

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

Montevideo, setiembre de 2020

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

ACTUALIZACIÓN Calificación de la emisión de Oferta pública de: Certificados de Participación escriturales por USD 50.000.000
25 - setiembre - 2020

Fecha de emisión:	5 de agosto de 2011
Plazo:	Hasta liquidación de activos y obligaciones del fideicomiso.
Denominación:	Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay
Distribuciones:	toda vez que existan Fondos Netos Distribuibles luego de cada Cierre de Ejercicio, o al procederse a la venta de los Activos del Fideicomiso o por la distribución final de Fondos Netos Remanentes.
Estructurador:	Ferrere Abogados
Operador:	Agroempresa Forestal SA
Entidad Representante:	Bolsa Electrónica de Valores S.A.
Entidad Registrante:	EFAsset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Fiduciario:	EFAsset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Vigencia de la actualización:	hasta el 30 de abril de 2021 ¹ .
Comité de Calificación:	Julio Preve, Adrián Tambler y Martín Durán Martínez
Calificación:	BBB +.uy
Manual Utilizado:	Manual de 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 actualizó la calificación de los Certificados de Participación del Fideicomiso Forestal Bosques del Uruguay, manteniendo la categoría BBB+.uy de grado inversor.

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

- La inexistencia de riesgo jurídico de estructura, oportunamente destacada y ratificada en el correr del tiempo.
- Un negocio con una adecuada consistencia entre los supuestos del prospecto, las acciones de compra de tierra y áreas plantadas y que desde el punto de vista económico financiero para el inversor, soporta los stresses ajenos al negocio a los que razonablemente la emisora y la calificadora han sometido el proyecto. Incluso se realizó una nueva estimación del Costo de Oportunidad del Capital, recogiendo las variaciones en la tasa de interés internacional y en el riesgo país.
- Los informes del Operador resultan satisfactorios en términos generales para la marcha del proyecto. No obstante, la coyuntura del mercado está generando diferimiento en las cosechas, especialmente en el caso de la madera para exportación (rolos para aserrío). Este desfase temporal en las ventas hizo necesario recurrir a un nuevo financiamiento bancario.
- Un diseño de gobierno corporativo que minimiza el riesgo a los inversionistas y que hasta la confección del presente informe ha funcionado en forma adecuada (informes del operador, asambleas de titulares de Certificados de Participación e informes del comité de vigilancia).
- La capacidad de gestión de la empresa administradora del proyecto – Agroempresa Forestal – se mantiene bajo los estándares de eficiencia evaluados en los anteriores informes de actualización, lo que se ratifica en los distintos informes de las partes involucradas. Es importante destacar, que el Administrador está ejecutando tres emprendimientos más, bajo una construcción financiera de características muy similares, sin presentar por el momento mayores contratiempos. Entre los 4 fideicomisos, la empresa está manejando en la actualidad más de 80 mil hectáreas de montes forestales.
- Al 30 de junio de 2020, el Fideicomiso Financiero BDU tiene en propiedad un total de 9.536 hectáreas de las cuales 5.652 hectáreas se encuentran forestadas y 95 disponibles para plantar, lo que da un 60% de aprovechamiento. La última tasación de los campos y montes del Fideicomiso fue al 31 de diciembre de 2019, y arrojó un valor total de USD 50,1 millones, un 3,6% superior al año anterior².
- La última actualización del flujo financiero se realizó a febrero de 2020, en la misma se ajustaron los rendimientos y los costos (cosecha y fletes nacionales e internacionales), a la realidad. Sobre la base de varios escenarios posibles, la TIR más probable a juicio de CARE estaría ubicada en un 6,4%, levemente menor a la proyectada en la calificación original,

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

pero igualmente atractiva. A su vez, el Valor Actual Neto al 2020 del flujo descontado a una tasa del 8% es de casi 69,8 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 razonables³.

- El precio de la celulosa parece haberse estabilizado luego de mostrar una caída muy fuerte desde fines de 2018 y hasta los primeros meses de 2020 (del orden del 35%). Por su parte el mercado de exportación de madera sólida de eucaliptus sigue enfrentando una demanda relativamente deprimida y los precios están bajos y no muestran signos de recuperación. Esta coyuntura desfavorable para estos productos forestales, se explica en parte por la guerra comercial entre Estados Unidos y China y elevados stocks, sumado a los efectos de la pandemia sobre la demanda en muchos países desarrollados. Las perspectivas de corto plazo no son alentadoras, aunque no existen elementos para suponer que en el largo plazo esta situación se mantenga, ya que se espera que continúe el crecimiento tendencial en la demanda. En la Sección V se actualiza la información y se profundiza sobre estos aspectos, en particular la evolución del precio de la tierra y de la madera.
- Esta coyuntura de mercado tuvo efectos en el cumplimiento de las proyecciones de cosecha para el primer semestre del año 2020 en lo que refiere a la exportación de eucaliptus grandis, que no se realizaron. Por su parte, las ventas de madera con destino a las plantas de celulosa se cumplieron sin mayores desvíos en el semestre. El Operador estima que al finalizar el año las proyecciones de venta para 2020 se lograrían cumplir sin mayores desvíos.
- No se advierten amenazas en lo que respecta a las políticas públicas.

³ La actual pandemia sanitaria podría tener efectos sobre los valores de los activos y los precios en el corto plazo, pero tratándose de un negocio a largo plazo, se entiende que al momento de liquidación del patrimonio el tema se habrá superado.

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo fue contratada para actualizar la calificación de los Certificados de Participación del Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay (en adelante “Bosques del Uruguay”) por un valor nominal de USD 50.000.000 (cincuenta millones de dólares de los Estados Unidos), cuyas características se detallan en los sitios web correspondientes al Banco Central del Uruguay www.bcu.gub.uy, de la Bolsa Electrónica de Valores www.bevsa.com.uy y de CARE www.care.com.uy

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 tasas de retorno derivado de múltiples simulaciones como razonable para el proyecto en su primera calificación, las siguientes no se vinculan estrictamente con la obtención de estas cifras. En efecto, no se trata de una emisión con compromiso de rentabilidad fijo. Por tanto la nota no depende 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 sigue 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, Julio Preve y Adrián Tamber. Del mismo modo CARE contrató los servicios del estudio jurídico Herrera profesionales asociados cuyo informe se adjuntó a la calificación original. Asimismo recurre regularmente a expertos forestales para los informes de campo y realiza visitas a los predios.

