

BOSQUES DEL URUGUAY (FIDEICOMISO 20806/11)



INFORME CORRESPONDIENTE AL TERCER TRIMESTRE 2016

Preparado por: AGROEMPRESA FORESTAL SA



Para: Junta de Inversores

Noviembre, 2016

Tabla de Contenidos

1.	Resumen ejecutivo.....	4
2.	Condiciones climáticas	5
3.	Informe financiero.....	6
3.1	Ventas	6
3.2	Costos de Producción	8
3.3	Inversiones.....	9
3.3.1	Total inversiones al cierre del 3er. Trimestre 2016.....	9
3.4	Gastos	12
5.	Comportamiento de los indicadores de mercado más relevantes para BDU.....	13
5.1	Precio de la tierra	13
5.2	Mercado de la madera	16
5.3	Mercado de la pulpa de celulosa.....	20
6	Bonos de carbono	24
7	Seguridad, Salud Ocupacional y Protección medio ambiental	24

Lista de Tablas

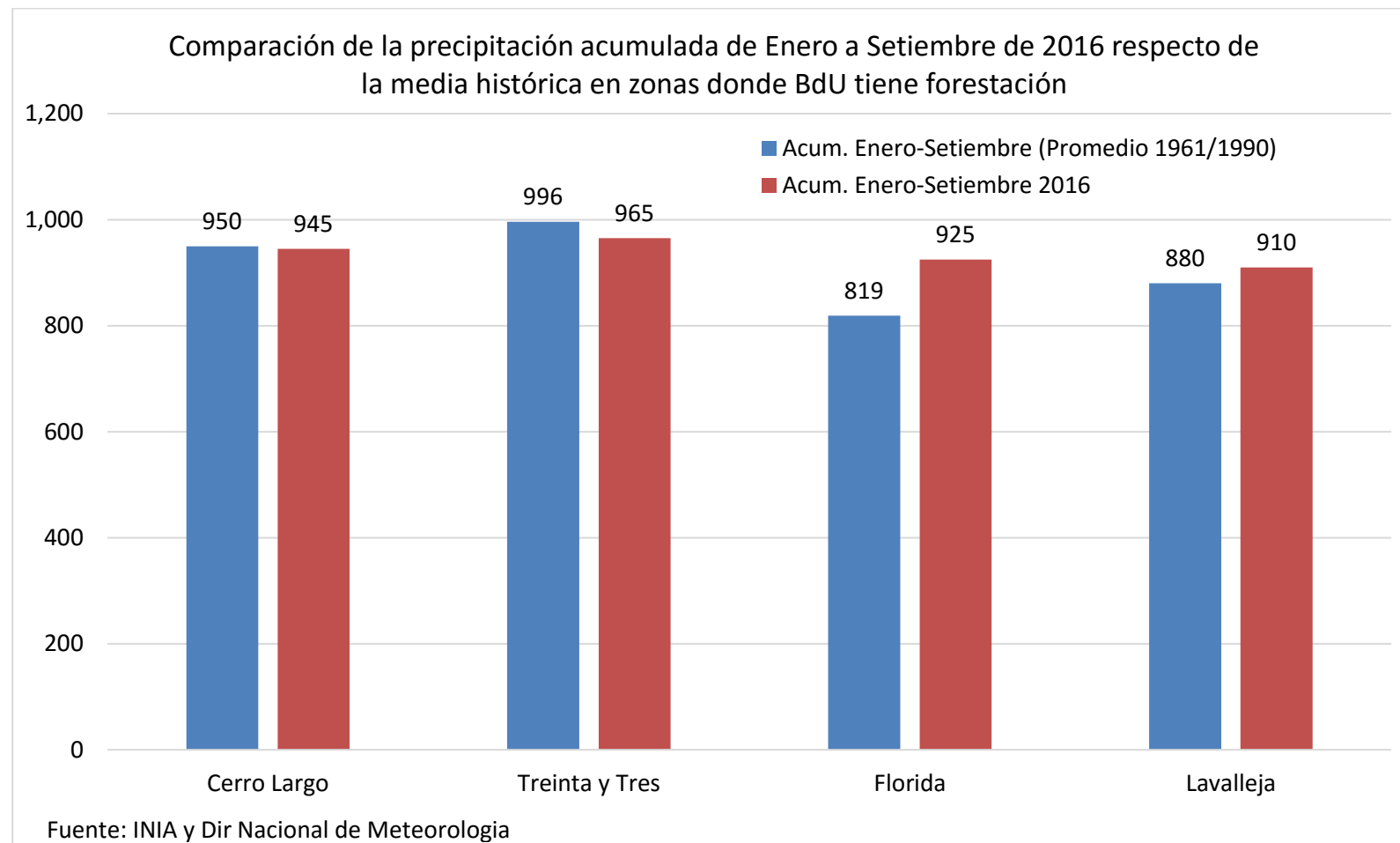
Tabla 1 - Bosques del Uruguay 1: Ventas durante el 3er. Trimestre (Volumen y valor al borde del camino).....	6
Tabla 2 - Bosques del Uruguay 1: Ventas acumuladas al cierre del 3er. Trimestre (Volumen y valor al borde del camino).	6
Tabla 3 - Bosques del Uruguay 1: Ventas estimadas para el año 2016 (Volumen y valor al borde del camino).....	6
Tabla 4 - Bosques del Uruguay 1: Costos de producción del 3er. Trimestre, acumulados al 3er. trimestre y al cierre de 2016 (Valor).	8
Tabla 5 - Bosques del Uruguay 1: Inversiones del 3er. Trimestre, acumulados al 3er. trimestre y al cierre de 2016 por tipo de actividad (Valor).	9
Tabla 6 - Bosques del Uruguay 1: Gastos del 3er. Trimestre, al cierre del 3er. Trimestre y al cierre de 2016 por tipo de actividad (Valor).	12

1. Resumen ejecutivo

- No se incurrió en costos de producción en el 3er trimestre ya que se postergo para el 2017 el raleo comercial proyectado en 2016.
- Durante el 3er trimestre se continuó con las plantaciones de las zonas afectadas por heladas en 2015.
- El área afectada por las heladas es superior a lo estimado previamente lo cual genera un desvío presupuestal.
- Todas las plantaciones realizadas en otoño se encuentran en buen estado. Estas plantaciones fueron oportunamente recorridas y evaluadas por el Comité de Vigilancia. Del informe elaborado por el mismo surge que se cumple con la densidad de plantación objetivo y con la calidad de la misma.
- Algunas de las áreas definidas para podas fueron postergadas para el 2017 de manera de aprovechar el crecimiento de primavera
- Se continua avanzado con el manejo silvicultural de los bosques para obtener el tipo de madera a la que apunta el proyecto.

2. Condiciones climáticas

Grafica 1. Comparación de las lluvias acumuladas al 3er trimestre de 2016 respecto del promedio histórico para los departamentos donde BDU tiene plantaciones (mm).



3. Informe financiero

3.1 Ventas

Tabla 1 - Bosques del Uruguay 1: Ventas durante el 3er. Trimestre (Volumen y valor al borde del camino).

	3er. Trimestre								
	Real	Presupuesto	Diferencia	Real	Presupuesto	Diferencia	Real	Presupuesto	Diferencia
	m3			US\$			US\$/m3		
Eucalyptus pulpa	536	-	536	12,202	-	12,202	22.76	-	22.76
TOTAL	536	-	536	12,202	-	12,202	22.76	-	22.76

Tabla 2 - Bosques del Uruguay 1: Ventas acumuladas acumulado al 3er. Trimestre (Volumen y valor al borde del camino).

