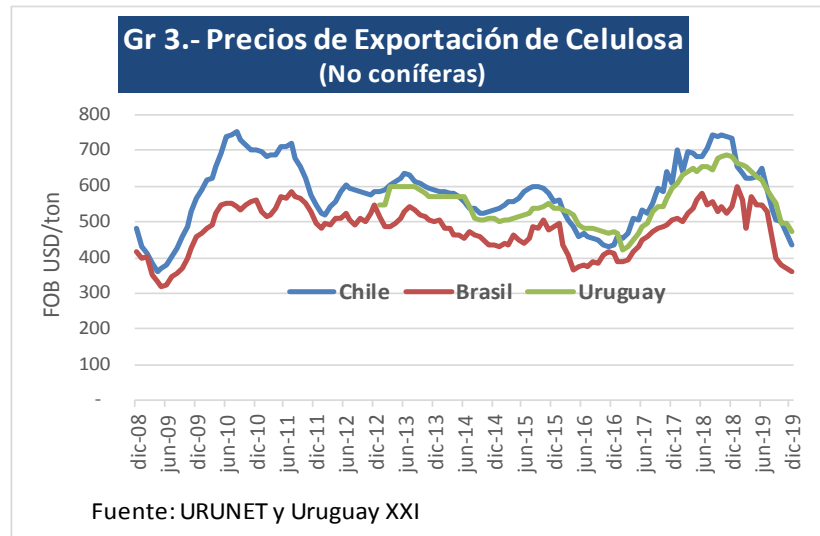


Todo parece indicar, que este escenario bajista y de incertidumbre se mantendrá hasta la primera mitad de 2020 debido a que para reducir la actual sobreoferta de celulosa será necesario algún tiempo mayor al previsto inicialmente.

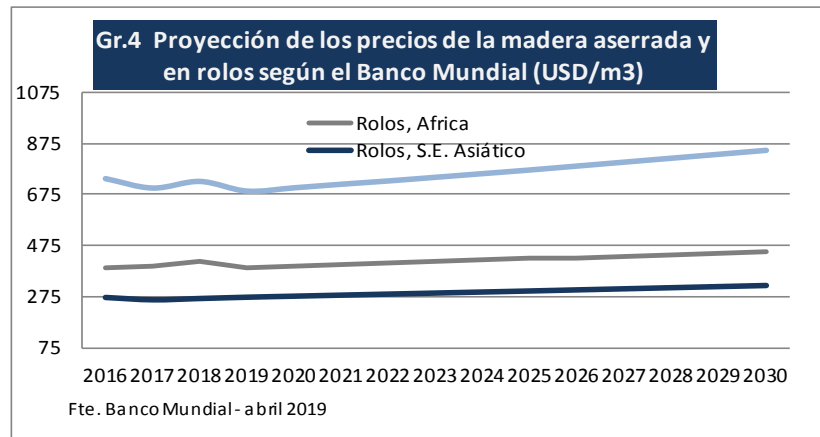
Estás bruscas oscilaciones en los precios internacionales fueron recogidos por las exportaciones locales y regionales y de esta forma los precios regionales de las exportaciones de celulosa mostraron variaciones interanuales mayores al 30% entre enero de 2018 y diciembre de 2019. Para el caso concreto de Uruguay, los precios de exportación de la celulosa en diciembre de 2019 fueron de 473 dólares

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

la tonelada, un 31% más bajos que los máximos de noviembre de 2018, pero similares a los de mediados de 2017.



Por su parte, los precios de la madera en bruto y de los paneles también mostraron durante 2019 un menor nivel de precios que en 2018, como consecuencia también de una menor demanda de China. No obstante esta coyuntura menos favorable, las perspectivas para el mediano plazo para la madera en bruto para aserrío o aserrada, muestra la misma tendencia que para el caso de la celulosa, o sea un crecimiento en el largo plazo, tal cual lo detalla el Banco Mundial en la siguiente gráfica. Para el caso de la madera en bruto, el último reporte del BM muestra un crecimiento leve de aquí al 2030, promediamente de un 1,3% acumulativo anual para rolos y madera aserrada.