2. Antecedentes generales y hechos salientes del período.

A. Antecedentes

El objeto principal del “Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay” es:

- (a) la emisión de los Certificados de Participación y su suscripción por parte de los Beneficiarios según términos y condiciones que surgen del Contrato de Fideicomiso y del Documento de Emisión (etapa cumplida),
 - (b) la implementación del Proyecto Productivo que consiste básicamente en un proyecto de inversión que crea un Patrimonio Forestal en Uruguay, para la producción de madera con destino a la comercialización en el mercado uruguayo e internacional, y
 - (c) la distribución de los fondos resultantes de tal implementación del Proyecto entre los Titulares, en la forma que se establece en el Contrato de Fideicomiso.
- Ya se ha completado la operación de compra de tierras y plantación de la totalidad de los montes por lo que las operaciones del proyecto esencialmente corresponden a tareas de mantenimiento de plantaciones y alambrados, control de malezas y plagas, podas, raleos, eliminación de cepas, manejo de rebrotes, vigilancia, etc.
 - El patrimonio de tierras de BDU asciende a 9.536⁴ hectáreas de las cuales al 30 de junio de 2020 hay 5,652 hectáreas que están forestadas y hay 95 para ser forestadas, de esta forma la superficie forestal representa un porcentaje en el entorno del 60%. Está constituido por 14 propiedades ubicadas en el centro este y sureste de Uruguay en el Cerro Largo (26%), Durazno (16%), Florida (49%), Lavalleja (6%) y Treinta y Tres (3%). Las especies establecidas son Eucalyptus grandis (65,2%), E. dunnii (28,4%), E. Saligna (6,2%), fundamentalmente.
 - En la medida que los montes alcanzan el desarrollo adecuado se vienen realizando las podas necesarias para el manejo de la calidad de la madera.
 - Se estima que aproximadamente el 71% de la superficie plantada será destinada a producir madera de calidad, el 29% producirá madera para pulpa.
 - Sobre fines del año 2018 el fideicomiso asumió una deuda por hasta 2 millones de dólares con el BBVA con una vigencia hasta el 30 de diciembre de 2021. El financiamiento se cancelaría en 4 cuotas semestrales iguales y consecutivas con vencimiento al 30 de junio y 31 de diciembre de 2022 y 2023. Posteriormente en marzo de 2020 se modifican las fechas de desembolso adelantando el desembolso previsto para de 2021 por USD 300.000, para este año 2020. La cláusula 7 del contrato, la cual fuera modificada el 5 de abril de 2017 habilita al fideicomiso 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, ambas acciones se hicieron en estas oportunidades.

⁴. Ajustado a la información de la Dirección General de Catastro. Existe una pequeña diferencia si se consideran las hectáreas medido por información satelital.

- A partir del año 2019 se comenzó con la venta de madera para pulpa proveniente de los raleos comerciales de las especies para madera de calidad, de acuerdo con lo planificado y se comienza a proyectar algunas ventas de madera sólida, que vienen siendo diferidas por problemas de mercado.
- En 2019 se contrató una consultoría a Deloitte a los efectos de que sugiriera cambios en el gobierno corporativo y la estructura de gestión de Agroempresa Forestal a efectos de adaptarla a los requerimientos derivados de la administración de un patrimonio de más de 600 millones de dólares entre los 4 fideicomisos. Como consecuencia de ello la empresa ha venido realizando algunas nuevas contrataciones a nivel del personal jerárquico.
- El fideicomiso integra el comité de sanidad de la SPF (Sociedad de Productores Forestales) que tiene como objetivo el monitoreo e identificación de plagas y enfermedades de las plantaciones forestales.
- 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 50,1 millones dólares.
- El fideicomiso cuenta con la la certificación FSC (Forest Stewardship Council o Consejo de Administración Forestal en español), la última auditoría de la empresa SGS fue realizada en diciembre de 2019 y se renovó la certificación.

B. Hechos salientes del período

- Durante el primer semestre del año se realizaron ventas de madera con destino a la planta de celulosa en línea con lo que se había presupuestado. Las ventas se realizaron básicamente en los primeros tres meses y luego se cortaron en segundo trimestre, pero el volumen colocado fue el presupuestado. Se había previsto la exportación de Eucalyptus Grandis (madera sólida), pero esa actividad no pudo cumplirse por la falta de mercado. En tal sentido los ingresos del semestre corresponden a la ventas de madera a planta de celulosa y ventas de columnas de eucaliptus (Grandis +20), con destino al mercado interno (UTE).
- Con fecha 11 de agosto de 2020, el Fiduciario comunica a CARE que se está negociando un nuevo financiamiento, también con el BBVA por un monto de USD 500.000 con vencimiento al 31 de enero de 2021. El motivo del mismo es la existencia de diferencias entre los ingresos por ventas y la necesidad de enfrentar los costos operativos de corto plazo. También en este caso se obtiene el visto bueno del Comité de Vigilancia.
- Se mantiene la realización de diversas tareas de silvicultura, podas y raleos, aunque con algunos desvíos -en menos- respecto de lo presupuestado como consecuencia de la pandemia del Covid 19 y menor crecimiento esperado en algunos rodales consecuencia de la sequía del último verano.

- A junio de 2020 el operador informa que en general las plantaciones se encuentran en buen estado sanitario.

3. Información analizada.

La información analizada en esta ocasión fue la siguiente:

- o Estados contables intermedios de EF Asset Management al 30/6/2020.
- o Estados contables intermedios del Fideicomiso al 30/06/2020
- o Balance de Agroempresa Forestal al 31 de diciembre de 2019, con informe de auditoría.
- o Informes trimestrales del operador, el último al 30 de junio de 2020.
- o Informe del Comité de Vigilancia el último al 30 de junio de 2020.
- o Informe de Avances en Capital Humano y Gobierno Corporativo.

II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

Se colocaron mediante oferta pública Certificados de Participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay, 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
Fiduciario	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Administrador:	Agroempresa Forestal S.A.
Entidad Registrante:	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Entidad Representante	Bolsa Electrónica de Valores S.A.
Organizador:	Agroempresa Forestal S.A.
Títulos emitidos	Certificados de Participación
Activos del Fideicomiso	El Fideicomiso invirtió en la compra de inmuebles rurales para desarrollar una explotación forestal.
Moneda:	Dólares
Importe de la Emisión:	USD 50.000.000
Fecha de Emisión:	5 de agosto de 2011
Plazo de la emisión:	Hasta liquidación de activos y obligaciones del fideicomiso
Distribuciones:	Toda vez que existan Fondos Netos Distribuibles luego de cada Cierre de Ejercicio, o al procederse a la venta de los Activos del Fideicomiso o por la distribución final de los Fondos Netos Remanentes
Calificación de Riesgo:	BBB +.uy

El análisis jurídico

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

El mismo concluía ***“A modo de síntesis y contemplando todos los aspectos involucrados, se constata un razonable grado de cobertura, no advirtiéndose riesgos sustanciales asociados a contingencias jurídicas en el proceso de emisión proyectado”.***

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. Practicados los correspondientes análisis, debido a que no ha existido cambio alguno en lo que refiere a la construcción jurídica y teniendo presente el paso del tiempo sin controversias, se concluye nuevamente el *riesgo es 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 imposible de determinar. *El riesgo es medio bajo*.