	Acumulado al 3er. Trimestre								
	Real	Presupuesto	Diferencia	Real	Presupuesto	Diferencia	Real	Presupuesto	Diferencia
	m3			US\$			US\$/m3		
Eucalyptus pulpa	536	9,452	(8,916)	12,202	250,478	(238,276)	22.76	26.50	(3.74)
TOTAL	536	9,452	(8,916)	12,202	250,478	(238,276)	22.76	26.50	(3.74)

Tabla 3 - Bosques del Uruguay 1: Ventas estimadas para el año 2016 (Volumen y valor al borde del camino).

	2016								
	Estimado	Presupuesto	Diferencia	Estimado	Presupuesto	Diferencia	Estimado	Presupuesto	Diferencia
	m3			US\$			US\$/m3		
Eucalyptus pulpa	10,892	9,452	1,440	226,242	250,478	(24,236)	20.77	26.50	(5.73)
TOTAL	10,892	9,452	1,440	226,242	250,478	(24,236)	20.77	26.50	(5.73)

- Las ventas realizadas corresponden a un raleo comercial de E Grandis (efectuado sobre fines de 2015).
- El producto de este raleo, rolos pulpables sin corteza, tiene dos posibles destinos: las plantas de pulpa de celulosa y la biomasa para energía.
- El mercado de la pulpa de celulosa estuvo deprimido durante el 1er semestre del año y se decidió la postergación de la venta.
- Durante el 3er trimestre se cerró un contrato con una planta de chipeo que abastece de biomasa a la industria local.
- El producto que BdU ofrecía, rolos de madera pulpable sin corteza, era solicitado por esta empresa para abastecer clientes que por encontrarse cerca del área metropolitana deben quemar chips sin corteza.

Poda a 6 mts de Eucalyptus Grandis



3.2 Costos de Producción

Tabla 4 - Bosques del Uruguay 1: Costos de producción del 3er. Trimestre, acumulados al 3er. trimestre y al cierre de 2016 (Valor).

ACTIVIDAD	3er trimestre			Acumulado al 3er trimestre			2016		
	Real	Presupuesto	Diferencia	Real	Presupuesto	Diferencia	Estimado	Presupuesto	Diferencia
	US\$								
Costos de Producción				42,037	158,594	(116,557)	42,037	235,532	(193,495)

- No se incurrió en costos de producción en el 3er trimestre ya que se postergo para el 2017 el raleo comercial proyectado en 2016.
- El raleo comercial fue postergado por dos motivos. En primer lugar el cambio en la política comercial iniciado en el 2do trimestre del corriente año determinaba que se identificara un comprador para el producto previo a la intervención. El producto de este raleo comercial, rolos pulpable sin corteza, estuvo deprimido durante buena parte del año. Al mismo tiempo el desarrollo del bosque no era el óptimo para la situación de mercado y los precios que se podían obtener por lo que se decidió la postergación.
- En lo que resta del año no se realizaran actividades vinculadas a cosecha y raleo.

3.3 Inversiones

3.3.1 Total inversiones al cierre del 3er. Trimestre 2016

Tabla 5 - Bosques del Uruguay 1: Inversiones del 3er. Trimestre, acumulados al 3er. trimestre y al cierre de 2016 por tipo de actividad (Valor).

ACTIVIDAD	3er trimestre			Acumulado al 3er trimestre			2016		
	Real	Presupuesto	Diferencia	Real	Presupuesto	Diferencia	Estimado	Presupuesto	Diferencia
	US\$								
Establecimiento	113,847	43,948	69,899	413,575	303,421	110,154	568,607	374,952	193,655
Poda & Raleo	97,757	307,059	(-209,302)	320,197	517,118	(-196,921)	556,250	698,757	(-142,507)
TOTAL INVERSION	211,604	351,007	(-139,403)	733,772	820,539	(86,767)	1,124,857	1,073,709	51,148

- Algunas de las áreas definidas para podas fueron postergadas para el 2017 de manera de aprovechar el crecimiento de primavera.

El desvío en el monto de las inversiones en el 3er trimestre se explica por:

- Establecimiento
 - Durante el 3er trimestre se continuó con los replantes de zonas afectadas por las heladas del 2015. Dicha área es superior a lo estimado previamente lo cual genera un desvío presupuestal.
 - A su vez en el 3er trimestre se realizaron laboreos que estaba previsto realizar en el 2do trimestre y que debieron ser suspendidos a causa de las excesivas precipitaciones de Abril y Mayo (tal como fue informado en el informe del 2do trimestre).
- Poda y raleo
 - Se realizaron podas bajas que fueron diferidas del 1er y 2do trimestre para favorecer el crecimiento de los arboles previo a la intervención.
 - Se postergo una poda alta en espera de un mejor desarrollo a lograr durante la primavera.

El desvío en el monto de las inversiones acumulado al 3er trimestre se explica por:

- Establecimiento
 - Aumento de la superficie a replantar a causa de las heladas de 2015.

- La superficie a replantar se estimó en 264 hectáreas cuando se realizó el presupuesto anual 2016 (Nov/Dic 2015).
- En ese momento se espera que parte de las zonas afectadas tuvieran una recuperación positiva durante finales de 2015 y principios de 2016.
- Lo que en definitiva ocurrió fue que las condiciones imperantes en el verano 2015/16 (en particular Dic 2015 y Enero 2016 de altas temperaturas y baja precipitación) impidieron la recuperación de 170 hectáreas.
- Esta área fue laboreada durante el 2do y 3er trimestre para plantar en la primavera de 2016.
- Poda y raleo
 - Se postergo una poda alta en espera de un mejor desarrollo a lograr durante la primavera.

El desvío en el monto de las inversiones estimado para el 2016 se explica por:

- Establecimiento
 - Sera necesario replantar un área superior a la presupuesta a fines de 2015.
- Poda y raleo
 - Una parte de la superficie sobre la cual se realizaría una poda alta se posterga para el 2017.

