

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

Montevideo, octubre de 2019

4	RESUMEN GENERAL
6	I ANTECEDENTES
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 CALIF Oferta pública de: Certificados de Participación escriturales por
USD 50.000.000
14 - octubre -2019**

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 2020 ¹ .
Comité de Calificación:	ng. Agr. Julio Preve, Ing. Agr. Adrián Tambler y Cr. Martín Durán Martínez
Calificación:	BBB +(uy)
Manual utilizado:	Manual Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros

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

Resumen General

CARE 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 satisfactoria del Costo de Oportunidad del Capital, recogiendo las variaciones en la tasa de interés internacional y en el riesgo país.
- Los informes del Operador y del Comité de Vigilancia resultan satisfactorios para la marcha del proyecto, los desvíos informados son de escasa magnitud y no generan cambios en los resultados esperados.
- 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 cuatro fideicomisos, la empresa está manejando en la actualidad más de 80 mil hectáreas de montes forestales. Este año, como consecuencia del crecimiento de la empresa por la administración de un cuarto fideicomiso se contrató una consultoría a los efectos de adecuar el gobierno corporativo y la estructura de gestión.
- El patrimonio de tierras de BDU al 31 de junio de 2019 asciende a 9,569 hectáreas de las cuales 5.739 hectáreas se encuentran forestadas. La última tasación de los campos y los montes del Fideicomiso al 31 de diciembre de 2018 arroja un valor total de USD 48,5 millones, cifra prácticamente igual al monto total de la emisión, aunque es un 2,6% menor a la tasación del año anterior.
- La última actualización de la TIR se realizó en abril de 2019 y se ubicaba en el 7%, levemente menor a la proyectada en la calificación original. Esta TIR se estima sobre la base de los precios actuales de la madera y una evolución de los costos e ingresos que CARE considera razonables.

- El precio de la celulosa ha descendido durante 2019 luego de un incremento muy fuerte en 2018, manteniéndose estable el volumen de exportaciones. Por su parte el mercado de exportación de madera aserrada y rolliza enfrenta una demanda muy deprimida y reducciones importantes en los precios. Esta coyuntura desfavorable se explica en gran medida por la guerra comercial entre Estados Unidos y China, sumado a un sobre stock en este último país. No obstante, no existen elementos para suponer que en el largo plazo esta situación se mantenga, ya que se espera un continuo crecimiento 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 no afectaría este año las ventas proyectadas de madera para pulpa, pero sí está teniendo efecto en las exportaciones de madera rolliza como consecuencia del menor dinamismo del mercado asiático. Las previsiones de ventas de rolos de diámetro mayor a 30 cts (+30) sí se cumplirían pero no la de los rolos de diámetro entre 20 y 30 cts (+20), los que se dejarán en pie esperando la recuperación del mercado.
- No se advierten amenazas en lo que respecta a las políticas públicas.

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 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 fija. 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 el Cr. Martín Duran, el Ing. Agr. Julio Preve y el Ing. Agr. Adrián Tambler. 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

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.

- El patrimonio de tierras de BDU al 30 de junio de 2019 asciende a 9,569 hectáreas de las cuales 5,739 hectáreas ya se encuentran 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%), Lavalleya (6%) y Treinta y Tres (3%). Las especies establecidas son *Eucalyptus grandis* (65,2%), *E. dunnii* (28,4%), *E. Saligna* (6,2%), fundamentalmente.
- Al haber completado la operación de compra de tierras y plantación de la totalidad de los montes 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.
- 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.
- En diciembre de 2018 se realizó la auditoria para obtener la certificación FSC (Forest Stewardship Council o Consejo de Administración Forestal en español) por parte de la empresa SGS; la certificación FSC fue renovada.
- A través de las notas de 8 de octubre y 14 de noviembre de 2018, el Fiduciario notificó a CARE del otorgamiento de un financiamiento por parte del BBVA al Fideicomiso por hasta 2 millones de dólares con una vigencia hasta el 30 de diciembre de 2021. El cronograma de desembolsos es de 1,1 millones de dólares en el año 2018 (que se hizo efectivo) y luego hasta 300 mil dólares por año por tres años. El financiamiento se cancelará en 4 cuotas semestrales iguales y consecutivas con vencimiento al 30 de junio y 31 de diciembre de 2022 y 2023. Con esta comunicación, el Fiduciario cumple con lo establecido en la cláusula 7 del contrato, la cual fuera modificada el 5 de abril de 2017 para habilitar 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.
- El 10 de diciembre de 2018 el Fiduciario informó como hecho relevante que el FF Bosques del Uruguay amplió su giro económico a la extracción de materiales de canteras.

