

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

Montevideo, marzo de 2017

4	RESUMEN GENERAL
6	I ANTECEDENTES
9	II EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION
11	III LA ADMINISTRACION
18	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO DE FONDOS
24	V EL ENTORNO
32	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

**ACTUALIZACIÓN CALIF Oferta pública de: Certificados de Participación escriturales por
U\$S 50.000.000
30-3-2017**

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 noviembre de 2017 ¹ .
Comité de Calificación:	Ings. Julio Preve y Cr. Martín Durán Martínez
Calificación:	BBB +(uy)
Manual:	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.

El presente trabajo es una nueva actualización del juicio de la calificadora, establecido con el fin de dar cumplimiento a lo dispuesto por el artículo 73 del Título III (Régimen de Información Permanente) del Libro II (Valores y Emisores) de la Recopilación de Normas del Mercado de Valores, del Banco Central del Uruguay.

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 y 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 actualizó el cálculo del WACC). A su vez, los informes sectoriales son coincidentes con las perspectivas generales del negocio planteado.
- 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).
- Una liquidez adecuada en función de la naturaleza del papel y de la realidad del mercado doméstico.
- La capacidad de gestión de la empresa administradora del proyecto – Agroempresa Forestal – se mantiene bajo los estándares de eficiencia evaluados en la actualización anterior, lo que se ratifica en los distintos informes de las partes involucradas.
- Se ha completado la totalidad del proceso de compra de los campos y de las campañas de plantación. La superficie total adquirida es de 9.571 has (el proyecto es de 10.000 has), de las que han sido plantadas 5.819 has, lo que significa un 61% de aprovechamiento. El 64% (3.735 has) han sido plantadas con E. grandis, el 28% (1.599 has) por E. dunii, en tanto que el 6% con E. saligna, y un 2% de E. globulus. Oportunamente CARE contrató el informe de la Ing. Agr. Martha Tamossiunas quien ratificó estas apreciaciones.

- Aunque los precios de los commodities agrícolas y de la tierra, han registrado un descenso en los últimos dos años, ya hay indicios de comienzo de la etapa de recuperación. Esta baja de precios, afecta las decisiones de oferta y demanda de estos bienes en el corto plazo. Sin embargo, en el largo plazo la tendencia de incremento de la demanda se mantiene. En la Sección V se profundizará sobre este aspecto, en particular la evolución del precio de la tierra y de la madera.
- No se advierten amenazas en lo que respecta a las políticas públicas. La introducción de nuevos impuestos sectoriales, si bien constituyen un cambio normativo, no afectaría significativamente el negocio en cuestión y no alteraría mayormente las expectativas del negocio sectorial en general.

I. ANTECEDENTES

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 U\$S 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 porque es diferente en cada caso. 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 el Cr. Martín Duran, y el Ing. Julio Preve. Del mismo modo CARE contrató los servicios del estudio jurídico Herrera profesionales asociados cuyo informe se adjuntó a la calificación original. Asimismo CARE contó oportunamente con el asesoramiento de Juan Peyrou.

2. Objeto de la actualización de la calificación, información analizada

El objeto de la actualización de calificación, supone un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica el desempeño esperado del fideicomiso, conforme al proyecto de ejecución del negocio forestal e inmobiliario que su administración está mandatada a realizar. Como fue mencionado en la calificación, 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.

El cumplimiento mínimo esperado o lo que se denomina requisitos mínimos de desempeño, se han cumplido satisfactoriamente. Los mismos refieren a los avances en la compra de los campos, en las plantaciones y posteriormente al crecimiento de los árboles.

La información analizada en esta ocasión fue la siguiente:

- Estados contables intermedios de EF Asset Management al 30 de setiembre de 2016.
- Balance de Agroempresa Forestal al 31 de diciembre de 2016
- Informe correspondiente al último trimestre de 2016 de Agroempresa Forestal
- Estados contables del Fideicomiso al 31 de diciembre de 2016 ².
- Tasación de los activos del fideicomiso de la consultora Indufor
- Entrevistas con Agroempresa Forestal
- Informe Comité de vigilancia del BDU Cuarto trimestre del 2016, Ingeniero Agrónomo Forestal Rosario Linares Silveira.

3. Datos generales

La propiedad forestal de BDU I tiene una superficie bruta total de 9.571 ha, que comprende 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%).

La superficie cubierta al 31 de diciembre de 2016 es de 5.819 hectáreas (ha). Las especies establecidas son Eucalyptus grandis (55%), E. grandis clones (9%), E. dunnii (27%), fundamentalmente.

4. Noticias Significativas del semestre

Todas las operaciones de ventas se realizaron en el segundo semestre, tal cual se anunciaba en los reportes del operador, luego de realizar el llamado a precios durante la primera mitad del año. Las ventas en volumen físico alcanzaron a los 11 mil m3, superando lo presupuestado en 1.5 mil m3, como resultado de una venta de E. Globulus, no presupuestada, y una menor venta de Eucalyptus para pulpa (véase cuadro 1). Los ingresos superaron los U\$S 260 mil, un 4% más que los presupuestados.

² CARE debe recibir aún informe de auditoría independiente

CUADRO 1. Ventas de Bosques del Uruguay I durante 2016

Concepto		Concepto		Total
		Eucalyptus pulpa	Eucalyptus Globulus	
Volumen físico (m3)	Real	5.840	5.175	11.015
	Presupuesto	9.452	0	9.452
	Diferencia	-3.612	5.175	1.563
Monto USD	Real	121.221	139.725	260.946
	Presupuesto	250.478		250.478
	Diferencia	-129.257	139.725	10.468
Precio (USD/m3)	Real	20,76	27	23,69
	Presupuesto	26,5		26,5
	Diferencia	-5,74	27	-2,81

Fuente: el operador

Las ventas realizadas corresponden a un raleo comercial de E Grandis (efectuado sobre fines de 2015). En el 4to trimestre Montes del Plata realiza el primer adelanto por la compra de Eucalyptus para la producción de pulpa de celulosa. Este adelanto estaba previsto para fines del 2do trimestre y el 3er trimestre pero se vieron demorados por ajustes en el contrato de suministro. Por este motivo, no se registran costos de producción en el segundo semestre; el total incurrido es de U\$S 43.750, menos de un 20% de lo presupuestado.

La venta de este bosque se cerró en un momento en que los compradores estaban muy abastecidos. Las ofertas recibidas para ventas futuras realizadas a posteriori de esta venta, muestran precios mayores a los estimados inicialmente.

A comienzos de 2017 se presentó una tasación de los activos del fideicomiso, a cargo de Indufor Asia Pacific (en adelante Indufor) que muestra un incremento del 8% del valor de la propiedad forestal de BDU I al 31 de diciembre de 2016, que llegaría a 47.7 millones de U\$S, lo que se ubica muy cerca del valor de la inversión inicial.