Poda a 3 mts en clones



3.4 Gastos

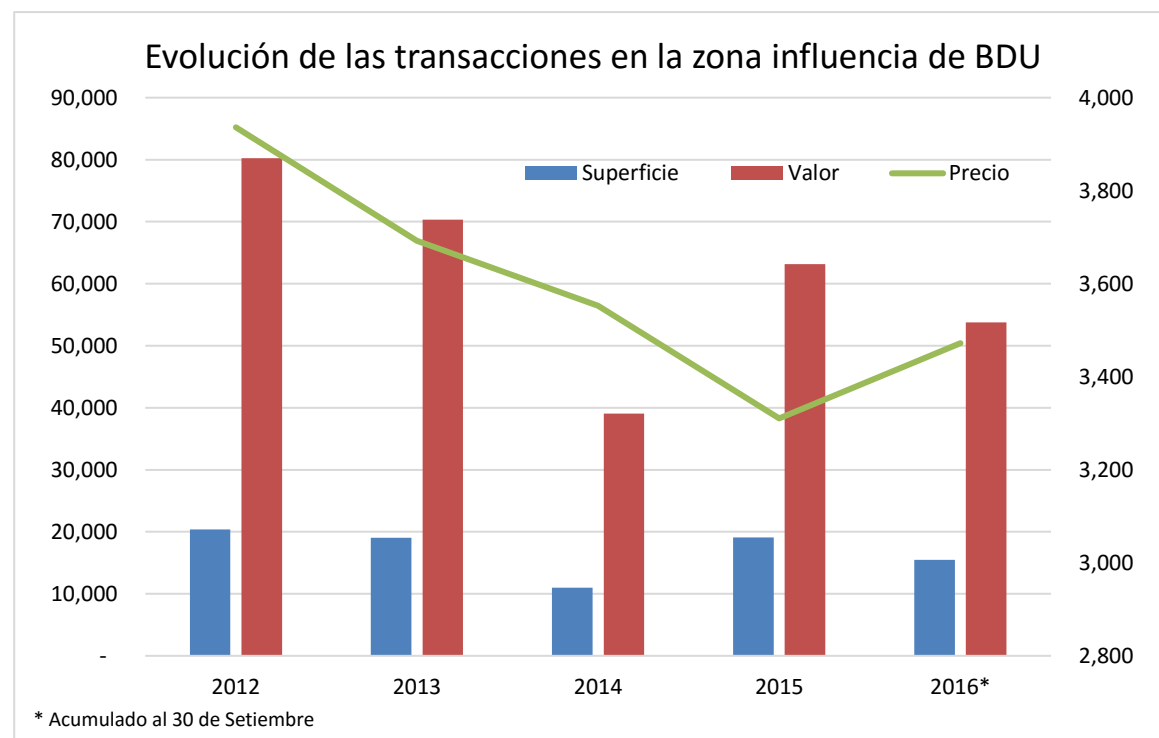
Tabla 6 - Bosques del Uruguay 1: Gastos del 3er. Trimestre, al cierre del 3er. Trimestre y al cierre de 2016 por tipo de actividad (Valor).

ACTIVIDAD	3er. trimestre			Acumulado al 3er. trimestre			2016		
	Real	Presupuesto	Diferencia	Real	Presupuesto	Diferencia	Estimado	Presupuesto	Diferencia
	US\$								
Protección	203	23,000	(22,797)	21,262	23,938	(2,676)	72,833	61,997	10,836
Mediciones	5,353	62,500	(57,147)	17,413	93,750	(76,337)	97,250	97,250	-
Mantenimiento	3,212	3,500	(288)	4,694	35,150	(30,456)	26,467	34,650	(8,183)
Gerenciamiento	136,483	136,269	214	409,021	408,807	214	545,076	545,076	-
Otros Gastos	37,912	26,625	11,287	62,347	58,475	3,872	137,567	142,600	(5,033)
GASTOS	183,163	251,894	(68,731)	514,737	620,120	(105,383)	879,193	881,573	(2,380)

Al finalizar el 2016 se estima que los gastos van a estar alineados con lo presupuestado.

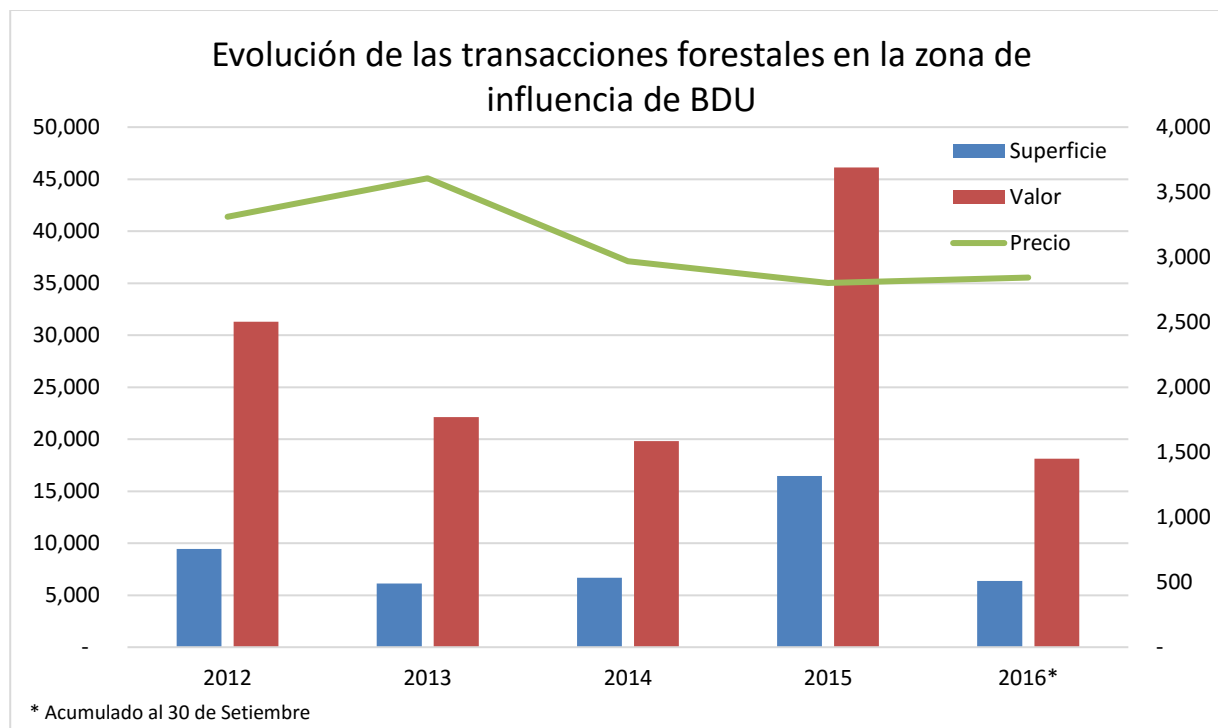
5. Comportamiento de los indicadores de mercado más relevantes para BDU.

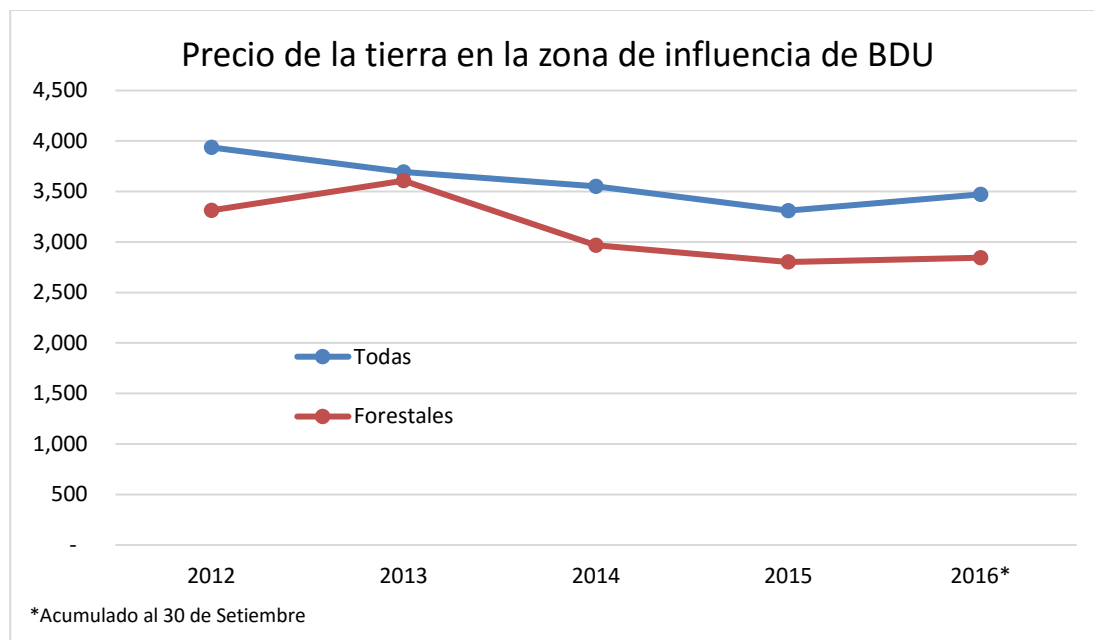
5.1 Precio de la tierra



La superficie transada en la zona de influencia de BDU se ha mantenido por debajo de las 20 mil hectáreas desde el 2012, con un mínimo de 11 mil hectáreas en el 2014. La zona de influencia de BDU comprende los departamentos de Cerro Largo, Treinta y Tres, Lavalleja

El precio de la tierra también ha descendido de valores cercanos a los US\$ 4,000 en el 2012 a un mínimo de 3,300 en el 2015. Durante el 2016 los precios han mostrado una recuperación ubicándose a cierre del tercer trimestre de 2016 en US\$ 3,472 (promedio ponderado).