¹. La tasa de capitalización o más conocida como CAPRATE es el cociente entre el ingreso neto producido por el alquiler y el valor de la propiedad

- La última tasación de la totalidad de los predios y montes del Fideicomiso fue realizada a diciembre de 2018 por la consultora Poyry estimando un monto total de 48,5 millones dólares conformado por 28,8 millones por la tierra, 19,5 millones por los montes y 0,1 millones por concepto de ingresos por pastoreo.
- En 2019 se comenzó con la venta de madera para pulpa proveniente de los predios Arévalo y Don Chico, de acuerdo con lo proyectado. Se estima que hacia fin del año se cumpla con lo presupuestado para el año.
- Respecto de las exportaciones de madera de calidad, el operador informa que como consecuencia de los problemas en el mercado internacional (asiático) la extracción de rolos comenzó a un ritmo menor al presupuestado. Se han colocado los ejemplares de mayor diametro (+30) mientras que los menores (+20) se dejaron en el campo esperando mejores condiciones de mercado. Se estima que para el año 2019 se podría cumplir con las previsiones de exportación de los rolos +30, pero no de los +20. Si bien la demanda desde el exterior fue debil y hubo dificultades para la colocación de la madera, los precios obtenidos fueron los esperados inicialmente, o incluso algo mejores.
- Finalmente en el primer semestre de 2019 se plantaron las 143 hectáreas en el predio de Reboledo, dando por finalizada la etapa de plantación.
- A junio de 2019, el operador informa que todas las plantaciones se encuentran en buen estado sanitario. Se continúa con el seguimiento y evaluación de los dos predios que en 2017 tuvieron daño por hongos, en ambos predios se detuvo el daño.
- 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.
- El informe del comité de vigilancia del segundo trimestre de 2019 informa en general que los montes se encuentran con buen desarrollo productivo y que se viene cumpliendo con el manejo de podas para la obtención de madera de calidad.
- 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.

3. Información analizada.

La información analizada en esta ocasión fue la siguiente:

- o Estados contables intermedios de EF Asset Management al 30/6/2019.
- o Estados contables intermedios del Fideicomiso al 30/6/2019
- o Balance de Agroempresa Forestal al 31 de diciembre de 2018, con informe de auditoría.
- o Informe del primer y segundo trimestre de 2019 de Agroempresa Forestal.
- o Informe sobre la reestructura de Agroempresa Forestal.
- o Informe del Comité de Vigilancia del segundo trimestre de 2019.
- o Entrevistas con Agroempresa Forestal y visita a campos del Fideicomiso.

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 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:	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)

2. 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

Son socios accionistas en partes iguales la Sra. Sandra Susana González Vila y Diego Rodríguez Castagno. Este último es a su vez el presidente de la firma siendo el Sr. Nelson Mendiburu Battistessa el vicepresidente.

Situación económica y financiera

El análisis de los EE.CC intermedios al 30 de junio de 2019 sigue mostrando una sólida situación de solvencia. El ratio de liquidez se mantiene por debajo de la unidad. Cabe mencionar que el activo no corriente se compone en buena medida por los depósitos en garantía a que está obligada la firma, según normativa vigente, por los fideicomisos que administra y en consecuencia son de disponibilidad restringida. Esto explica los pasivos financieros, que son contraídos para constituir estas garantías y que una vez liberadas, los mismos son cancelados. En cuanto a la eventual necesidad temporal de fondos para atender obligaciones de corto plazo, la firma cuenta con financiamiento con partes relacionadas por lo que el riesgo de liquidez es muy acotado.

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

Concepto	30/6/2019	31/12/2018	31/12/2017
Activo Corriente	15.034	9.167	9.391
Activo no Corriente	165.804	95.074	81.968
Total Activo	180.838	104.240	91.360
Pasivo Corriente	21.319	14.368	13.068
Pasivo no Corriente	128.560	63.040	52.817
Total Pasivo	149.878	77.408	65.885
Patrimonio	30.960	26.832	25.474
Total Pasivo y Patrimonio	180.838	104.240	91.360
Razon Corriente	0,71	0,64	0,72

Fuente: EE.CC EFAM

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

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

Concepto	30/6/2019	30/6/2018	31/12/2018
Ingresos Operativos	21.447	23.796	45.176
Gastos Adm. y Vtas.	(18.027)	(21.368)	(41.745)
Resultado Operativo	3.420	2.428	3.431
Resultados Financieros	2.464	(93)	(682)
Resultados antes de impuestos	5.884	2.335	2.749
IRAE	(1.757)	(664)	(1.120)
Resultado del período	4.128	1.671	1.629
Res Operativos/Ingresos	15,95%	10,20%	7,59%
Res Ejercicio/Ingresos	19,25%	7,02%	3,61%