III. LA ADMINISTRACIÓN

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

1. Ef Asset Management (EFAM)

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

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

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

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

Autoridades

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

Situación económica y financiera⁵

El análisis de los EE.CC intermedios al 30 de junio de 2020 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.

⁵ En relación a la crisis sanitaria causada por el Covid 19 y sus eventuales impactos económicos, la Dirección entiende que no se generarían impactos significativos sobre la situación financiera y patrimonial de la Sociedad, dado que su cartera de fideicomisos se encuentra diversificada y se mantienen contratos de largo plazo.

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

Concepto	30/06/2020	31/12/2019	31/12/2018
Activo Corriente	18.210	16.842	9.167
Activo no Corriente	216.964	176.772	95.074
Total Activo	235.173	193.613	104.240
Pasivo Corriente	25.881	22.132	14.368
Pasivo no Corriente	173.444	140.738	63.040
Total Pasivo	199.325	162.870	77.408
Patrimonio	35.848	30.743	26.832
Total Pasivo y Patrimonio	235.173	193.613	104.240
Razon Corriente	0,70	0,76	0,64

Fuente: EE.CC EFAM

Los resultados parciales de la firma a junio de 2020 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	30/06/2020	30/06/2019	31/12/2019
Ingresos Operativos	28.130	21.447	48.081
Gastos Adm. y Vtas.	(24.136)	(18.027)	(43.595)
Resultado Operativo	3.994	3.420	4.486
Resultados Financieros	3.152	2.464	2.484
Resultados antes de impuestos	7.146	5.884	6.970
IRAE	(2.042)	(1.757)	(2.586)
Resultado del período	5.105	4.128	4.384
Res Operativos/Ingresos	14,20%	15,95%	9,33%
Res Ejercicio/Ingresos	18,15%	19,25%	9,12%

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 tres análogos a este y sucesivas actualizaciones. En todas las ocasiones la evaluación de la firma en cuanto a su capacidad de llevar adelante los distintos proyectos ha sido positiva por lo que de aquí en más solo se hará un seguimiento de la misma, alertando ante la ocurrencia de algún hecho relevante que justifique una revisión de dicha opinión.

Sintéticamente se 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 las cuales vienen siendo implementadas. En este periodo se completaron algunos cargos posibilitando el inicio de sus funciones.

En tal sentido, AF envió a CARE dos documentos referidos a este proceso:

- a) Avances Capital Humano al 17/9/20
- b) Avances Gobierno Corporativo al 17/9/20

A continuación se informan sintéticamente las últimas novedades

El Actual Directorio está conformado por:

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

El Directorio 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, Ing. Agr. Francisco Bonino
- 1 Contador. Independiente con experiencia reconocida en esta actividad. Fueron seleccionados el Cr. Ramiro Comas y el Cr. Gonzalo Taborda como auditor interno.
- 1 miembro del equipo contable de AF

AF informa que este Comité ya está en funciones y está en la etapa de análisis y diagnóstico.

• *Comité de Cumplimiento compuesto por:*

- 1 Director, Ec. Aldo Lema
- 1 ejecutivo independiente con amplia experiencia en el sector forestal; Ingeniera Forestal Fernanda Romero.
- 1 Asesor legal, Dra. Viviana Fontanini.

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.

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 o sea, sin cambios respecto a la anterior actualización.

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 ésta y las demás operaciones mencionadas. Se recuerda, por otra parte, que en tanto administradora de patrimonios de fideicomisos, AF está sometida a los controles de rigor en esos casos contemplándose incluso la eventualidad de su sustitución de ocurrir alguna de las contingencias previstas en los contratos respectivos.

El Fideicomiso

El Fideicomiso BDU fue creado en mayo de 2011 y en agosto del mismo año, EFAM (la fiduciaria) emitió por cuenta del mismo Certificados de Participación escriturales por un valor nominal de USD 50 millones. Ya en informes anteriores se daba cuenta que se había completado la etapa de adquisición de tierras así como la campaña de plantación por lo que la empresa operadora está abocada a los trabajos de manejo y mantenimiento que corresponden a este tipo de explotación según las distintas especies.

El Fideicomiso cierra su ejercicio fiscal el 30 de junio de cada año, siendo su cierre contable el 31 de diciembre de acuerdo a lo establecido en el artículo 330 de la Recopilación de Normas del Mercado de Valores del Banco Central del Uruguay.

Un resumen del estado de situación y resultados del fideicomiso al cierre intermedio de junio de 2020 se exponen en los cuadros siguientes.

Cuadro 3: Estado de Situación del fideicomiso			
En miles de u\$s	30/06/2020	31/12/2019	31/12/2018
Activo Corriente	829	330	1.021
Activo no Corriente	49.866	50.206	48.587
Total Activo	50.695	50.537	49.608
Pasivo Corriente	382	294	372
Pasivo no Corriente	3.294	2.658	2.213
Total Pasivo	3.676	2.952	2.585
Patrimonio	47.019	47.584	47.023
Total Pasivo y Patrimonio	50.696	50.537	49.608
Razon Corriente	2,17	1,12	2,74

Fuente: EE.CC.F.F. BDU

A la fecha de cierre el Fideicomiso incluye un crédito bancario por USD 1.700.000.

El patrimonio contable del fideicomiso al 30/6/20 asciende a USD 47 millones según se desprende del cuadro precedente mientras que el valor de la emisión de los CP's fue de USD 50 millones. Se recuerda que la tasación a valores razonables de tierra y montes se realiza una vez al año coincidiendo con el cierre del ejercicio, por lo tanto dichos activos recogen el valor establecido en ese momento.

Cuadro 4: Estado de resultados del fideicomiso			
Expresado en miles de u\$s	30/06/2020	30/06/2019	31/12/2019
Ingresos Operativos	1.371	1.126	1.776
Cambio de valor en activos biológicos	-	-	9.276
Costo de los bienes vendidos	(1.093)	(752)	(1.170)
Resultado Bruto	279	374	9.882
Gastos de administración y ventas	(470)	(470)	(975)
Resultados financieros	108	32	44
Resultados del periodo antes IRAE	(84)	(64)	8.952
Impuesto a la renta	(482)	(58)	(241)
Resultado del periodo	(566)	(122)	8.711
Revaluaciones	-	-	(8.148)
Resultado integral del periodo	(566)	(122)	562

Fuente: EE.CC.F.F. BDU

Ante la situación de crisis sanitaria, de incierta definición, se advierte que podría afectar los valores de los activos en el corto plazo, pero tratándose de un negocio a largo plazo, se entiende que al momento de liquidación del patrimonio el tema se habrá superado.