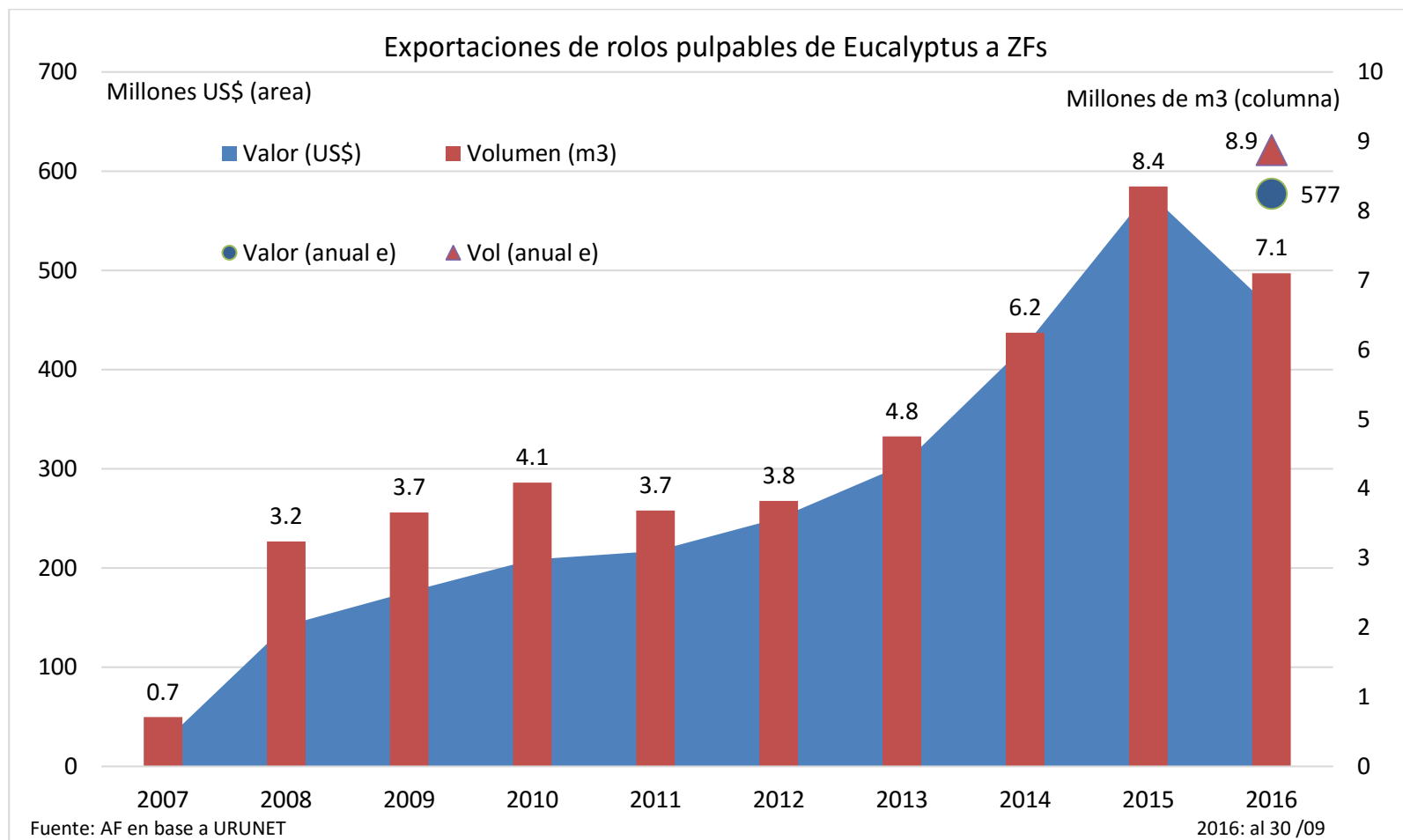




El precio de la tierra para forestación se ha movido por debajo del precio promedio.

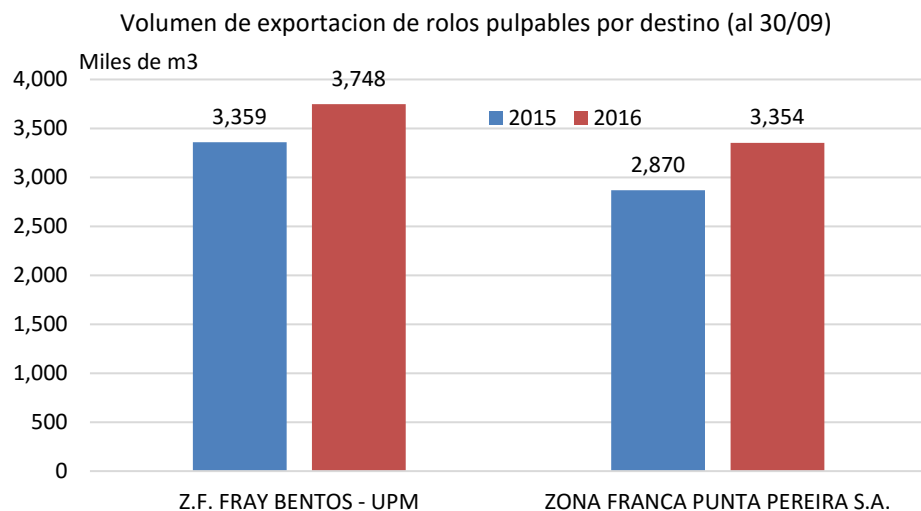
En el primer semestre de 2016 se comienza a verificar una modificación de la tendencia descendente que se ha mantenido durante en 3er. trimestre

5.2 Mercado de la madera

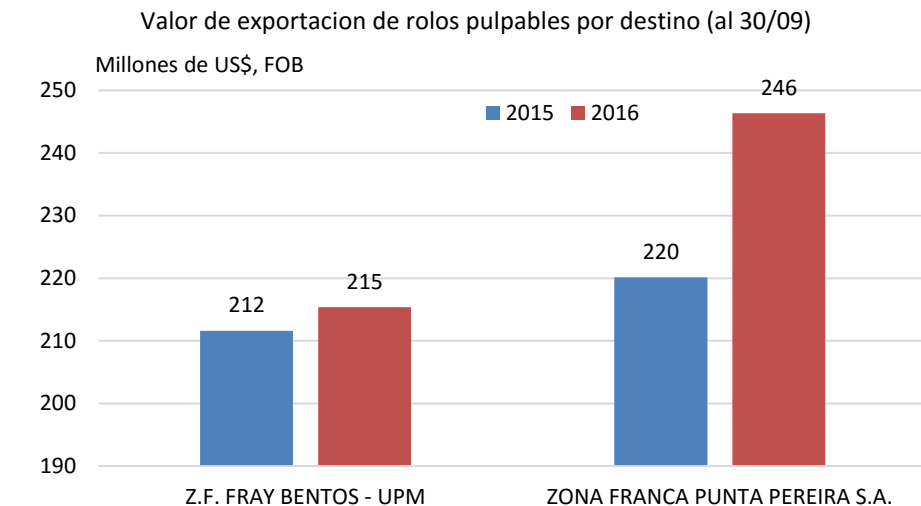


Las exportaciones de madera para pulpa muestran un crecimiento al 30 de setiembre de 2016 respecto de igual periodo de 2015.