Fuente: EE.CC de EFAM

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

2. Agroempresa Forestal S.A. (AF)

La empresa operadora ya ha sido analizada por CARE en ocasión de la calificación original de este fideicomiso y otros análogos a este (BDU II y BDU III) y sucesivas actualizaciones, incluso, en uno de reciente creación (BDU 4). En todas las ocasiones la evaluación de la firma en cuanto a su capacidad de llevar adelante los distintos proyectos ha sido positiva por lo que de aquí en más solo se hará un seguimiento de la misma, alertando ante la ocurrencia de algún hecho relevante que justifique una revisión de dicha opinión.

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

AF inicia sus operaciones en Uruguay en el año 2000; en el 2007 lo hace en Chile y en 2010 en Brasil. Sumando los tres países, AF 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 USD600 millones. Todos ellos han sido calificados con nota de grado inversor debido a su, hasta la fecha, correcto desempeño.

El Directorio de AF sigue estando presidido por el Ing. Agr. Francisco Bonimo y la Gerencia General por el Ing. Industrial Mecánico Dan Guapura. Actualmente integran el grupo vinculado a actividades locales, un total de 28 personas (incluyendo 2 personas afectadas a AF Maderas).

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 como las principales recomendaciones:

- Se redefinen responsabilidades y topes para el rol del Directorio, CEO y alta gerencia.
- Se definen y crean los roles de los comités de Auditoría y Cumplimiento.
- Se incorporan figuras independientes en comités y directorio.
- A nivel de Directorio empezó a trabajar el Ec. Aldo Lema como director independiente, no vinculado a los accionistas.

En relación a los comités creados, AF está abocado a la selección de las personas que respondan al perfil indicado. A modo de adelanto se informan las definiciones ya aprobadas:

- Comité de Auditoría
 - a. Un Contador Independiente con experiencia reconocida en esta actividad.
 - b. Un miembro del equipo contable de AF
- Comité de Cumplimiento
 - a. Un director
 - b. Un ejecutivo independiente con amplia experiencia en el sector forestal.
 - c. Un abogado

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 31/12/18.

De acuerdo a los mismos, la firma muestra una evolución patrimonial positiva y creciente, consistente con la evolución de resultados obtenidos.

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

El Fideicomiso

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.

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

Un resumen del estado de situación y resultados intermedios del fideicomiso al cierre de junio de 2019 se exponen en los cuadros siguientes.

Cuadro 3: Estado de Situación del fideicomiso			
En miles de u\$s	30/6/2019	31/12/2018	31/12/2017
Activo Corriente	1.095	1.021	1.567
Activo no Corriente	48.888	48.587	48.778
Total Activo	49.984	49.608	50.346
Pasivo Corriente	600	372	368
Pasivo no Corriente	2.483	2.213	965
Total Pasivo	3.083	2.585	1.333
Patrimonio	46.900	47.022	49.013
Total Pasivo y Patrimonio	49.984	49.608	50.346
Razon Corriente	1,83	2,74	4,26

Fuente: EE.CC F.F. BDU

En el Pasivo No Corriente se incluye un crédito bancario tomado por el Fideicomiso por USD1.440.000 a cancelar en 4 cuotas semestrales iguales a partir de junio 2022.

El patrimonio contable del fideicomiso al 30/6/19 asciende a algo menos de USD 47 millones según se desprende del cuadro precedente mientras que el valor de la emisión de los CP's fue de USD50 millones. Los activos no corrientes (tierra y bosques) lo componen unos USD 28.8 millones en tierras y unos USD19.6 millones en activos biológicos; se recuerda que la tasación a valores razonables de ambos conceptos se realiza una vez al año coincidiendo con el cierre del ejercicio por lo que en esta ocasión se mantienen los valores de diciembre de 2018 más/menos los eventuales movimientos reales del semestre. Esta pérdida patrimonial (que se supone circunstancial) responde a resultados deficitarios como se explica a continuación.