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 Foresetal S.A.
Entidad Registrante:	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Entidad Representante	Bolsa Electrónica de Valores S.A.
Organizador:	Agroempresa Foresetal S.A.
Títulos a emitirse	Certificados de Participación
Activos del Fideicomiso	El Fideicomiso invertirá en la compra de inmuebles rurales para desarrollar una explotación forestal.
Moneda:	Dólares
Importe de la Emisión:	U\$S 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 vena de los Actos del Fideicomiso o por la distribución final de los Fondos Netos Remanentes
Precio:	100%
Calificación de Riesgo:	BBB + (uy)

2. El análisis jurídico

El análisis jurídico se agregó oportunamente en la calificación original (Informe de Contingencias Jurídicas). 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. CARE contrató en su momento el asesoramiento del Herrera Profesionales Asociados cuyo informe se anexó a la calificación original. 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 para el período. *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.

Dadas las características de la emisión, en una hipótesis de quiebra o liquidación de EFAM, en nada se verían afectados los activos del fideicomiso. Por otra parte en caso de incumplimiento de cualquiera de sus obligaciones está previsto que los titulares por mayoría absoluta podrían sustituirlo.

La evaluación incluye considerar la preparación profesional de los administradores para la toma de decisiones y para enfrentar los riesgos inherentes al negocio; su experiencia, y en general cualquier antecedente que pueda influir en la gestión.

Administración

La composición del Directorio se integra de la siguiente forma:

Presidente	Diego Rodríguez Castagno
Vicepresidente	Nelson Mendiburu
Síndico	Bruno Gilli
Síndico Suplente	Gonzalo Icasuriaga

La Dirección Ejecutiva está a cargo de su Presidente, Dr. Diego Rodríguez que a su vez es el Oficial de Cumplimiento y la administración de sus operaciones se realiza a través de la contratación de los servicios de la firma CPA Ferrere,

siendo el socio encargado de la prestación de dichos servicios el Cr. Nelson Mendiburu.

Son accionistas de la firma, en partes iguales, la Sra. Sandra González Vila y el Sr. Diego Rodríguez Castagno

Situación económica y financiera

El análisis de los EE.CC intermedios del 30 de setiembre de 2016, siguen mostrando una sólida situación de la firma tanto en su solvencia como en su liquidez. Como se ilustra en los cuadros siguientes, el patrimonio contable a setiembre de 2016 representa un incremento de 12,9 % (en moneda corriente) respecto a diciembre de 2015. El ratio de liquidez se mantiene en niveles altos. 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.

CUADRO 2: Estado de Situación de EFAM				
(miles de \$)	30/9/16	31/12/15	31/12/14	
Activo Corriente	14.875	8.892	7.242	
Activo no Corriente	48.006	51.122	45.193	
Total Activo	62.881	60.013	52.435	
Pasivo Corriente	10.010	5.161	4.232	
Pasivo no Corriente	27.147	32.069	30.520	
Total Pasivo	37.156	37.230	34.752	
Patrimonio	25.725	22.784	17.684	
Total Pasivo y Patrimonio	62.881	60.013	52.435	
Razon Corriente	1,49	1,72	1,71	

Fuente: EE.CC EFAM

Consistentemente con lo anterior, los resultados de la firma siguen una tendencia positiva y creciente. En el cuadro siguiente, a modo informativo, se expresan resumidamente los resultados intermedios a setiembre de 2016 y su comparativo con setiembre de 2015 y el comparativo de los dos últimos ejercicios completos cerrados

Cuadro 3: Estado de Resultados de EFAM (miles de \$)				
Concepto	30/9/16	30/9/15	31/12/15	31/12/14
Ingresos Operativos	22.981	15.664	22.426	12.900
Gastos Adm. y Vtas.	(17.561)	(11.618)	(17.546)	(10.194)
Resultado Operativo	5.420	4.046	4.880	2.707
Resultados Financieros	(1.383)	1.733	2.176	1.848
Otros resultados				
IRAE	(1.097)	(1.039)	(1.956)	(968)
Resultado Integral del Ejercicio	2.941	4.740	5.100	3.587
Res Operativos/Ingresos	23,58%	25,83%	21,76%	20,98%
Res Ejercicio/Ingresos	12,80%	30,26%	22,74%	27,81%

Fuente: EE.CC de EFAM

En este caso, el incremento de los ingresos operativos representa un 47 % de los alcanzados en el mismo periodo del año anterior, es decir, en el comparativo de nueve meses a setiembre de 2016 y 2015. Si bien el resultado integral es inferior al del período anterior este se explica fundamentalmente

por los resultados financieros ya que el resultado operativo es superior. Administra una importante cartera de fideicomisos, en cantidad y diversidad; a setiembre de 2016 contaba 34 de distintos tipos en administración 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, otro análogo a este (BDU II), sus sucesivas actualizaciones y, más recientemente aún, en ocasión del lanzamiento de una tercera operación denominada BDU III, también similar a estas. 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 en esta ocasión solo se hará un seguimiento de la misma incorporando las actualizaciones pertinentes en cuanto a sus actividades, gestión y situación económica financiera sin reiterar su historia la que puede consultarse en anteriores informes.

Sintéticamente se puede decir que AF lleva 16 años de operación en Uruguay y casi 10 años administrando patrimonios de distinto porte que a la actualidad superan las 100.000 hectáreas. En Uruguay, AF brindó servicios forestales a más de 300.000 hectáreas forestadas en los últimos cuatro años y administra activos forestales valuados en US\$ 150 millones. También desarrolla actividades en el sector forestal en Chile y Brasil.

Estructura de dirección: El Directorio está integrado únicamente por Francisco Bonino quién a su vez es el Presidente y además ejerce la dirección ejecutiva. Francisco Bonino es Ingeniero Agrónomo-MBA.

Sin tener funciones ejecutivas, pero participando en la toma de decisiones, está el Dr. Veterinario Gerardo Díaz Beltrán, socio fundador y empresario que se desempeña en varias áreas de negocio en Argentina (agropecuaria, salud y alimentos para mascotas). El Dr. Díaz es además Presidente de la Confederación Económica de Misiones, entidad que nuclea empresas de esta provincia.

Gerencias: Existe una gerencia general por país, encargada de la gestión integral de cada unidad de negocios. Ocupa el cargo de Gerente General en Uruguay el Ingeniero Industrial Mecánico-MBA Dan Guapura desde el año 2012. Es Industrial Mecánico, egresado de la Facultad de Ingeniería de la UDELAR, y es Master en Business Administration de la Universidad ORT. En el pasado ocupó cargos gerenciales en diversas empresas de gran porte.

Operaciones: AF se maneja con un esquema de estructura de RR.HH calificada pero relativamente pequeña, tercerizando muchas de las funciones propias de su actividad. Sus operaciones están certificadas bajo la norma ISO desde el año 2004, poseyendo procedimientos de trabajo, controles de calidad, registros de no conformidades y 2 auditorías por año para asegurar un standard de gestión estable. Además, los bosques que AF administra han sido certificados por el FSC (Forest Stewardship Council) desde hace 10 años lo que permite mostrar un nivel de gestión auditado externamente en todas las áreas de desempeño (ambiental, social, económica y administrativa).