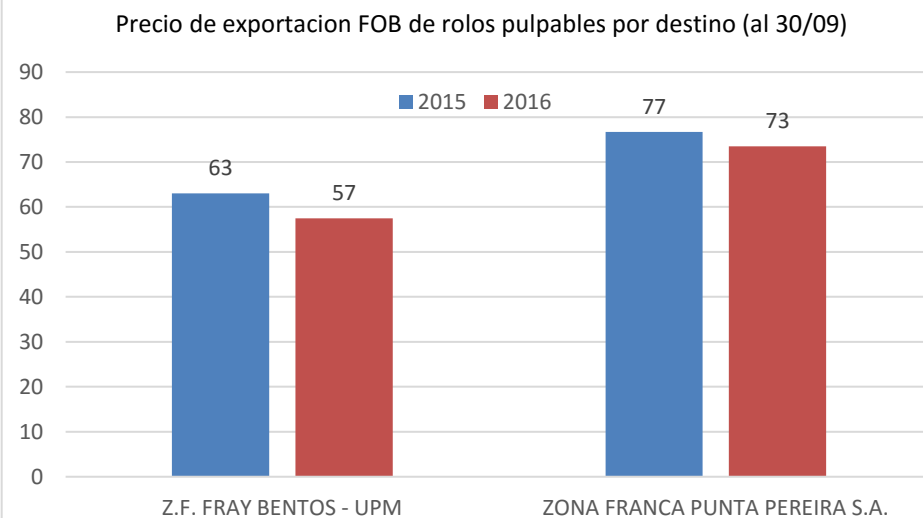
El precio de exportación cayó un 8%. Esto se debe en buena medida a la caída en dólares del costo de los fletes (que se transan en pesos) producto de la apreciación del tipo de cambio.