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

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

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

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

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

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

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

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

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

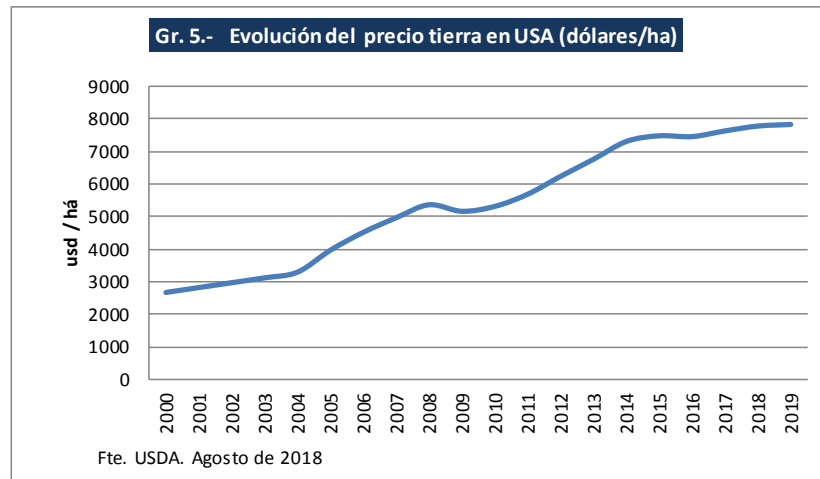
No obstante esta coyuntura adversa, las perspectivas para el rubro en lo que refiere a la demanda futura y los precios de la madera siguen siendo auspiciosos para el mediano y largo plazo. El actual escenario internacional de precios está afectado por los altos stocks en China, la devaluación del yuan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

5.3 El precio de la tierra

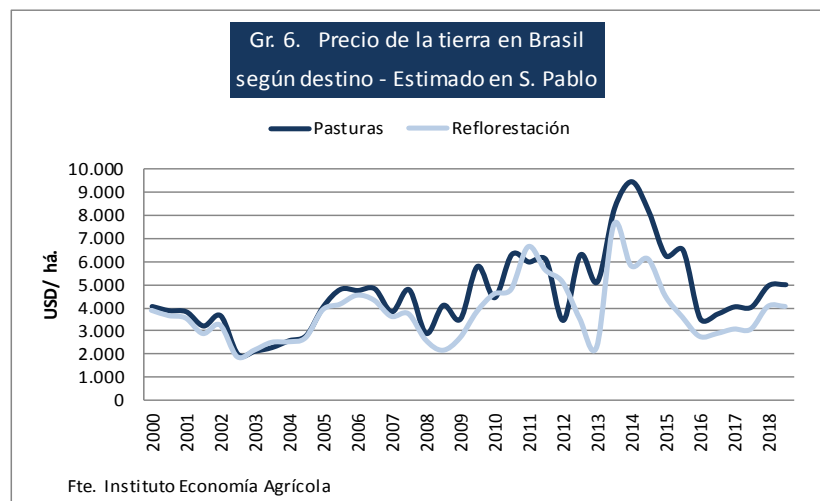
El precio de la tierra, el segundo en nivel de importancia, ha visto modificada su evolución de fuerte apreciación en dólares, con una caída a partir de 2015, y una insinuada estabilidad en los últimos años con las variaciones propias de un escaso número de operaciones; según reporta la Dirección de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