Gestión Comercial: AF ha cosechado y vendido más de 1.8 millones de m3 durante los últimos 10 años.

Gestión Administrativa: Como consecuencia de trabajar para distintos fondos con diferentes estándares desarrolló un equipo capacitado para el cumplimiento de las tareas de reporting contable y financiero. AF incorporó el sistema ERP de Bit Sistemas para la gestión contable, stocks, proveedores y tesorería. Posee un software propio para la gestión de contratos, control de operaciones y stocks que permite vincular cada actividad con la sección del bosque donde ocurre. En 2014 incorporó el sistema Neozelandés GEOMASTER que organiza la información forestal y cartográfica de cada fondo administrado, permitiendo el rápido acceso al historial de cada lote o el manejo futuro del mismo. Además utiliza ArcGis para la gestión de la cartografía que es realizada por un equipo propio y especializado en este tema.

Estructura del Grupo

AF Global SRL es la empresa holding bajo la cual opera AF Administraciones Forestales. Las otras dos divisiones son La Novillada (Control de malezas y venta de agroquímicos) y AF Maderas focalizada en la exportación de rolos para aserrío y ventas de madera en el mercado doméstico. En los últimos 5 años las empresas del grupo alcanzaron una facturación de US\$ 5.5 millones en promedio.

Situación económica financiera

La firma cierra balance el 31 de diciembre; en la oportunidad se contó con el cierre al 31/12/16.

En cuadros siguientes se exponen las principales partidas de los EE.CC citados y sus comparativos con los dos ejercicios anteriores.

Cuadro 4: Estado de Situación Patrimonial A.F (miles de u\$s)			
Concepto	31/12/16	31/12/15	31/12/14
Total Activo	2.189	1.593	1.432
Activo Corriente	1.129	743	969
Activo no Corriente	1.059	850	464
Total Pasivo	1.748	1.240	822
Pasivo Corriente	1.022	911	822
Pasivo no Corriente	726	329	-
Patrimonio	441	353	610
Total Pasivo y Patrimonio	2.189	1.593	1.432
Razón Corriente	1,10	0,82	1,18

Fuente: EE.CC AF

Cuadro 5: Estado de Resultados A.F (miles de u\$s)

Concepto	31/12/16	31/12/15	31/12/14
Ingresos Operativos netos	2.380	2.707	3.699
Costo Bs y Servicios	(1.053)	(1.501)	(2.271)
Margen Bruto	1.327	1.206	1.428
Gastos Adm y Ventas	(1.069)	(1.111)	(1.037)
Resultado Operativo	258	95	391
Resultados Financieros	(78)	(81)	(11)
Resultados Diversos	-	-	119
Resultados antes impuestos	180	14	499
IRAE	(54)	2	(112)
Resultado del Ejercicio	126	17	387
Margen Bruto/Ingresos	55,76%	44,55%	38,61%
Resultado Ejercicio/Ingresos	5,29%	0,63%	10,46%

Fuente: EE.CC AF

El ejercicio 2016 arrojó resultados superiores al ejercicio anterior aunque con menor facturación; esto se debió fundamentalmente a una importante reducción en el costo de los servicios prestados lo que le permitió un fuerte incremento en los márgenes brutos. La firma sigue distribuyendo dividendos.

Por todo lo expuesto, se considera que AF sigue estando capacitada para gestionar esta operación.

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 U\$S 50 millones. Ya en informes anteriores se daba cuenta que se había completado la etapa de adquisición de tierras así como ha culminado 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.

Los activos biológicos, tasados por perito independiente a valor razonable al 31/12/16, ascendieron a U\$S 13.200.000, 16,8 % superior (en dólares) que el valor asignado un año atrás. A la fecha de tasación había 5.779 hás plantadas y 3.793 hás no plantadas. Los cambios en los activos biológicos se reflejan en el estado de resultados en los ingresos por operaciones continuadas.

Por su parte, la tasación de la tierra supuso un incremento de algo más de \$ 72 millones, equivalente a unos U\$S 2.5 millones. Estas tasaciones se hacen una vez al año en ocasión del cierre del ejercicio económico.

Otro tanto ocurre con el valor de la tierra que es el mismo que surgió de la tasación al cierre del año anterior por parte de un perito independiente.

Un resumen del estado de situación y resultados del fideicomiso se exponen en los cuadros siguientes.

Cuadro 6: Estado de Situación del fideicomiso

En millones de \$	31/12/16	31/12/15	31/12/14
Activo Corriente	80	137	165
Activo no Corriente	1.365	1.294	1.036
Total Activo	1.445	1.431	1.201
Pasivo Corriente	16	14	9
Pasivo no Corriente	27	24	5
Total Pasivo	43	38	14
Patrimonio	1.401	1.393	1.187
Total Pasivo y Patrimonio	1.445	1.431	1.201
Razon Corriente	5,00	9,79	18,33

Fuente: EE.CC F.F. BDU

El patrimonio del fideicomiso al 31/12/16 asciende a U\$S 47.75 millones según se desprende del cuadro precedente convertido a dólares según cotización utilizada en el balance (29,34); el valor de la emisión de los CP's fue de U\$S 50 millones.

Cuadro 7: Estado de resultados del fideicomiso

Expresado en miles de \$	31/12/16	31/12/15	31/12/14
Ingresos Operativos	4.461	459	1.033
Activos biológicos	(12.261)	(30.097)	24.608
Operaciones Continuas	(7.800)	(29.639)	25.641
Costo de los bs. vendidos	(3.484)	-	(626)
Resultado Bruto	(11.284)	(29.639)	25.014
Gastos Adm. Y Ventas	(21.442)	(32.237)	(29.939)
Resultado Operativo	(32.726)	(61.876)	(4.925)
Resultados Diversos	83	-	4.828
Resultados Financieros	387	(6.059)	(4.895)
Resultados antes de impuestos	(32.255)	(67.935)	(4.992)
IRAE	(3.447)	(18.600)	(10.621)
Resultado del período	(35.702)	(86.536)	(15.613)
Otros resultados integrales (1)	44.439	292.705	143.740
Resultado Integral total final	8.736	206.169	128.127

Fuente: EE.CC F.F. BDU

(1) refleja conversión de la moneda funcional (u\$s) a \$

Dadas las características del negocio forestal, es lógico esperar resultados negativos en los primeros años por cuanto el rubro principal a vender es la madera cosechada en la primera tala, prevista aproximadamente a 10 años de su plantación. Mientras tanto, los ingresos son marginales: venta del producto de podas y raleos, pastoreos etc. Cabe agregar que la moneda funcional del proyecto es el dólar norteamericano y que por disposiciones domésticas los EE.CC deben presentarse en moneda local. La cotización del dólar a diciembre de 2015 fue de \$ 29,948 mientras que a diciembre de 2016 fue de 29,34, eso explica la diferencia entre ambos ejercicios del rubro "otros resultados integrales" producto de dicha conversión lo que hizo que, en moneda nacional, los resultados integrales del último ejercicio fueran sensiblemente menores a los del anterior.