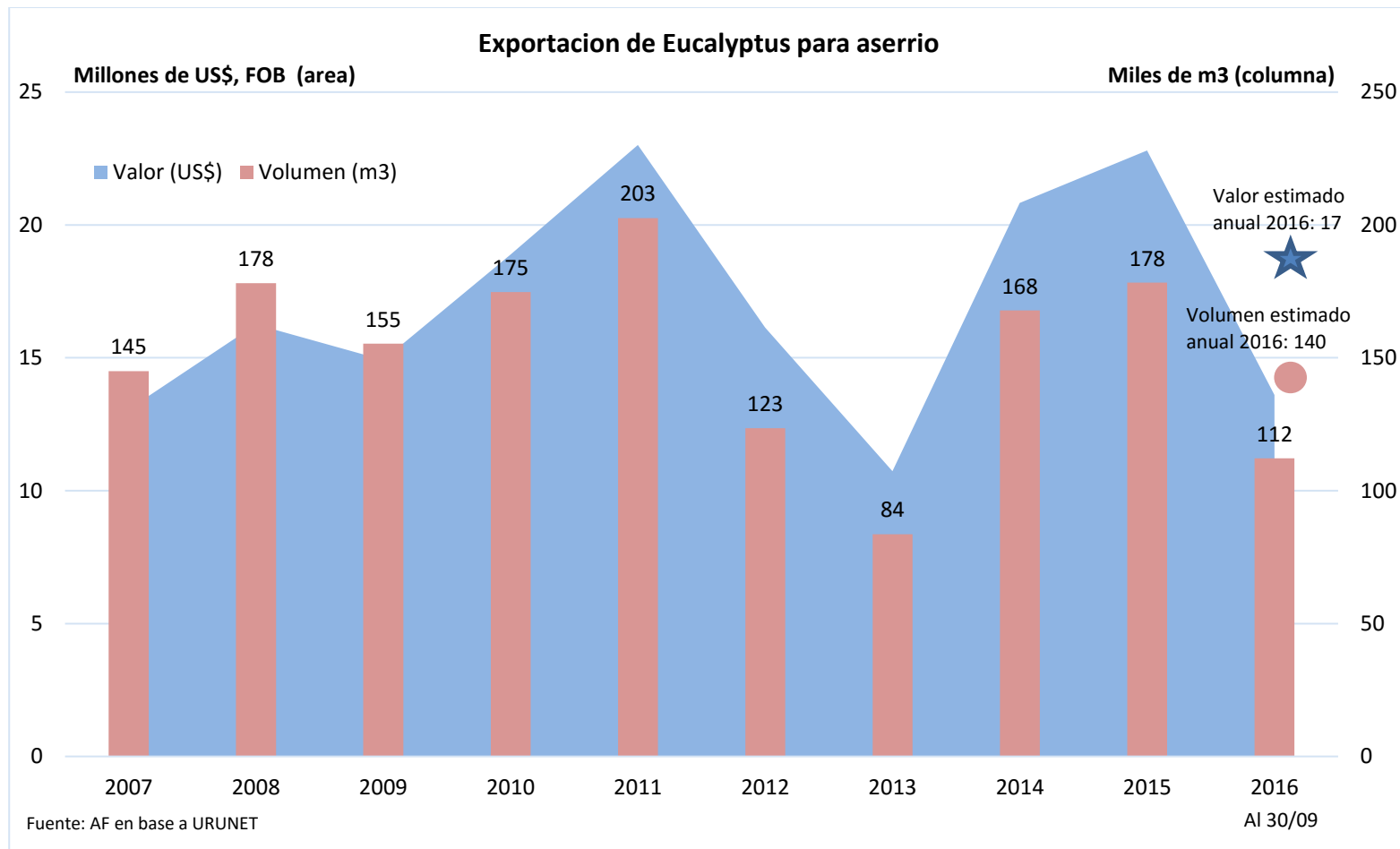
Fuente: URUNET



Fuente: URUNET



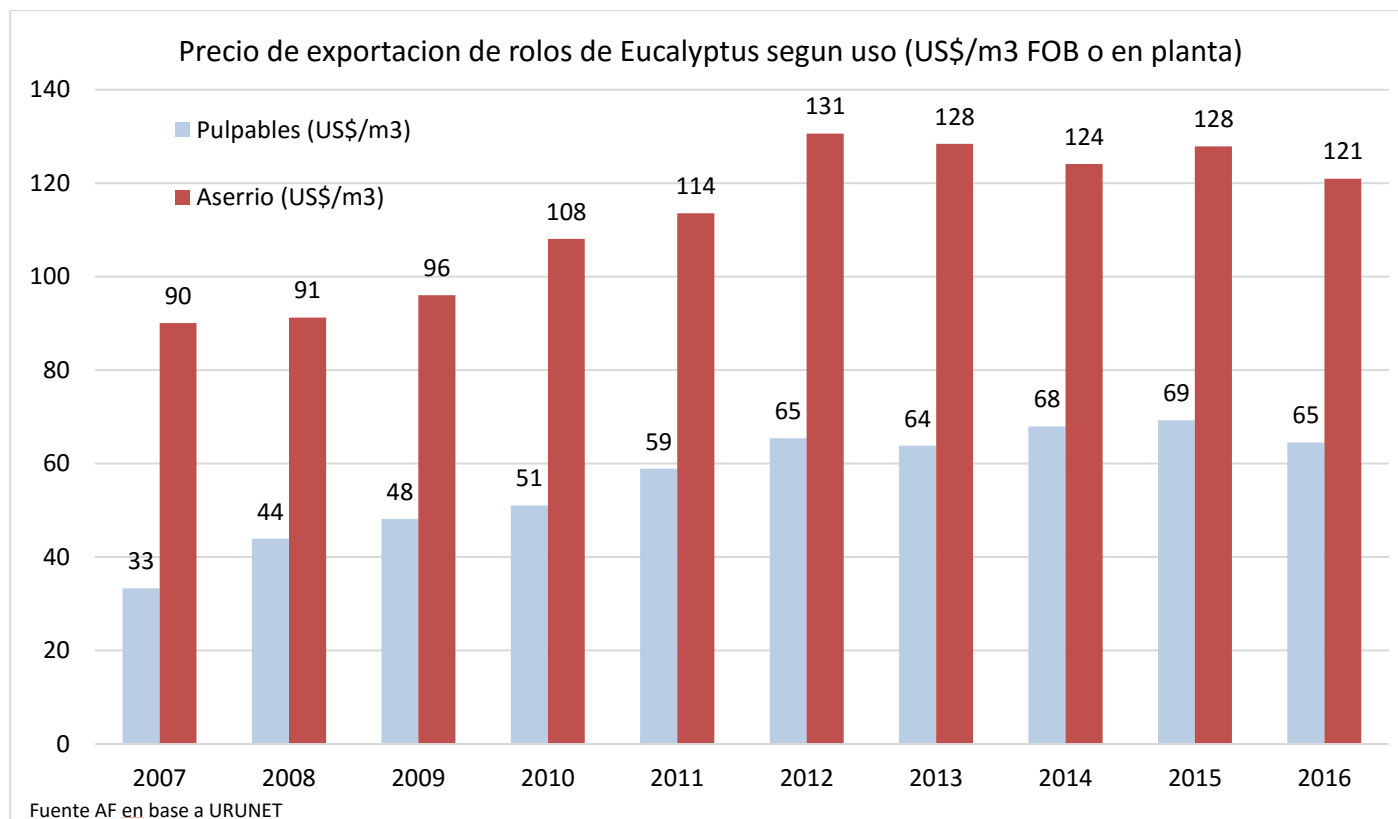
Fuente: URUNET



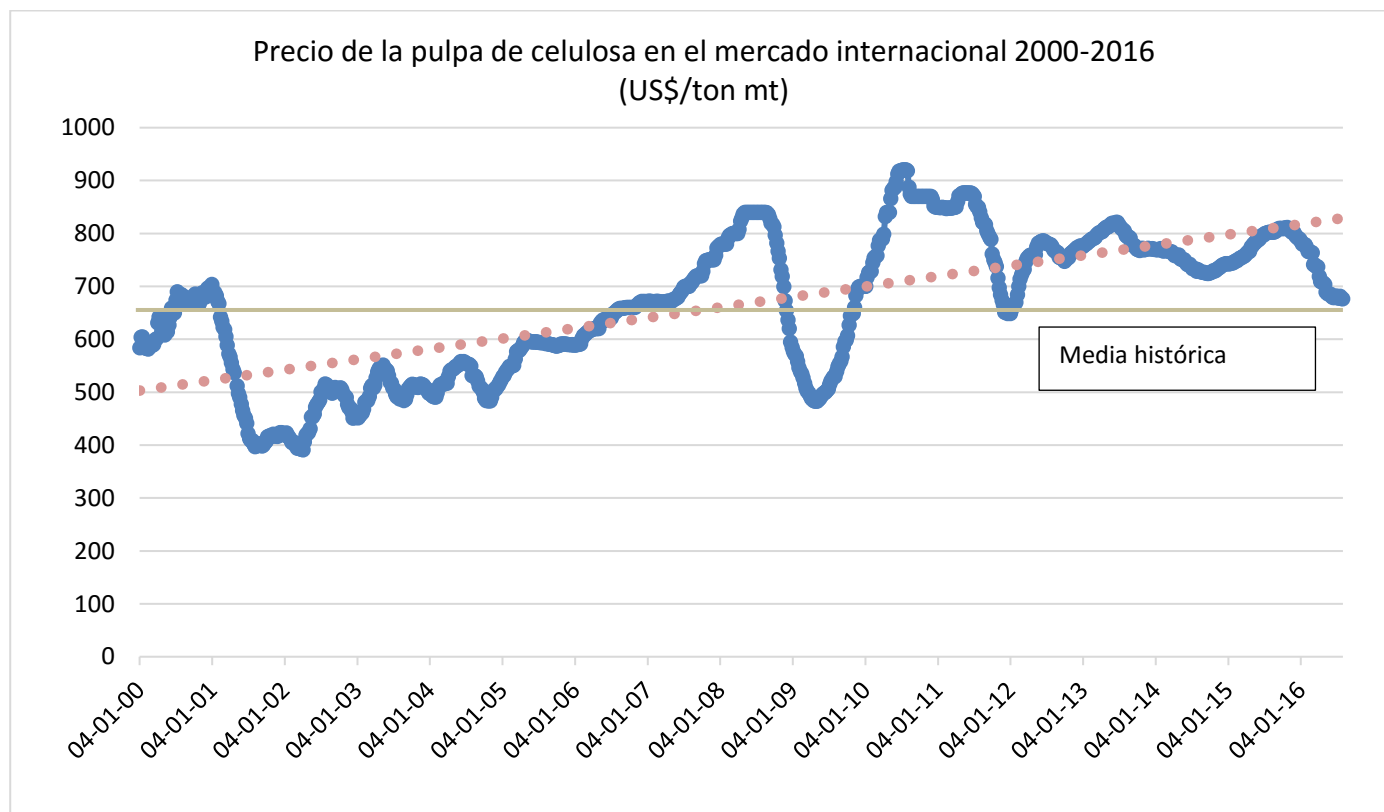
Se estima que las exportaciones de rolos aserrables se sitúen en los 140 mil m3 y US\$ 17 millones a fin de 2016, marcando un importante descenso respecto de 2015

China y Vietnam explican más del 80% del volumen y valor de las exportaciones de rolos para aserrío. Al 30 de setiembre las exportaciones a China y Vietnam han retrocedido en un 25% en volumen y un 28% EN valor respecto de igual periodo de 2015.

India, por el contrario, casi duplica sus importaciones de madera de aserrio, pasando de 7 mil m3 a 12 mil m3, al 30 de setiembre de 2015 y 2016 respectivamente.