Dadas las características del negocio forestal, es lógico esperar resultados negativos o de menor cuantía en los primeros años por cuanto el rubro principal a vender es la madera cosechada; en tal sentido, la primera tala está prevista aproximadamente a 10 años de su plantación (año 2022 en adelante). Mientras tanto, los ingresos por actividades comerciales son marginales: venta del producto de podas y raleos, pastoreos etc. En cambio, se registran movimientos importantes por el cambio de valor estimado en los inmuebles y en las plantaciones, aunque, como se ha comentado líneas arriba esto ocurre en ocasión del cierre anual y no en este caso.

Riesgos considerados

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

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

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

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

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

Se invirtió en la compra de inmuebles rurales situados dentro del territorio de la República Oriental del Uruguay, los cuales son destinados a la actividad forestal.

En el contrato de Fideicomiso se estableció el marco dentro del cual se desarrolla la estrategia del Fideicomiso para cumplir con su fin.

La empresa ha demostrado capacidad de avance en los procesos propuestos, las actividades se ejecutan con una adecuada calidad y con un cronograma ajustado a lo informado. A la fecha todas las actividades planificadas se encuentran en ejecución, los campos han completado su cronograma de plantación inicial y se están desarrollando sin mayores contratiempos las tareas de mantenimiento y manejo.

La superficie total adquirida es de 9.536 has, de las cuales ya se encuentran forestadas 5.652, lo que significa un 60% de aprovechamiento. Del total de la superficie plantada con Eucaliptus, 65% han sido plantadas con grandis, 28% con dunii, 6% con saligna y un 1% con otras especies.

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

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 7,9%, resultando superior a la de abril de 2019, pero inferior a la estimada en el prospecto de emisión (8,58%). Como se verá más adelante los criterios considerados en el prospecto resultan optimistas a la luz de la situación actual y las perspectivas de mediano plazo

Los supuestos considerados en esta última estimación fueron los siguientes:

- Se ajustaron los rendimientos proyectados al comportamiento real que se viene observando en los montes (mejoran los rendimientos).
- Se parte en todos los casos de los precios actuales.
 - Precio de la pulpa: 58 USD para E. Grandis y 65,5 para E. Dunni.
 - Precio madera aserrable: USD 93 para E. Grandis.
- 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

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

- Inflación de EEUU (proyectada por CPA).
- Incremento precio madera aserrable: 1,5% E. Grandis. (la madera para pulpa no aumentaría de precio).
- Aumento en el precio de la tierra 3%.

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

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

Escenario	TIR	VAN a 2020 (mill. USD)
1 Madera y costos ajusta por inflación USA		
+aumento precio de madera y tierra	7,9%	90,9
2 Madera y costos ajusta por inflación USA		
+aumento precio de la tierra	6,4%	69,8
3 Aumento precio madera y la tierra	5,8%	76,3
4 Aumento precio de Tierra	4,2%	57,4
5 Todos los factores Constantes	3,7%	52,5

Fuente: Agroempresa Forestal

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

El **primer escenario** supone un comportamiento de las variables de acuerdo al Prospecto de emisión. Si bien pudo ser razonable en su momento hoy en día ese sería una escenario relativamente optimista, especialmente en lo que refiere al aumento del precio de la madera aserrable, ya que suponía 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 1,1 y un 1,3% anual dependiendo del origen (ver Sección V). Para el caso de la tierra un incremento de un 3% 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 y la tierra tiene un incremento de un 3%. Este escenario arroja una TIR del 6,4% y el valor actual neto al 2020 descontando el flujo de fondos al 8% arroja un valor de casi 70 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 seguiría siendo positiva (3,7%).

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

- la tasa de crecimiento de los bosques
- el aumento esperado en el precio de la tierra y de la madera, así como también los costos de producción.

Los resultados obtenidos para una simulación de 5000 iteraciones y suponiendo un escenario por demás desfavorable, mostraron que la TIR nominal esperada sería de 8,07% y evidenciaba un 95% de probabilidad de ubicarse en valores superiores al 6,49%. Por su parte, el valor mínimo sería 4,5% y el máximo 11,16%.

2. Nueva estimación del Costo de oportunidad del Capital

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

Para esto se utilizó el modelo de valoración CAPM (Capital Asset Pricing Model) y, siguiendo a Damodaran⁷ se adicionó a éste una prima que contempla el riesgo específico del mercado en el que se ejecuta el proyecto. En consecuencia para el cálculo del costo de los fondos propios se aplica la siguiente fórmula:

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

Donde:

E(ri): Tasa de retorno esperada del capital

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

rf: tasa libre de riesgo (Bonos Treasury de USA a 10 años).

E(Rm) – Rf: Prima de Riesgo del mercado. Es el premio por riesgo específico al mercado que opera el proyecto (diferencia entre los rendimientos de los activos de renta variable⁹ y la tasa libre de riesgo).

Erp: Prima por riesgo específico a la compañía o proyecto evaluado (se considera el riesgo de Uruguay (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 2,19%, y en el momento actual se encuentra en valores por debajo del 1%¹⁰. Luego del repunte de la tasa de interés de estos bonos a partir de julio de 2016 y hasta noviembre de 2018, 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 1,17, 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, lo que llama la atención.

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

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

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

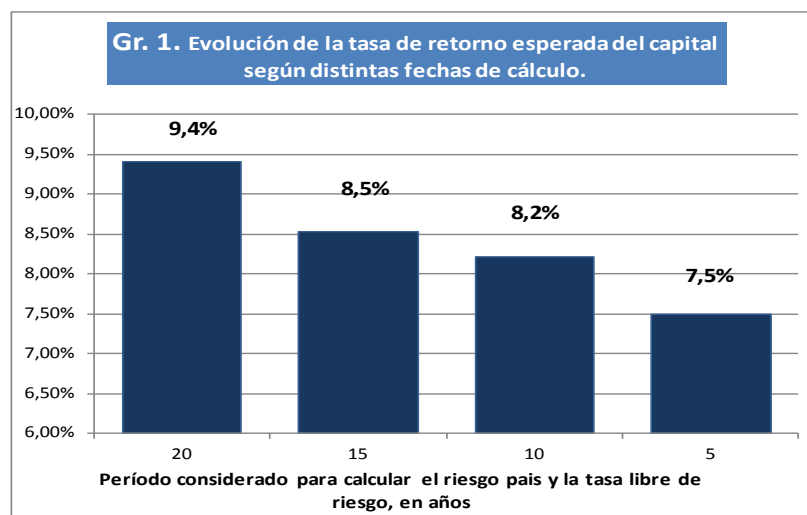
⁹. Equity Risk Premium del S&P 500.