Riesgos considerados

Riesgo jurídico, por incumplimiento de alguna disposición por parte del fiduciario o del administrador. El mismo se encuentra pormenorizadamente analizado y acotado en los contratos analizados. *Riesgo casi nulo.*

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

Según el contrato de Fideicomiso Financiero y el resumen recogido en el Prospecto de Emisión, la finalidad del “Fideicomiso Financiero Bosques del Uruguay” es invertir en la compra inmuebles rurales situados dentro del territorio de la República Oriental del Uruguay, los cuales son destinados a la actividad forestal.

En el mismo documento, se estableció el marco dentro del cual se desarrollaría 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 alta calidad y con un cronograma ajustado a lo informado. A la fecha todas las actividades planificadas se encuentran en ejecución y los campos han completado su cronograma de plantación inicial.

A la fecha de confección de la presente actualización, el Fideicomiso ha cumplido practicamente con la compra de tierras y la implantación de los árboles. La superficie total adquirida es de 9.571 has, de las que han sido plantadas 5.819 has, lo que significa un 61% de aprovechamiento. El 64% (3.735 has) han sido plantadas con E. grandis, el 28% (1.599 has) por E. dunii, en tanto que el 6% con E. saligna, y un 2% de E. globulus.

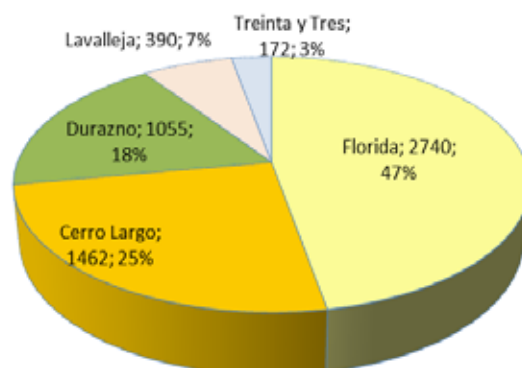
Cuadro 8. Descripción del área de BDU I al 31/12/16

Depart.	Área plantada por especie					Área total	Área
	E. grandis	E. dunii	E. saligna	E. globulus	Otros Eucap.	plantada*	Total(hás)
Cerro Largo	1.155	307				1.462	2.476
Durazno	664	391				1.055	1.541
Florida	1.541	714	345	135	5	2.740	4.723
Lavalleja	264	126				390	591
Treinta y Tres	111	61				172	240
Total	3.735	1.599	345	135	5	5.819	9.571

* Por Especie

Fuente: Indufor

Gráfica . BDU I; Distribución del área plantada por departamento



Fuente: el Operador

La empresa presentó información por establecimiento de las áreas totales, productivas, plantadas y en espera de replantación, así como la apertura de por especie.

Las áreas plantadas por establecimiento, luego de la replantación del daño de heladas de 2015, según las distintas especies de Eucalyptus es la siguiente:

Las proyecciones financieras actualizadas por el operador y mencionadas en la actualización de abril, se volvieron a estimar en ese momento. La TIR esperada a ese momento se había modificado de un 8.93% en que se había situado en la anterior actualización de la calificación, a un 9.44%. En el prospecto de emisión esa variable se ubicaba en 8,58%. No ha habido cambios sustanciales que justifiquen un nuevo cálculo de los indicadores de resultado económico.

Como fue mencionado anteriormente, el retorno proyectado es consistente con similares opciones de inversión a nivel internacional, comparándose favorablemente en la consideración internacional, al reportado por el NCREIF Timberland Index ³.

1. Costo del capital y Valor Presente Neto del Proyecto

Con el objetivo de testear algunos supuestos introducidos en las proyecciones del plan de negocios presentado, en ocasión de la calificación original CARE profundizó el análisis del costo de oportunidad del capital para descontar los flujos de fondos. Para ello se calculó el costo promedio ponderado del capital (WACC⁴) del presente proyecto.

El punto fundamental para el cálculo del WACC, cuando no existe endeudamiento, es la estimación de la retribución de los fondos propios. Para esto se utilizó el modelo de valoración CAPM (Capital Asset Pricing Model) y, siguiendo a Damodaran ⁵ 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:

$$E(ri) = rf + \beta_{im} (E(rm) - rf) + Erp$$

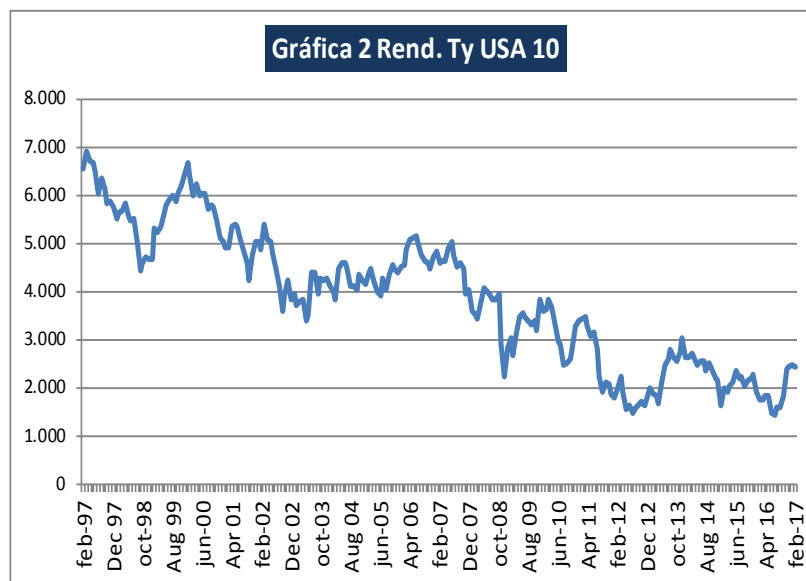
³ El NCREIF Timberland Index es una medida trimestral del rendimiento de las inversiones de un gran grupo de propiedades de la madera individuales adquiridas en el mercado privado de los Estados Unidos con fines de inversión