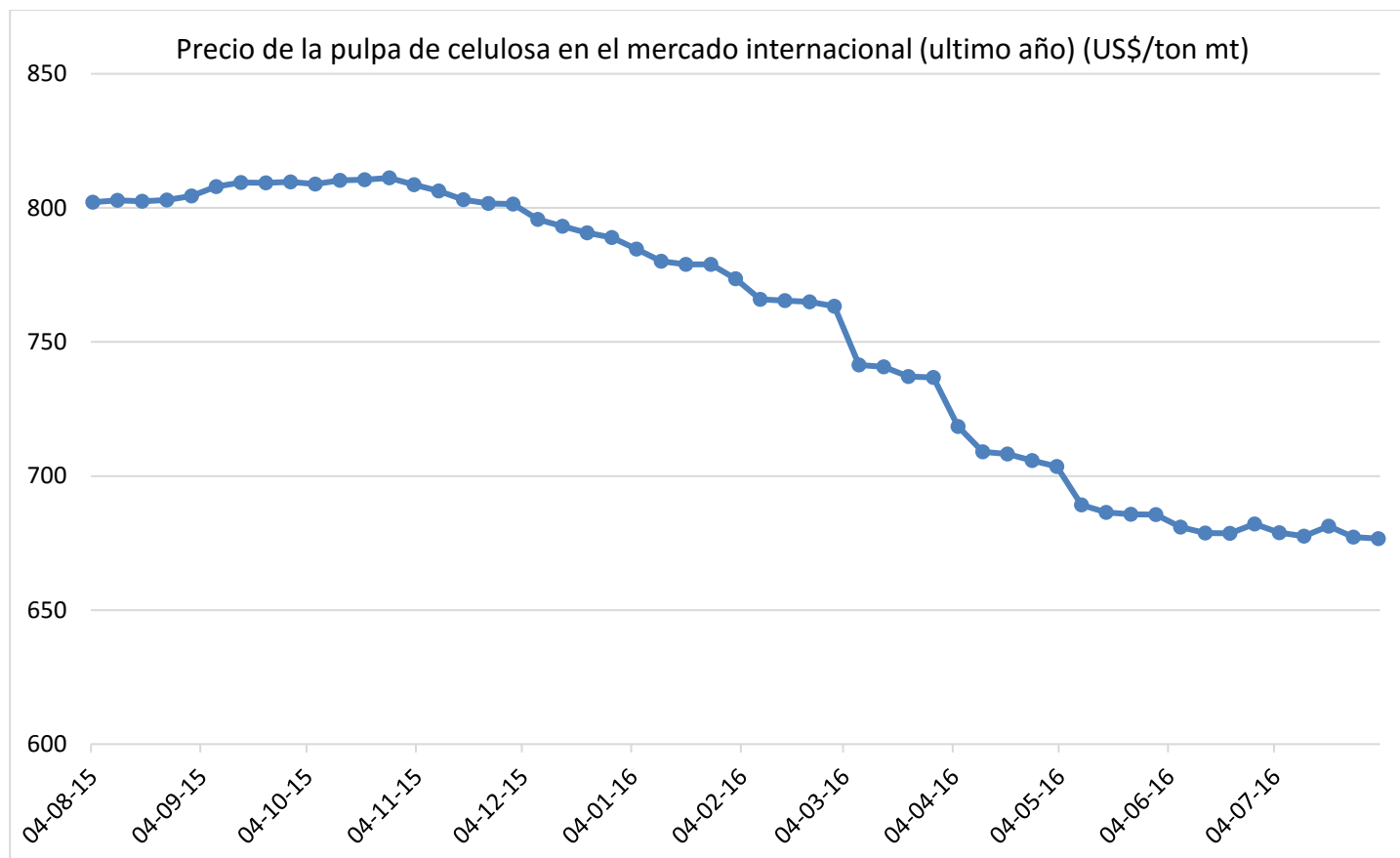
5.3 Mercado de la pulpa de celulosa



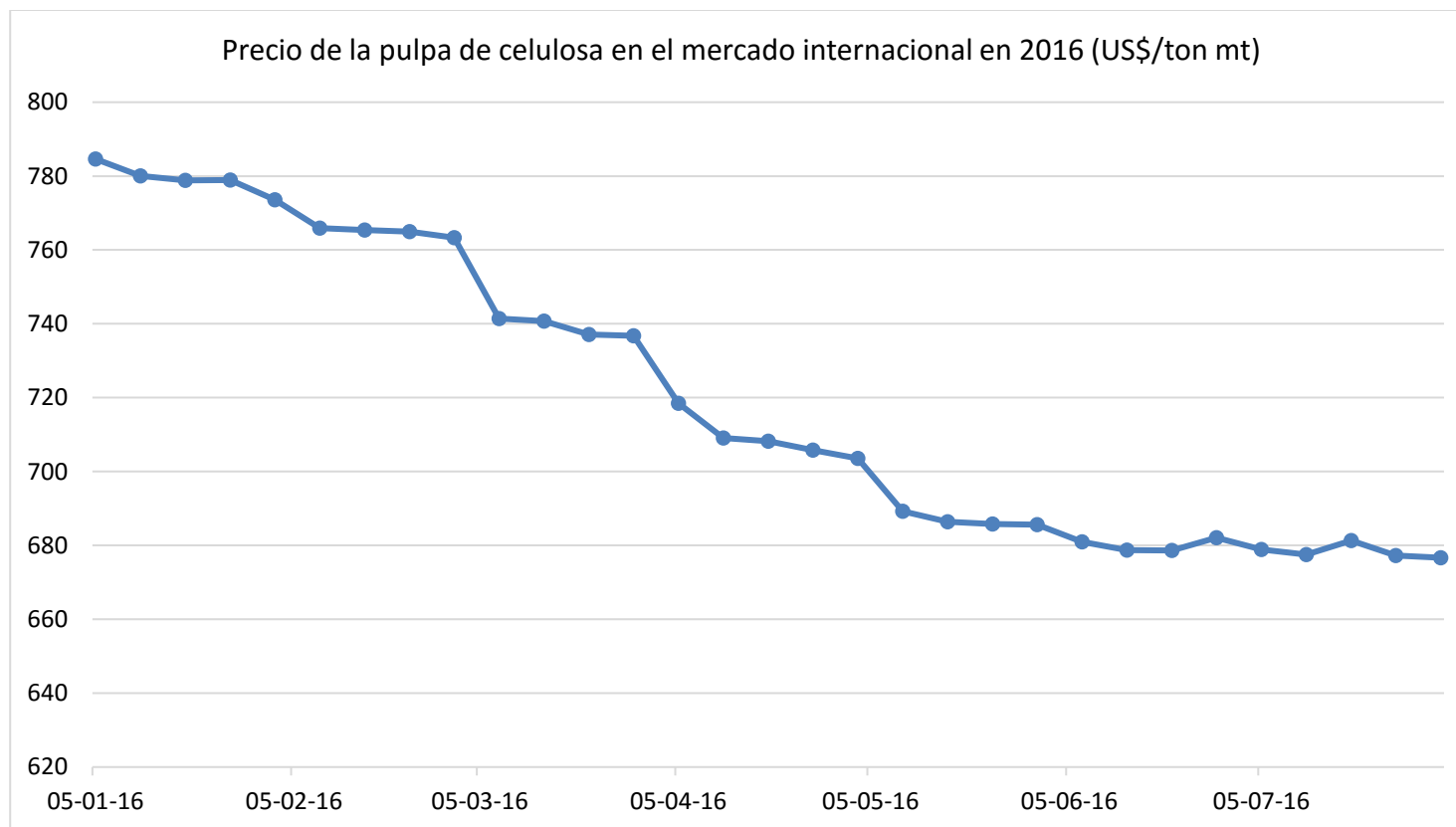
La tendencia de largo plazo de los precios de la pulpa de celulosa es creciente.