¹⁰. Los efectos de la pandemia del coronavirus afectaron los mercados financieros y en la actualidad los rendimientos de estos bonos están con tasas muy bajas en el entorno de 0,6%

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 2,05% y para el riesgo país (índice UBI), se consideraron 1,83 puntos básicos. Ambos valores son particularmente bajos en relación con los históricos.

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 7,5%. Este valor es levemente superior a la última TIR estimada para el escenario 2 del cuadro 5¹¹. Si bien estas comparaciones no pueden tomarse en sentido estricto, constituyen una referencia que – entre otras- ayuda a conformar un juicio acerca de la inversión.

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



3. Manejo Económico- Productivo

Ingresos.- Las ventas en el primer semestre de 2020 fueron menores a las presupuestadas como consecuencia de los problemas de mercado para la madera rolliza. Las ventas de madera para pulpa –que se coloca en el mercado interno- estuvieron en línea con lo presupuestado, a pesar de que en el segundo trimestre del año no hubo ventas. Esto se debió a que las ventas de los primeros tres meses del año fueron superiores a lo estimado originalmente.

La caída de las ventas totales de madera se explica como consecuencia de que no pudo colocarse la madera rolliza de eucaliptus por falta de mercados externos; las únicas ventas realizadas fueron de columnas al mercado interno (UTE). Como puede observarse en el cuadro, las ventas previstas de madera sólida son por el momento sustancialmente menores a las que tiene por destino la planta de celulosa.

Según informa el Operador, en el mes de julio comenzó la tala rasa de los eucaliptus, por lo que las ventas no realizadas en el primer semestre se realizarían en el segundo.

¹¹. Importa aclarar que si bien este es un análisis válido desde el punto de vista financiero, los inversores institucionales no tienen este costo de oportunidad ya que no pueden invertir en los mercados globales.

Cuadro 6. Ventas al primer semestre y proyección para 2020 (USD).

Actividad	Primer semestre				TOTAL 2020	
	Real	Presupuesto	Diferencia	Estimado	Presupuesto	Diferencia
Eucalyptus Pulpa	1.252.649	1.285.820	-33.171	2.464.369	2.464.369	0
Eucalyptus + 30		363.677	-363.677	484.903	484.903	0
Columnas UTE	54.780		54.780	54.784	0	54.784
Total	1.307.429	1.649.497	-342.068	3.004.056	2.949.272	54.784

Fuente: el operador

El retorno de la inversión depende en más de un 80% de la venta de madera que se realizará más adelante, cuando se desarrollen los bosques. En este sentido es clave durante estos años el manejo y seguimiento del bosque.

Costos de producción.- Las menores ventas determinaron que los costos previstos fueran menores ya que muchos estaban asociados a la tala rasa, costos de exportación, caminería y fletes.

Inversiones.- Los gastos asociados a la inversión de implantación fueron mayores a lo previsto, dado que no se había presupuestado ninguna superficie a repantación. Las tareas de manejo (podas y raleos), estuvieron por debajo de las proyectadas al igual que los "otros" gastos.

Cuadro 7. Costos e Inversiones al primer semestre y proyección al año 2020 (USD).

Actividad	Primer semestre				TOTAL 2020	
	Real	Presupuesto	Diferencia	Estimado	Presupuesto	Diferencia
Costos de						
Producción	1.143.707	1.635.348	-491.641	2.261.586	2.238.899	22.687
Inversiones						
Implantación	25.564	17.341	8.223	73.488	33.341	40.147
Inversiones						
Manejo	87.340	207.644	-120.304	294.494	294.494	0
Gastos	411.266	426.908	-15.642	450.530	558.982	-108.452
Total	1.667.877	2.287.241	-619.364	3.080.098	3.125.716	-45.618

Fuente: el operador

Por otra parte, hubo un mayor gasto en Protección que fue mayor debido a que se tuvieron que realizar repases en los cortafuegos dada la seca y el alto riesgo de incendios. A su vez, en el rubro gastos se encuentra la cuota extraordinaria de la Sociedad de Productores Forestales al Fideicomiso "Forestales en Acción" por la situación de emergencia del Fondo Covid, a través del cual los forestales donaban US\$ 1,5 por hectárea plantada.

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

4. 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 50,1 millones de dólares. El valor total del activo muestra un aumento de un 3,6% con respecto al año anterior.

La metodología utilizada supone que el valor actual es el flujo futuro de ingresos descontado al 8%, pero a diferencia de los anteriores tasadores, supone la venta de la tierra inmediatamente después de que se realiza la cosecha. De esta manera tiene la desventaja de que no recoge el valor de las plantaciones que se realizan sobre los campos que se cosechan. Por otra parte, la metodología estima por separado los flujos provenientes de la madera y de la tierra; la producción de madera le paga un arrendamiento ficto a la tierra (143 dólares/ha) y la tierra tiene ese ingreso por su uso, pero la tierra (al igual que la madera) no tienen aumentos de precio en el período. De esta forma, la tierra al tener solamente un ingreso fijo de 143 dólares anuales, mantener su valor en el tiempo y ser descontado su flujo de ventas al 8%, alcanza un valor a los efectos contables de 2.164 dólares/ha, un precio menor al de mercado según el propio tasador (3.165 USD/ha). Si se asumiera un aumento anual en el precio de la tierra, como parece razonable suponer, del entorno al 3 o al 4%, el valor de la venta futura descontado al 8% determinaría un valor muy similar al actual en el 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 60,2 millones de dólares en vez de 50,1 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 (según la tasadora), pero el de la hectárea media es el que resulta de la tasación.

Cuadro 8: Ev. de la valuación de la tierra y de las plantaciones

	Tierra	En dólares por hectárea Tierra, montes y pastoreo
2012	2.825	3.501
2013	3.244	4.008
2014	3.253	4.398
2015	3.346	4.624
2016	3.492	5.002
2017	3.628	5.222
2018	3.020	5.083
2019	3.165	5.265
Tasa 2013-19	-0,4%	4,7%

Fuente: Care en base al Operador

La evolución muestra una tendencia creciente en la hectárea media considerando los montes forestales, pero una reducción en los valores si se considera la hectárea sola, en línea con la evolución del valor de la tierra que registra la DIEA-MGAP (ver sección V). Para el caso de la tierra sola, la variación acumulativa anual de los valores de tasación de la hectárea del fideicomiso para los últimos 6 años (2013-2019) ha sido negativa (-0,4%), mientras que si se consideran los montes forestales, la tasa de crecimiento acumulativa anual pasa a ser positiva (4,7%). No se consideró al año 2012 porque en aquel momento había menos hectáreas y puede existir un sesgo importante si lo comprado en 2013 fuera diferente a lo existente.