⁴ Weighted Average Cost of Capital

⁵ A. Damodaran, "Estimating Equity Risk Premiums" Stern School of Business

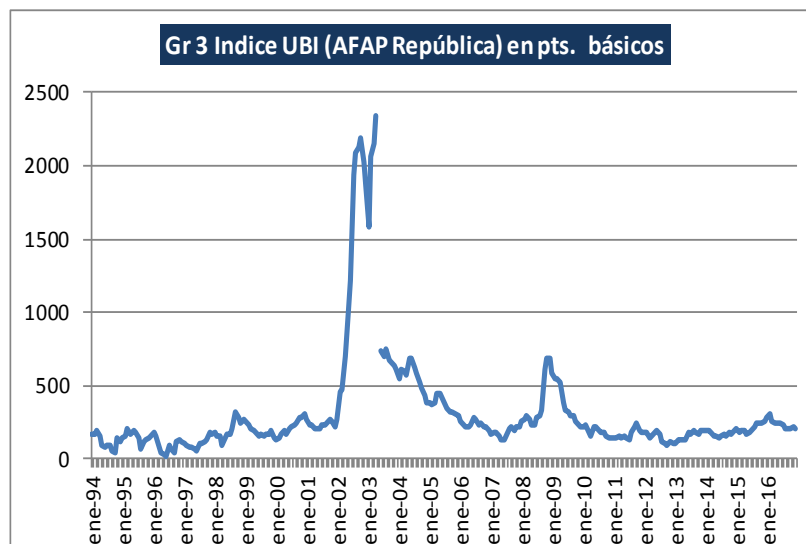
$E(ri)$: Tasa de retorno esperada del capital
 rf : Tasa libre de riesgo
 β_{im} : Riesgo sistemático propio respecto del riesgo de mercado
 $(E(rm) - rf)$: Prima de Riesgo país. Es el premio por riesgo específico al mercado que opera el proyecto.
 Erp : Prima por riesgo específico a la compañía o proyecto evaluado

En esta oportunidad se actualizó el cálculo de la Tasa de retorno esperada del capital, de acuerdo a diferentes criterios. Para efectuar este cálculo se opta normalmente por utilizar los promedios de 20 años de los rendimientos de los Treasury Bonds 10 Years de la Reserva Federal de los Estados Unidos. Ese promedio resulta exigente respecto al costo de oportunidad del capital, dado que incluye valores de fines de la década de los noventa y comienzos de la década del 2000, en que el rendimiento se ubicaba entre 5 y 7%, cuando en los últimos diez años, ese rendimiento se ubicó en 2,76%.

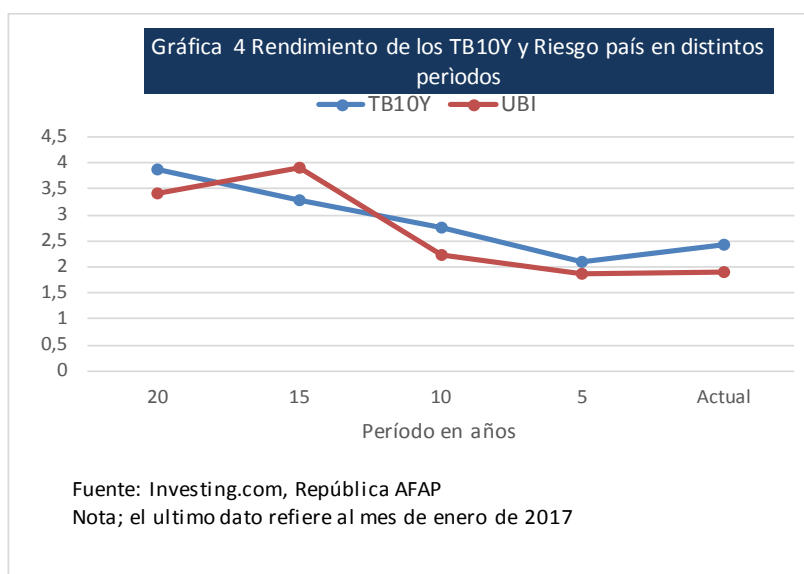


Se entiende en general, que si bien es razonable esperar un incremento en las tasas de interés en el corto plazo, no se espera que alcancen niveles tan altos como en el período referido, debido al abundante ahorro que existe en la economía mundial.

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



Si se consideran los datos para estos indicadores promedio de los últimos 15, 10, ó 5 años, e incluso a valores actuales, se arriba a tasas menores. Se puede concluir que el E(rf) resultante, ha ido descendiendo como consecuencia de la baja de la tasa libre de riesgo y el riesgo país, lo que mejora el valor actual neto del flujo.



Aplicando valores actuales, que recogen el aumento de los TB10Y, se llega a una tasa de retorno esperada para el capital del 6,1%. Este valor es sensiblemente inferior a la TIR esperada del inversor en CPs (8.05% para el inversor y 9.25% el proyecto), lo que nos indicaría que la tasa prevista para ellos es superior a la teórica. Si bien estas comparaciones no pueden tomarse en sentido estricto, constituyen una referencia que – entre otras- ayuda a conformar un juicio acerca del retorno proyectado de los CPs.

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

A continuación se describirán nuevamente los aspectos salientes del período considerado en la actualización y que afectan los ingresos y/o gastos del Fideicomiso.

2. Manejo Económico- Productivo

Los desvíos evidenciados en el período respecto a los proyectados no inciden de forma relevante el retorno esperado de la inversión.

El retorno de la inversión depende en más de un 80% de la venta de madera por lo que, es determinante el manejo y seguimiento del bosque.

En 2016 se replantaron 794 has, -de las que 332 fueron hechas en el segundo semestre-, para reponer las pérdidas que las heladas de 2015 y que se encuentran en buenas condiciones sanitarias.

Las inversiones alcanzaron a 1.2 millones de U\$, un 19% por encima de lo presupuestado, a consecuencia de una mayor necesidad de reposición de plantas afectadas por las heladas de 2015, en el establecimiento Mi Generala; se estimó inicialmente en 163 has, y resultaron 332 has.

Cuadro 9. Inversiones al cierre de 2016 por tipo de actividad

Actividad	(U\$S)		Diferencia	
	Real	Presupuesto	U\$S	%
Establecimiento	602.807	374.952	227.855	61%
Poda & Raleo	626.278	662.005	-35.727	-5%
Total	1.229.085	1.036.957	192.128	19%

Fuente: el operador

Los gastos al cierre de 2016 resultaron un 8% inferiores a los presupuestados, como consecuencia de la disminución del rubro "otros gastos" debido a que no fue necesaria la presentación de nuevos proyectos a la Dirección Forestal.

Cuadro 10. BDU I, gastos al cierre de 2016

En U\$S	Real	Presupuesto	Diferencia	
			U\$S	%
Protección	53.758	61.997	-8.239	-13%
Mediciones	20.397	22.250	-1.853	-8%
Mantenimiento	28.200	34.650	-6.450	-19%
Gerenciamiento	545.611	545.076	535	0%
Otros Gastos	92.925	142.600	-49.675	-35%
GASTOS	740.891	806.573	-65.682	-8%

Fuente: el operador

3. Tasación de BDU I a cargo de Indufor al 31/12/16

A comienzos de 2017 se presentó la tasación de los activos del fideicomiso, a cargo de Indufor Asia Pacífico (en adelante Indufor). En un completo informe, el tasador utiliza tres mecanismos de valuación a saber: el valor de venta del activo estimado a través de transacciones realizadas en plaza de bienes de similares características; valor actual de los ingresos del emprendimiento descontados a la tasa del 9%, y por último, el valor de reposición de la inversión.

El informe concluye que el valor de la propiedad forestal de BDU I al 31 de diciembre de 2016, muestra un incremento del 8%, lo que lo llevaría a 47.7 millones de U\$S, lo que se ubica muy cerca del valor de la inversión inicial.