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

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

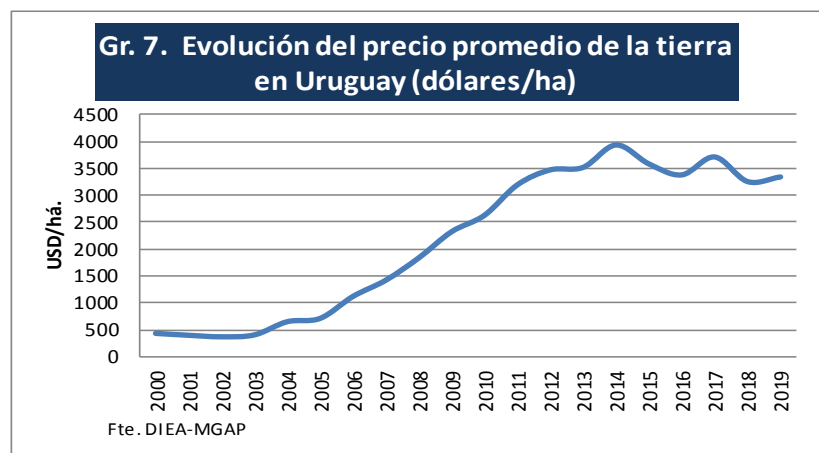


El comportamiento del precio de la tierra en Brasil, está afectado, además de por los factores descritos oportunamente para la tierra en general, por el efecto del tipo de cambio, en la medida que en ese país, la cotización del recurso, se realiza en moneda nacional. Por ello, las fluctuaciones son amplificadas por este efecto. En el año 2014 comenzó una fuerte caída de los precios de la tierra, que comenzó a revertirse en 2017 y se confirmó en 2018 (último valor reportado por el Instituto de Economía Agraria).



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

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



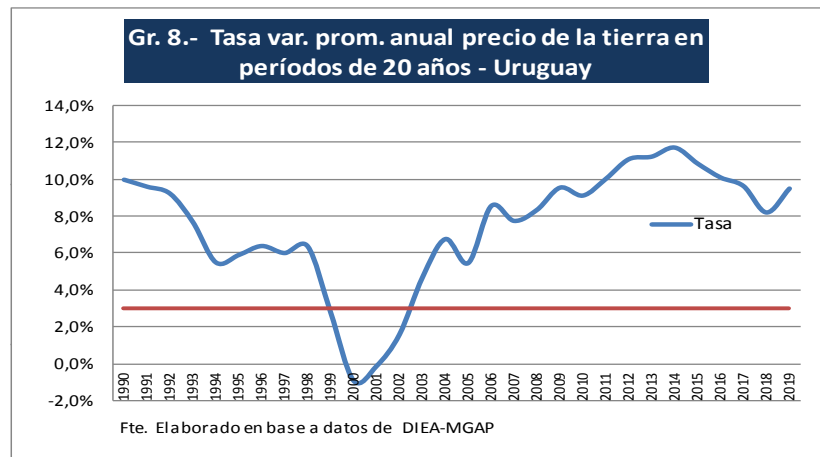
La valorización del precio de la tierra es un componente significativo de ingreso final del fideicomiso (20%) por lo que lo que finalmente ocurra con su comportamiento tendrá una contribución con el retorno final de la inversión. El modelo financiero supuso una valorización acumulativa anual de un 3%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

Para ello CARE analizó con la información de los precios de la tierra (en dólares corrientes) de una serie de 50 años (1970 a 2019) la variación anual en períodos de 20, en donde se observa lo siguiente:

- En promedio, la evolución anual del precio de la tierra en períodos móviles de 20 años fue de 7,4%.
- La tasa anual de crecimiento solamente fue menor al 3% para el caso de los campos que se vendieran entre 2000 y 2002, o sea que se hubieran comprado entre 1980 y 1982.
- Para el resto del período, el crecimiento anual del precio de la tierra supera el 3%.

Si el mismo análisis se realiza para períodos de 30 años se mantiene la misma tasa de crecimiento anual (7,4%), y el mínimo crecimiento anual es de 5% y por lo tanto en ningún período estaría por debajo del valor considerado en el prospecto.

La evolución anual de este indicador –para intervalos de 20 años- muestra una tendencia al alza hasta el 2014, para luego comenzar a caer hasta 2018. Los datos de 2019 podrían estar mostrando un cambio en la tendencia.



5.4 Las políticas públicas, el riesgo político

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

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

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

VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

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 Pieve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrian Tambler

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.**