5. Riesgos considerados:

Riesgo de generación de flujos. A partir de lo anterior, se trata de señalar la capacidad de generar los flujos en el plazo pactado. Se considera que existe un riesgo bajo y posible de ser controlado a tiempo. Se destaca que el riesgo se ha reducido dado que se han completado las plantaciones. *Riesgo 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 claves en el negocio del Fideicomiso.

5.2 El precio de la madera

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

Para el caso concreto de este proyecto, el precio que mayor incidencia tendrá en el resultado final, es el de la madera de calidad, ya que es el objetivo central de este fideicomiso. No obstante importa también el precio esperado por la madera con destino a celulosa ya que siempre un cierto porcentaje de la madera tiene ese destino, y particularmente en los primeros años es el destino más relevante.

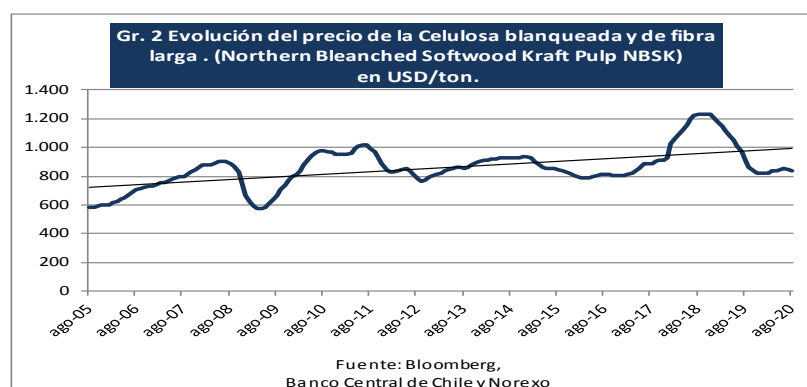
La tendencia de largo plazo esperada para los precios de la madera, es que todo indica que los precios deberían mostrar una tendencia creciente, al menos en valores nominales, y ello se sustenta en el hecho de que la demanda crecerá de la mano del incremento de la población mundial y del crecimiento 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, en el corto plazo el sector está atravesando por una coyuntura desfavorable. Durante todo el año 2019 los precios de la madera a nivel internacional, regional y doméstico, mostraron una caída muy significativa en los precios, del orden del 35-40%. A partir de enero de 2020 los precios internacionales habrían dejado de caer, pero manteniéndose en niveles similares a los de 2017 y relativamente estables. La actual coyuntura de corto plazo es consecuencia del enfrentamiento comercial de EEUU y China, de altos stocks y de una abundancia de pulpa de celulosa en el mercado producto de una sobreoferta de algunos países. Por su parte, la demanda cayó en forma coyuntural en algunos países desarrollados como consecuencia de la crisis sanitaria. Si bien la demanda por productos de higiene y de embalaje ha crecido debido a la compra por efecto del pánico y al aumento del consumo en el hogar, es probable que la demanda por otro tipo de productos se haya debilitado (papel de oficina), y haya más que compensando el aumento anterior, derivando en una reducción global de la demanda.

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. Luego de que se consuman los stocks, los precios del producto tendrán que subir para equilibrar la oferta y la demanda. Esta perspectiva se sustenta en el hecho de que los bajos precios limitan la oferta y que la demanda recuperará su tendencia.

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.

Los precios en Europa de la celulosa de pulpa de fibra larga (coníferas NBSK¹²), se ubican en la actualidad en el entorno de los 840 dólares la tonelada, frente a los 1.230 de fines del año 2018.

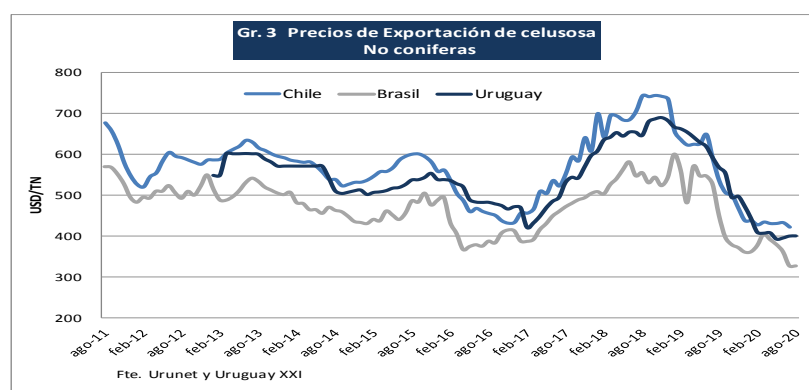


¹². Northern Bleached Softwood Kraft. Pulpa de celulosa blanqueada de fibra larga

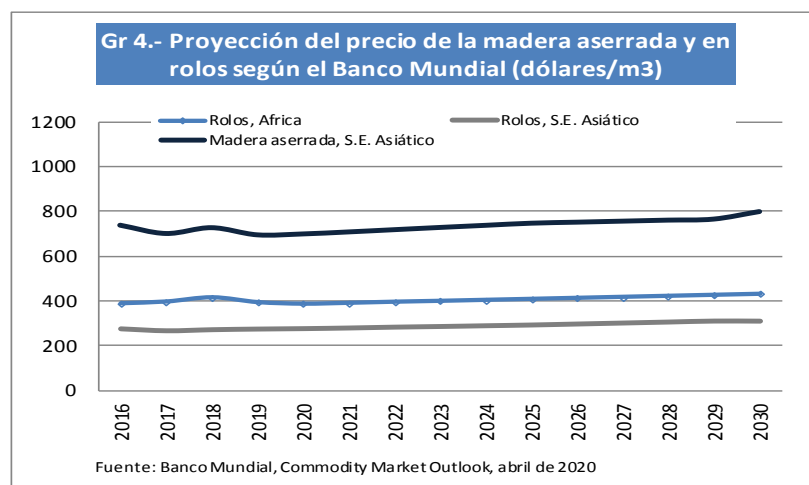
Todo parece indicar, que este escenario bajista y de incertidumbre se mantendrá seguramente durante todo el año 2020 debido a que para reducir la actual sobreoferta de celulosa será necesario algún tiempo mayor al

previsto inicialmente. Para el mediano plazo, los asesores de J.P.Morgan Chase proyectan que los precios de la celulosa en los puertos de China aumentarían en los próximos 4 años un 5,2 y 3,3% acumulativo anual para la BHKP¹³ y la NBSK respectivamente.

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 agosto de 2020 fueron de 400 dólares la tonelada, un 42% más bajos que los máximos de noviembre de 2018, resultando los más bajos de la serie.