Cuadro 11. Valor propiedad forestal de BDU I al 31/12/2016

Componente	Valor en miles de U\$S		
	2015	2016	Variación
Madera y bosques	11,3	13,2	16,80%
Pastoreo	0,9	1,2	27,70%
Tierra	31,9	33,3	4,30%
Total	44,2	47,7	8,00%

Fuente: Indufor

En un completo informe, el tasador utiliza tres mecanismos de valuación a saber: el valor de venta del activo estimado a través de transacciones realizadas en plaza de bienes de similares características; valor actual de los ingresos del emprendimiento descontados a la tasa del 9%, y por último, el valor de reposición de la inversión.

Incluye una sensibilización del valor de tasación de la madera, según distintas tasas de descuento, que de acuerdo a lo que se discutió en este informe, resultan razonables e incluso excesivamente altas en algunos casos.

Cuadro 12. Análisis de sensibilidad del valor de la madera a distintas tasa de descuento	
Tasa de descuento	Valor de la madera
7%	16,8
8%	14,8
9%	13,2
10%	11,7
11%	10,5

Fuente: Indufor

Por último a este respecto, es interesante destacar que el informe incluye una simulación respecto al impacto que tendría la eventual construcción de una segunda planta de UPM en las proximidades de Paso de los Toros, en el valor de la madera obtenida.

Como todavía hay mucha incertidumbre en cuanto a si la planta será construida (y el tiempo alrededor de esto), el caso base de Indufor para la valoración asume que la construcción no ocurrirá. Sin embargo, Indufor ha probado un escenario que asume que va adelante (y consume los registros a partir de 2022) y paga precios de entrega similares como Monte del Plata y UPM (Fray Bentos). Es probable que el impacto en el valor de la cosecha de árboles de la BDU I (rotación actual) sea sustancial, ya que podría implicar un aumento del entorno del 50% (véase cuadro)

Cuadro 13. Análisis de sensibilidad del valor de la madera a la construcción de la nueva planta de UPM	
Escenario	Valor
	Mills U\$S
Base (sin construcción planta de Paso de los Toros)	13,2
Con la construcción de la planta	19,9

Fuente: Indufor

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

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 gerenciamiento. Implica evaluar la capacidad de la empresa administradora de cumplir con los planes y el proyecto presentado. La empresa administradora continúa demostrando una adecuada capacidad de reacción, flexibilidad y habilidad frente a los obstáculos presentados en el proyecto, por lo que el *riesgo es bajo*.

Riesgo de descalce de monedas. Los ingresos y egresos más relevantes están previstos en la misma moneda, por lo que este riesgo es casi nulo.

V. EL ENTORNO

El análisis de entorno refiere a la evaluación de factores futuros que pueden afectar la generación de los flujos propuestos, pero que derivan de circunstancias ajenas a la empresa y refieren al marco general. Tienen que ver con la evolución esperada de los mercados interno o internacional de insumos y productos, así como con el análisis de políticas públicas capaces de incidir directamente en el cumplimiento de los objetivos planteados.

Por políticas públicas se entiende no solo las domésticas sino las de los países con los que existe comercio. En el caso de los productos forestales, al menos hasta el momento de la calificación, el cúmulo de barreras está relativamente sujeto a disciplinas predecibles. Y en cuanto a la probable extensión de barreras de tipo medio ambiental, el país y especialmente este proyecto, destacan por su cuidado y certificaciones a él vinculadas. Permanece en cambio como riesgo de políticas públicas asociado a los permisos administrativos. En este sentido vale aclarar que esta calificación cobra pleno sentido sólo si se pueden desencadenar los procedimientos previstos en el plan de negocios vinculados con la compra de los activos y la plantación de los árboles.

Otro riesgo de políticas públicas sería la amenaza, de parte del Estado, de actuar contra las modalidades de propiedad y explotación que propone el fideicomiso. Pero el hecho de constituir este fideicomiso, el tercero con características similares, permite arribar a conclusiones más robustas.

Dado el plazo extendido de las proyecciones que se corresponde a la naturaleza del propio proyecto, el análisis de entorno se expresa en términos de grandes tendencias vinculadas a la evolución del precio de la madera y de la tierra.

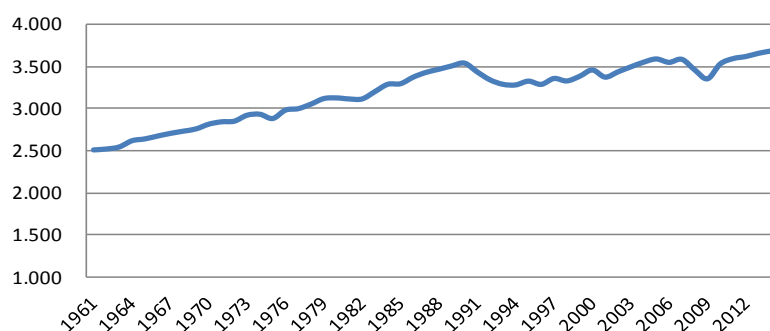
5.1 Riesgo Económico y de Mercado

Cabe destacar los siguientes aspectos favorables sobre el negocio forestal y de la celulosa en particular que son sustentados en profundidad en los estudios de la calificadora ⁶:

- Los productos forestales aumentan de valor por la demanda mundial debido a cambios demográficos (aumento del 40% en la población al 2050) y al crecimiento económico, particularmente en las economías en desarrollo.
- Las regulaciones ambientales cada vez más estrictas, excluirán áreas forestadas, en particular, los bosques nativos.
- La oferta de madera luego de un crecimiento moderado hasta 1990, se ha mantenido prácticamente constante.

⁶ Puede solicitarse el Informe Sectorial del Mercado Forestal de febrero de 2017 en care@com.uy

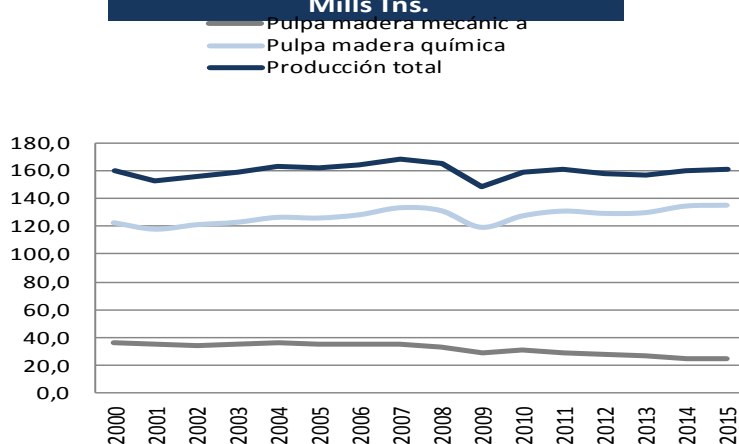
Gráfica 5 Producción mundial madera en rolos Mills M3



Fuente. FAOSTAT

- La producción de celulosa (química y mecánica) también se ha mantenido constante en los últimos quince años, con un leve crecimiento de la primera en desmedro de la segunda.