El precio actual de US\$ 677/ton métrica es ligeramente superior que el precio medio histórico de US\$ 666/ ton métrica.

En el pasado ya han ocurrido fuertes oscilaciones en el precio de la pulpa, como la registrada en el 2009, pero la misma se ha recuperado.



La tendencia a la baja en el precio de la pulpa de celulosa en el último año es clara y refleja la situación de enlentecimiento en el crecimiento de la economía mundial.



5.4 Evolución trimestral del valor stumpage de la madera

En los cuadros siguientes se estima el valor en pie de los distintos tipos de producto que el fideicomiso apunta a producir. El valor en pie se construye a partir de los precios del distinto tipo de producto puesto en destino (planta de celulosa, puerto de Montevideo) a los cuales se les deducen los costos de cosecha, caminería interna (necesaria para la extracción), carga y flete.

Tabla 7 - Evolución del valor stumpage de los rolos pulpables de Eucalyptus, costos de cosecha y flete, y tipo de cambio durante el 2016.

Rolos pulpables de Eucalyptus	Marzo	Junio	Setiembre
	US\$ por m3		
<u>Precio puesto en destino</u>	<u>63</u>	<u>63</u>	<u>63</u>
<u>Costos</u>			
Cosecha	18.9	18.9	18.9
Camineria	1.8	1.8	1.8
Carga	1.8	1.8	1.8
Flete	23.35	24.42	26.11
Valor stumpage	17.15	16.08	14.39
Distancia a Conchillas (Montes del Plata): 397 km			
Tipo de cambio (UYU/US\$)	31.884	30.488	28.512

Tabla 8 - Evolución del valor stumpage de los rolos aserrables de Eucalyptus, costos de cosecha y flete, y tipo de cambio durante el 2016.

Rolos aserrables de Eucalyptus destino Vietnam	Marzo	Junio	Setiembre
	US\$ por m3		
<u>Precio puesto en Montevideo (1)</u>	<u>86</u>	<u>83</u>	<u>87</u>
<u>Costos</u>			
Cosecha	17.8	17.8	17.8
Camineria	1.8	1.8	1.8
Insumos	2.8	2.8	2.8
Carga	1.8	1.8	1.8
Flete	23.35	24.42	26.11
Valor stumpage	38.45	34.38	36.69
Distancia a Montevideo: 273 km			
Precio Dólar (UYU/US\$)	31.884	30.488	28.512

(1) Precio FOB Mvd a Vietnam menos costos de containerización y margen del exportador (e)

6 Bonos de carbono

Durante el 3er trimestre AENOR (Asociación Española de Normalización) continuó con el proceso de estudio de los bosques del proyecto, a efecto de obtener los Bonos de Carbono.

7 Seguridad, Salud Ocupacional y Protección medio ambiental

- A lo largo del semestre se han realizado relevamientos constantes de la sanidad de los bosques e identificación de plagas.
- Al mismo se ha mantenido un constante intercambio de información respecto de sanidad y plagas de los bosques con otras empresas del sector que integran el comité de vigilancia sanitario nacional
- A la fecha, todas las plantaciones de bosques se encuentran en buen estado sanitario.

- En el tercer trimestre se realizó una capacitación en vigilancia y control de incendios forestales para jefes, supervisores y contratistas. Esta capacitación es muy importante ya que se recuerdan, revisan y realizan las prácticas y protocolos para actuar frente a un evento de dicha naturaleza. Esta actividad se repite en forma anual, durante el 3er trimestre, previo al inicio de la temporada de alto riesgo de incendios forestales.
- Al momento de preparar éste informe no se han registrado incendios forestales ni accidentes.
- Vale recordar que BdU I continua formando parte del grupo PAIF que tiene la finalidad de trabajar en la Protección Contra Incendios Forestales. Este consorcio cuenta con dos helicópteros y tres avionetas para la vigilancia y combate de incendios. Dada la dispersión de las áreas a proteger, es de vital importancia para BDU ser parte de este grupo.
- En Diciembre de 2016 se efectuara la recertificación FSC de los bosques del proyecto. A tales efectos se continúa con el inventario forestal de especies nativas en todos los campos y los monitoreos de flora y fauna necesarios para esta certificación.

8 Proyecciones

A partir del modelo desarrollado por AF y con las principales variables del modelo actualizadas se realizan las proyecciones del fondo.

Tabla 9 - Principales variables actualizadas en el modelo.

Variable	Unidad	Valor	
		31/3/2016	31/10/2016
Precio Pulpa Eucalyptus	US\$/m3	55	58
Precio rolos aserrables Eucalyptus	US\$/m3	90	90
Aumento Precio Pulpa	Anual	0%	0%
Aumento Precio Madera Aserrable Eucalyptus	Anual	1.5%	1.5%
Aumento precio tierra	Anual	3%	3%
Ingreso por pastoreo	US\$/ha/año	15	15
Costo de Flete	US\$/km	2.3	2.6
Compra de tierras	US\$/Ha	3,068	3,068
Distancia Pulpa	Km	390	390
Distancia Madera Aserrable	Km	238	238
Superficie Total	Ha	9,572	9,572
% Aprovechamiento	%	61%	61%
% Grandis/% Dunni/	%	71%/29%	71%/29%
TIR		9.44%	8.69%

Actualizando el modelo con estas variables y cargando las compras de los campo de acuerdo a los plazos y precios que se han logrado, la TIR esperada del proyecto es de 8.69%, marcando un leve incremento respecto a la proyección original (8.58%).

Tabla 10 - Flujo de fondos proyectados a partir de las actualización de variables (Miles de US\$).

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Aporte inicial	-50,000																				
Retiros								9,451	3,830	2,012	2,900	4,417	4,857	-	8,553	-	21,276	10,401	28,962	18,891	83,977
Flujo de fondos	-50,000							9,451	3,830	2,012	2,900	4,417	4,857	-	8,553	-	21,276	10,401	28,962	18,891	83,977

TIR = 8.69%

En adelante, los impactos mayores sobre la TIR se deberían a:

- Precios de la madera.
- Evolución del tipo de cambio y de la inflación y su impacto sobre los costos de podas, cosecha y flete.
- Decisiones de manejo que adelanten o atrasen cosechas/raleos.
- Cambios impositivos que afecten al fideicomiso.

Tabla 11 - Sensibilidad de la TIR a los distintos supuestos empleados en el modelo.

Variable/Supuesto	Escenarios
-------------------	------------

	1	2	3
Madera Ajusta por Inflación USA	Si	Sí	Sí
Incremento de precio anual sobre año base (% acumulativo anual)			
Madera Aserrío E. Grandis	1.5%	0.0%	0.0%
Madera Pulpa E. Grandis	0%	0%	0%
Madera Pulpa E. Dunni	0%	0%	0%
Tierra	3%	3%	0%
Precio base (US\$/m3, stumpage)			
Rolos pulpables E Dunni	60	60	60
Rolos pulpables E Grandis	58	58	58
Rolos aserrables E Grandis	90	90	90
TIR	8.69%	7.86%	6.94%
Superficie Total (Hectáreas)	9,572	9,572	9,572
Superficie Plantada (Hectáreas)	5,827	5,827	5,827

La TIR esperada del proyecto disminuye a medida que se eliminan los incrementos anuales en el precio de los distintos productos y en el de la tierra. Esta disminución es más marcada entre el escenario 1 y 2. La única diferencia entre ambos es que se asume que el precio de la madera de aserrío de Eucaliptus Grandis no incrementa.