Por su parte, los precios de la madera en bruto y de los paneles también mostraron durante 2019 y en lo que va de 2020, 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 ¹⁴ 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 1,2% acumulativo anual para rolos y un 1,34% anual para madera aserrada.



¹³. Blanched Hardwood Kraft Pulp

¹⁴. Commodity Market Outlook, Abril de 2020.

Como resultado de esta coyuntura internacional para el rubro, se verificó en el Uruguay para los primeros 8 meses del año una reducción importante en los ingresos por las exportaciones de los productos forestales. Es así, que para el período enero-agosto de 2020 las exportaciones totales cayeron un 30% respecto del mismo período del año anterior.

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

	2015	2016	2017	2018	2019	ene-agosto 19	ene-agosto 20	Variación
Celulosa	1.266	1.222	1.310	1.660	1.527	1.097	745	-32%
Rolos (excepto eucalipto)	1	5	88	150	89	81	74	-9%
Tableros de madera contrachapados	62	58	64	76	55	35	40	13%
Chips (eucalipto y pino)	57	82	64	95	102	75	21	-72%
Madera aserrada No Coníferas	42	38	47	53	46	33	26	-20%
Madera aserrada Coníferas	23	27	46	62	52	35	38	9%
Papel y Cartón	79	52	31	29	28	22	13	-40%
Rolos de eucalipto	24	17	21	29	14	9	10	6%
Total	1.555	1.500	1.670	2.156	1.914	1.387	967	-30%

Fuente: Care en base a datos de URUNE I, Uruguay XXI y OPYPA exportaciones de pulpa de salen de ese destino.

Nota: No están consideradas las exportaciones a Zona Franca, ya que se consideran las

Como puede observarse, el valor de las exportaciones de celulosa –principal producto de exportación- cae un 32% en valor, explicado en gran medida por los menores precios internacionales, aunque también caen las exportaciones en volumen aunque en menor medida.

Las exportaciones de rolos de eucalipto de aserrío en el primer semestre del año 2020 tuvieron un leve crecimiento frente al primer semestre de 2019, no obstante se mantienen muy por debajo de 2018. Asimismo, el ritmo de colaciones cayó sobre el final del semestre en relación a los primeros meses del año como consecuencia del impacto del COVID 19 en Europa y EE.UU sobre la demanda de productor de madera. El destino de las exportaciones uruguayas de rolos de eucalipto sigue siendo Vietnam, Camboya y China, que luego venden sus productos en Europa y EE.UU.

En el primer semestre del año 2020 se reactivó la actividad de exportación de rolos de pino hacia China, aunque se mantienen por debajo de 2019. Las exportaciones comenzaron a aumentar a partir del segundo trimestre del año aprovechando las oportunidades que se dieron en el mercado, principalmente el "lock down" de Nueva Zelanda, que favoreció la venta de pinos desde el Uruguay. China continúa siendo el principal comprador, aunque comienza a aparecer ahora India luego de que se levantara algunas restricciones fitosanitarias.

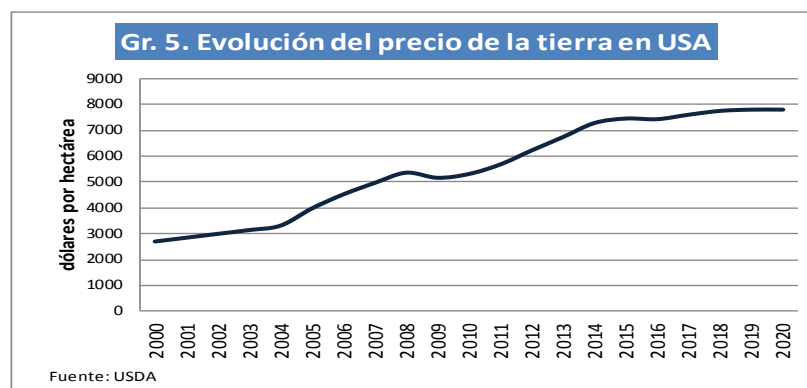
Como ya fuera comentado, el actual escenario internacional de precios está afectado por los altos stocks en China, la pandemia del Coronavirus y el conflicto comercial de China con los EEUU, hechos que han afectado fuertemente los precios. No obstante esta coyuntura adversa, las perspectivas para el rubro en lo que refiere a la demanda de largo plazo se mantienen, por lo que los precios de la madera siguen siendo auspiciosos para el mediano y largo plazo.

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.

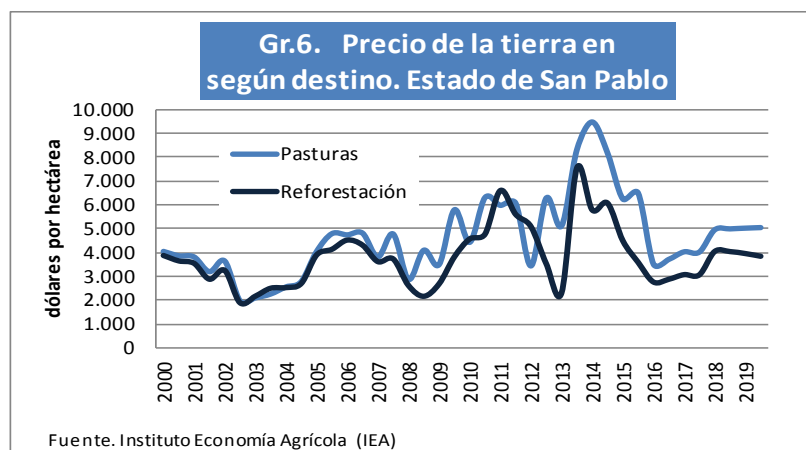
Las perspectivas de demanda internacional por tierra siguen siendo alentadoras y ubicarían los precios en niveles crecientes para el corto y mediano plazo, pero a tasas más moderadas que en el pasado. En este caso se actualiza el comportamiento de los precios en diferentes países considerados de importancia.

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, en ambos casos en forma muy moderada. Cualquiera de los dos shocks negativos en el nivel de precios, fueron revertidos en pocos años. No obstante, en los últimos años, si bien la tendencia se mantiene, los aumentos parecen ser cada vez menores. En 2018 los precios de la tierra (promedio) aumentaron un 2%, para 2019 el USDA reporta un aumento de un 0,6% en términos nominales y para el año 2020 mantiene el mismo valor nominal que en el año anterior. Si se analizan los datos para las tierras agrícolas y para las ganaderas por separado, el comportamiento de la evolución de los precios es el mismo.



El comportamiento del precio de la tierra en Brasil, está afectado 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.

Para el año 2019, último reportado por el Instituto de Economía Agrícola de San Pablo los precios de la tierra para pasturas crecen levemente (1%) mientras que las que tienen por destino la silvicultura y pasturas naturales caen un 4,9%.