Gráfica 6 Producción mundial celulosa Mills Tns.



Fte. FAOSTAT

- Aprovechamiento del crecimiento en el uso de energías renovables a partir de biomásas forestales y del aumento en los precios de la madera a tasas superiores a la inflación.
- En Uruguay, es un sector de importante crecimiento en la plantación e industrialización. Existe casi un millón de hectáreas forestadas en el país, siendo los fondos institucionales extranjeros, los principales inversores en este tipo de emprendimientos.
- Existe seguridad comercial secundada por el fácil acceso a los principales mercados y variadas opciones de comercialización.
- Ventajas naturales del país, como ser, elevadas tasas de crecimiento biológico en los árboles.

- Incremento en los últimos años de las inversiones en madera por parte de inversores institucionales y fondos. El retorno económico de las inversiones en forestación viene dado por el crecimiento biológico del árbol y por la apreciación en el valor de la tierra. Por su propia naturaleza el crecimiento biológico genera valor, el cual se acumula gradualmente en el árbol.
- En los últimos diez años el retorno promedio de las inversiones forestales ha sido del 4.1%, superior a los retornos de otros indicadores como el S&P 500 Index, o los índices de bonos del tesoro⁷.
- Elevada presencia de los fondos institucionales en el sector forestal en América Latina. De hecho, Uruguay es el segundo destino después de Brasil, en lo que respecta a inversiones forestales de fondos norteamericanos.
- Se ha generado una corriente de inversión en el sector industrial, destacándose dos planas de producción de celulosa; recientemente se ha dado a conocimiento de la posibilidad de una tercera planta.
- Un marco impositivo favorable para las explotaciones forestales y, en particular, para la producción de madera sólida.
- Posibilidades de mejora en la infraestructura y logística en el mediano plazo que aumentarían los márgenes.
- La instrumentación del proyecto mediante un fideicomiso, figura jurídica ideal para este tipo de inversiones.

5.2 Sobre el precio de la madera y de la tierra

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.

Los precios de la madera; a nivel internacional, regional y doméstico han evidenciado trayectorias acordes a las planteadas en el prospecto de emisión. No obstante, CARE actualizó un informe sectorial sobre el mercado forestal y una revisión bibliográfica sobre las proyecciones internacionales del precio de la madera (Ver Informe Sectorial del Sector Forestal). En el mismo se constata que los supuestos son coincidentes con la literatura y los informes de organismos especializados en la materia.

En lo que respecta a Uruguay, el sector forestal se ha multiplicado por 30 en los últimos 30 años. Pasó a ser un referente del comercio internacional del país, así como de la inversión extranjera directa. El país ha ganado protagonismo especialmente en el área de la celulosa, donde ha pasado de no tener participación, a ser el octavo exportador mundial, representando el 5% de las exportaciones totales. Conjuntamente con Brasil y Chile, constituyen el 36% de las exportaciones mundiales (véase cuadro 14).

⁷ Se toma como referencia el indicador del NCREIF Timberland Index

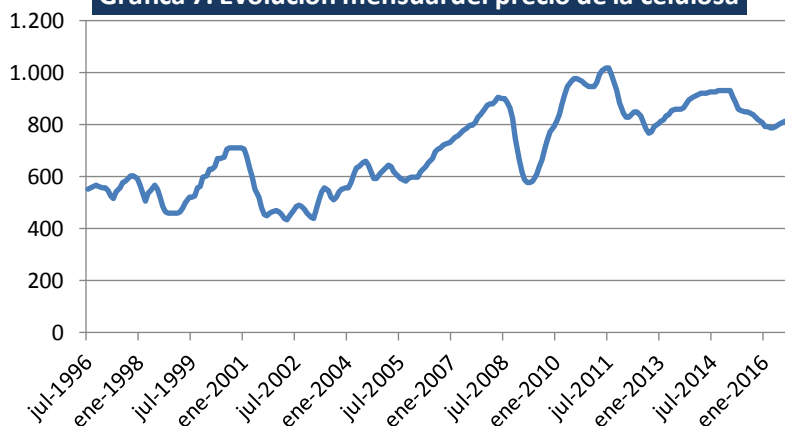
Cuadro 14 Exportadores mundiales de celulosa

VALOR				VOLUMEN FISICO			
País	US\$	Part.	Acumulado	País	Toneladas	Part.	Acumulado
Brasil	5.366.735	18%	18%	Brasil	11.564.905	23%	23%
Canadá	4.637.832	16%	34%	Canadá	7.339.432	14%	37%
EEUU	4.438.403	15%	50%	EEUU	6.675.832	13%	50%
Chile	2.563.163	9%	58%	Chile	4.418.281	9%	59%
Suecia	1.817.845	6%	65%	Indonesia	3.399.381	7%	66%
Finlandia	1.785.442	6%	71%	Finlandia	2.773.694	5%	71%
Indonesia	1.725.447	6%	77%	Suecia	2.693.248	5%	77%
Uruguay	1.265.039	4%	81%	Uruguay	2.361.000	5%	81%
Rusia	1.047.511	4%	85%	Rusia	2.068.213	4%	85%
Alemania	700.540	2%	87%	Portugal	1.146.628	2%	88%
Portugal	614.745	2%	89%	Alemania	1.067.355	2%	90%
Bélgica	473.837	2%	91%	Bélgica	742.200	1%	91%
Otros	2.709.806	9%	100%	Otros	4.504.714	9%	100%

Fuente: FAOSTAT

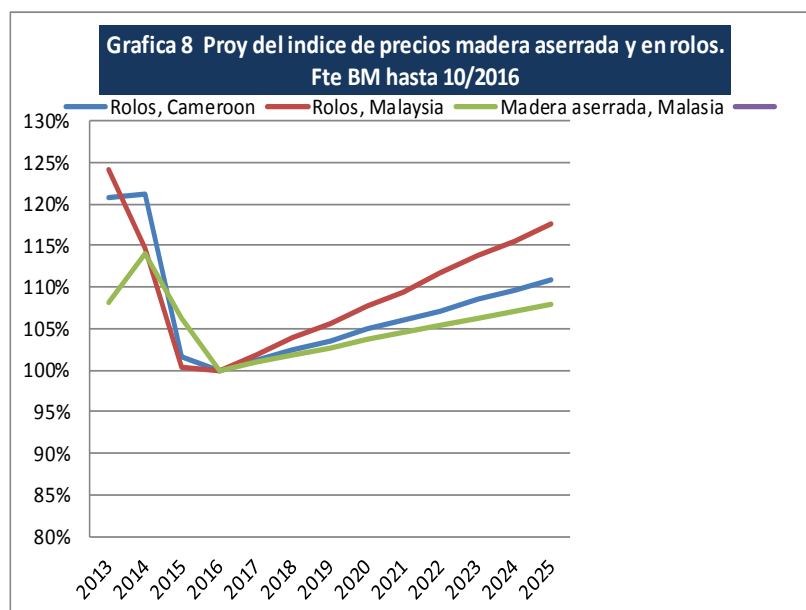
La demanda y los precios de los productos forestales se presentan firmes y se proyectan crecientes, según la revisión bibliográfica citada. El precio relevante para el proyecto, es el de la celulosa, que ha venido mostrando una tendencia de largo plazo, alcista, aunque se haya verificado una reducción en el último año, aun se mantiene sensiblemente por encima de los valores de la década pasada.