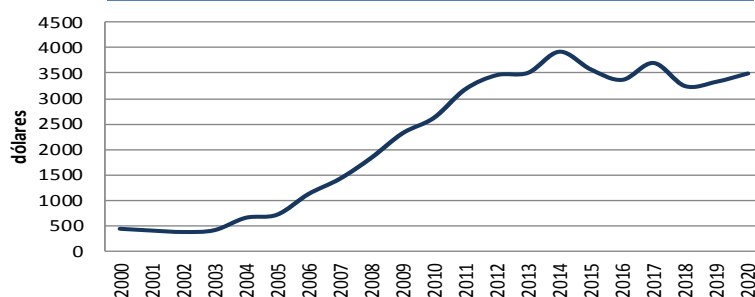
La particular situación de Argentina hace imposible disponer de una serie de precios actualizada y confiable de la tierra. Las alta volatilidad de las políticas, las elevadas detracciones a las producciones agrícolas, los desajustes macroeconómicos y las restricciones al manejo de las divisas, generan distorsiones en los valores que nada tienen que ver con la tendencia que deberían tener los precios de los campos. Sobre la base de algunos trabajos técnicos a los cuales CARE tuvo acceso, en un período de 55 años (1956 a 2011) el precio de la tierra agrícola (de muy buena calidad) en Argentina, aumentó a un ritmo promedio de 3,5% acumulativo anual en términos reales.

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 9,8% en el valor de la tierra, luego en 2018 la misma oficina da cuenta de una reducción de un 12,3%, en 2019 se reporta un leve aumento de un 2,6% y luego para el primer semestre de 2020¹⁵ el precio promedio de la hectárea media del país estaría mostrando una recuperación de un 5%.

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.

¹⁵. "Precio de la Tierra" Compraventas Primer Semestre de 2020, publicado en setiembre de 2020.

Gr. 7.- Evolución del precio promedio de la tierra en Uruguay



Existen otras fuentes de información realizadas por consultoras y operadores del mercado¹⁶, las que tratan de contemplar la calidad de las tierras corrigiendo los valores por el índice CONEAT y de esta forma hacer más comparable los valores. Existe una proporcionalidad comprobada¹⁷ entre el índice de CONEAT y el precio con valores de campo con CONEAT por encima de 100, pero cuando los índices están por debajo de 100, los precios también caen pero no exactamente en la misma proporción que cuando están por encima de 100. Esto básicamente se explica porque muchos de los campos por debajo de 100 son demandados para producciones diferentes a la carne y a la lana (arroz, forestación), rubros considerados para determinar el valor del índice.

Realizando estas correcciones a la información disponible se obtienen series de precios que también muestran un comportamiento muy similar al obtenido por DIEA: un aumento sostenido y muy importante hasta el año 2014 y luego un descenso continuo hasta el presente. Con la diferencia de que ubican el precio actual con una caída mayor (30%) que la que se nota utilizando los valores medios de la Serie de DIEA (11%). Esto se explicaría por la elevada proporción de campos agrícolas y forestales (algunos ya forestados) en las compraventas de los últimos años.

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

Para ello CARE analizó con la información de los precios de la tierra (en dólares corrientes) de una serie de 51 años (1970 a 2020) la variación anual en períodos de 20, en donde se observa lo siguiente:

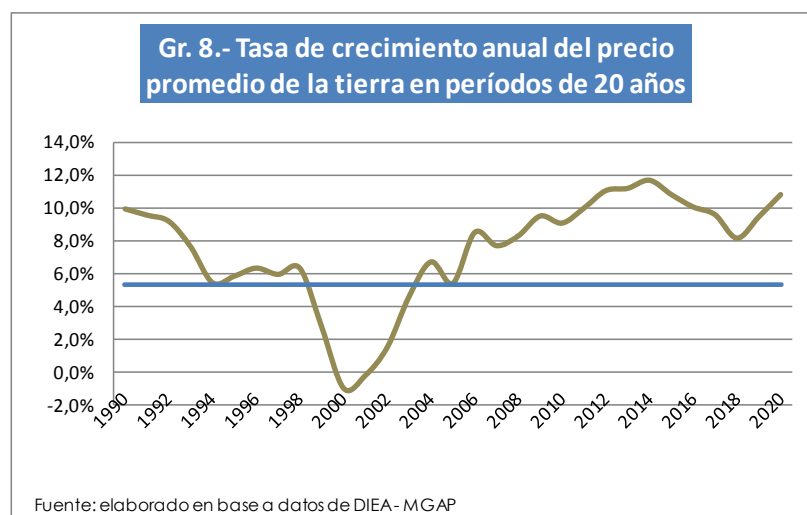
- En promedio, la evolución anual del precio de la tierra en períodos móviles de 20 años fue de 7,5%.
- La tasa anual de crecimiento solamente fue menor al 3% para el caso de los campos que se vendieran entre 2000 y 2002, o sea que se hubieran comprado entre 1980 y 1982.
- Para el resto del período, el crecimiento anual del precio de la tierra supera el 3%.

¹⁶. SERAGRO, Agroclaro y operadores privados

¹⁷. B. Lanfranco y G. Sapriza (Serie Técnica N° 187 de INIA, "El índice CONEAT como medida de productividad y valor de la tierra" 2011)

Si el mismo análisis se realiza para períodos de 30 años la tasa de crecimiento anual cae levemente (7,3%), y el mínimo crecimiento anual es de 5% y por lo prácticamente 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 pero se mantiene en valores muy por encima del 3% (en el entorno del 10% de crecimiento anual).



CARE entiende que si bien cabe esperar para el mediano y largo plazo aumentos sostenidos en los precios de la tierra, éstos no serían de similar magnitud que el pasado. Muy probablemente los aumentos de precios compensarán la inflación de Estados Unidos, más un pequeño componente por incremento de la productividad de la tierra, de esta forma se deberían ubicar entre el 2 y el 4% 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. 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.

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

VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos-, tanto los presentados por la Fiduciaria y el Operador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité calificador de CARE entiende que la Emisión califica en la categoría BBB + (uy) de la escala del Manual de CARE¹⁸.

Comité de Calificación.



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrian Tambler

¹⁸. **BBB+(uy)**. Se trata de instrumentos emitidos por empresas o sociedades que presentan un riesgo medio-bajo para la inversión. Su capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados es buena. El propio papel, la condición de la empresa, la calidad del proyecto 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 (papel, proyecto, empresa, entorno). Podría incrementarse el riesgo del instrumento ante eventuales cambios previsibles en el proyecto tal como fue presentado, en la sociedad emisora, en el sector económico a la que pertenece, 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 empresa 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.