Gráfica 7. Evolución mensual del precio de la celulosa



Fuente: SOFOA

No se dispone de proyecciones de precios a futuro para la celulosa, de fuentes representativas, pero el Banco Mundial proyecta los precios de la materia prima, con tendencias alcistas a partir de 2017.



Del Informe sobre el Precio de la Madera ⁸, se destaca lo siguiente:

“El sector forestal ha exhibido un importante dinamismo tanto en los países desarrollados como los emergentes. Presenta importantes desafíos para los próximos años donde el aprovisionamiento de la materia prima será estratégico para las empresas del sector. Las políticas medioambientales que protegen los bosques nativos, las regulaciones en lo referente al trabajo sectorial, las nuevas demandas derivadas como lo son el uso para bio combustibles son algunos de los factores que incidirán en el futuro del sector a nivel global.”

Y por otra parte señala: *“La demanda y los precios de los productos forestales se presenta firme y se proyecta creciente, según la revisión bibliográfica citada”.*

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 en 2015, que se continúa en 2016, aunque a una tasa menor.

Las perspectivas de demanda internacional por tierra y madera son alentadoras y ubican los precios en niveles crecientes para el corto y mediano plazo. En el Informe Sobre el Precio de la Tierra⁹ se presenta un detallado informe sobre el precio de la tierra donde se destaca lo siguiente:

“La oferta de tierras es finita y está amenazada por diversos factores (erosión, urbanización, etc.) mientras que la demanda se presenta como cada vez más creciente. Este contexto hace que la tierra se tienda a valorizar cada vez más y se presente como un adecuado refugio de capitales en busca de activos seguros”

“La coyuntura macro monetaria mundial ha exhibido un importante cambio en la última década configurando un escenario más que propicio para la inversión en tierra. La quiebra de Lehman Brothers y la crisis financiera internacional

⁸ Disponible en CARE S.R.L.

⁹ Idem

del 2008 conjuntamente con las políticas de flexibilidad cuantitativa de los principales Bancos Centrales del mundo han generado una externalidad positiva para la inversión en tierras. Si bien esta coyuntura está en proceso de cambio, es probable que el shock negativo que recibirá el precio de la tierra sea de corto plazo y que los factores estructurales (aumento de demanda, innovación, urbanización, etc.) lo amortigüen."

El comportamiento del precio de la tierra en Uruguay, ha mostrado una tendencia creciente, con una marcada aceleración desde 2003 en adelante, que se revierte en 2015 y parece continuar en 2016,. Este cambio de tendencia a partir de 2015, es consistente con lo que se verifica en otros países, como Estados Unidos y Brasil. En efecto, si bien en Brasil el comportamiento del precio de la tierra en dólares, es muy variable debido a que es un mercado que se transa en moneda brasileña, es consistente con la tendencia a estabilizarse e incluso disminuir, que se verifica en el mercado norteamericano.

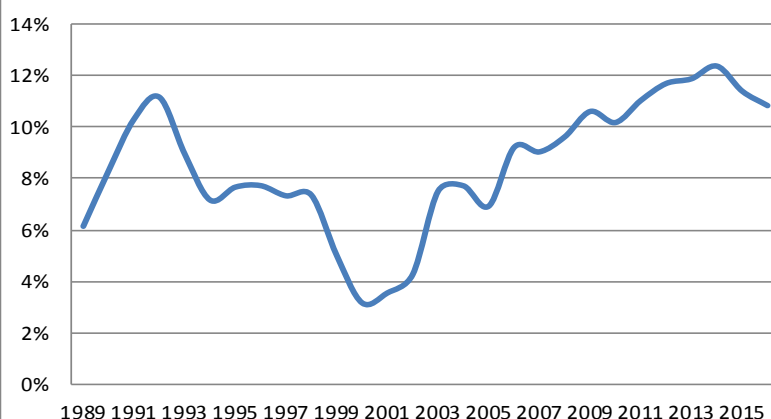
De todas formas, CARE analizó el comportamiento de las tasas promedio de evolución del precio de la tierra en intervalos de diferente cantidad de años, sobre una base de datos que se inicia en 1969. Los datos muestran una muy alta tasa de valorización en términos de dólares corrientes, para todos los intervalos considerados; es de destacar, por el contrario, la marcada caída en la variabilidad a medida que se aumenta el intervalo entre compra y venta. Para el intervalo de veinte años, se registra un desvío standard del 2.5% y un coeficiente de variación del 30% (cuadro 15).

Cuadro 15: Tasas evolución y variab. precio tierra distintos intervalos

Variable	Período considerado (años)					
	7	8	9	12	15	20
Tasa promedio	9,30%	9,20%	9,00%	8,10%	10,00%	8,50%
Desv. St.	10,30%	9,50%	8,60%	6,00%	3,20%	2,50%
Coef. Variación	111,10%	103,00%	94,60%	74,10%	32,10%	29,80%

Fuente: elaborado en base a datos de DIEA-MGAP

Gráfica 9 Tasa Ev. anual promedio precio tierra - períodos 20 años



Elaborado en base a DIEA/MGAP

Las políticas públicas, el riesgo político

El gobierno discute con frecuencia diferentes propuestas que pueden afectar el clima de la inversión en tierras o sobre el negocio forestal, si aparecen leyes gravando las extensiones de más de mil o dos mil hectáreas, o si se detiene en alguna medida la inversión de fondos como el proyectado, o si se afectara la inversión extranjera que agrega demanda. Todos estos elementos componen un riesgo político que al momento no puede preverse cómo será su desenlace. En los últimos años, las AFAPs ya han adquirido certificados de participación de inversión de este tipo (proyectos forestales y de tierras) lo que de alguna manera atenúa este riesgo político, y por el momento no se lo considera afectando significativamente el desarrollo del proyecto.

En el mismo sentido, el sistema político en más de 20 años y con las más amplias orientaciones ideológicas, ha creado diversos estímulos con el afán de desarrollar el complejo forestal. El reciente anuncio de la instalación de una nueva planta de celulosa, disminuye el grado de incertidumbre en este sentido.

Otro factor que mitiga el riesgo político es que tanto la especie (eucaliptos grandis) como los ecosistemas elegidos están en sintonía con las disposiciones de política pública. Esto se debe a que el principal destino de la plantación es el de madera de calidad para la industria de aserrado ¹⁰ y las tierras elegidas son de aptitud forestal en departamentos donde la forestación cobra una importante dinámica sectorial.

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.

¹⁰ De relativamente reciente reorientación de la política forestal

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 CARE ¹¹.

Comité de Calificación



Martín Durán Martínez



Julio Preve

¹¹ 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.