Cuadro 4: Estado de resultados del fideicomiso			
Expresado en miles de u\$s	30/6/2019	30/6/2018	31/12/2018
Ingresos Operativos	1.126	563	616
Cambio de valor en activos biológicos	-	-	5.132
Costo de los bienes vendidos	(752)	(763)	(786)
Resultado Bruto	374	(200)	4.961
Gastos de administración y ventas	(470)	(400)	(866)
Resultados financieros	32	27	22
Resultados del periodo antes impuestos	(64)	(573)	4.117
Impuesto a la renta	(58)	102	102
Resultado del periodo	(122)	(471)	4.220
Revaluaciones	-	-	(5.795)
Resultado integral del periodo	(122)	(471)	(1.575)

Fuente: EE.CC.F.F. BDU

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 tal sentido, la primera tala está prevista aproximadamente a 10 años de su plantación (año 2022 en adelante). Mientras tanto, los ingresos son marginales: venta del producto de podas y raleos, pastoreos etc. Esto explica las pérdidas del periodo informado con la consiguiente disminución del patrimonio. También explica la necesidad que tuvo el Fideicomiso de solicitar un crédito bancario (comentado líneas arriba) que le permitiera financiar este periodo.

Las tasaciones de los activos biológicos, que reflejan económicamente la evolución de las plantaciones, se reitera, se realizan una vez al año en ocasión del cierre a diciembre; este concepto debería ir generando progresivamente importantes ingresos operativos. Por otra parte, se informa en el semestre una venta de madera por más de USD1 millón.

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 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 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 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 9.569 has, de las cuales ya se encuentran forestadas 5.739, 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.

Las proyecciones financieras se han ido actualizando por el operador y así han sido mencionadas en otras actualizaciones. La última estimación de la TIR fue realizada en abril de 2019 y fue de 7%, resultando inferior a la estimada en el prospecto de emisión (8,58%).

Los supuestos considerados en esta última estimación fueron los siguientes:

- Se parte en todos los casos de los precios actuales.
- Precio de la pulpa: 60 USD para E. Grandis y 65,5 para E. Dunni.
- Precio madera aserrable: USD 93 para E. Grandis.
- Inflación en dólares: promedio últimos años.
- Incremento precio madera aserrable: 1,5% E. Grandis.
- Incremento precio de la pulpa: 0%.
- Aumento en el precio de la tierra 3%.

Si bien estos supuestos resultan razonables, igualmente el operador sometió esta última proyección financiera a un análisis de sensibilidad, cuyos resultados se presentan en el cuadro siguiente.

Cuadro 5: Resultados de la TIR y sensibilizaciones

Escenario	Abr-19
Ajuste Inflación USA+aumento precio de madera para aserrado y tierra	7,0%
Aumento precio de Tierra y Madera para aserrado	4,3%
Aumento precio de Tierra	3,2%
Todos los factores Constantes	2,6%

Fuente: Agroempresa Forestal

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 sería positiva.

Este nuevo calculo 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 evidencia 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%.

Se simuló en esta oportunidad un escenario en el cual no hubiera incremento en los precios de la tierra y los precios de la madera se incrementarían en un 50% respecto del modelo de base en todo el período (0,75% anual), lográndose en esa situación una TIR para el inversor del 5,83%.

Las tasaciones presentadas a diciembre de 2018 estiman el “valor razonable” de las plantaciones forestales mediante técnicas de valor actual de flujos de fondos estimados, combinando técnicas de enfoque de costos (cost approach) 24,1%, enfoque de ingresos (income approach) 74,6% y ventas comparables (sales comparison) 1,3%. Suponiendo entonces que si el valor actual neto (que está descontado a una tasa de 8,5%) está cercano al valor de la emisión, se podría inferir que la tasa de retorno debería estar en un valor muy cercano al de la tasa de descuento considerada. De esta forma la tasación estaría avalando una TIR en el entorno al 7-8%.

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 fondos². Para ello se calculó el costo promedio ponderado del capital (WACC³) del presente proyecto.

². El prospecto de emisión supone una tasa de descuento del 8%.

³. Weighted Average Cost of Capital

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 Damodaran⁴ 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

βim: Riesgo sistemático propio respecto del riesgo de mercado⁵.

rf: tasa libre de riesgo

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

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 2,43% y a setiembre de 2019 se ubicaba en 1,8%, y con expectativa a la baja.

Luego del repunte de la tasa de interés de estos bonos a partir de julio de 2016 y hasta noviembre de 2018, como consecuencia del aumento de la tasa de interés de la FED, el rendimiento comienza a caer y todo parece indicar que continuaría con esa tendencia, ya que la Reserva Federal seguiría recortando las tasas.

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

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

Por estos motivos, a los efectos de calcular estos indicadores se tuvieron en cuenta en primer lugar los niveles de riesgo actuales, que son aquellos sobre los cuales los inversores deben tomar las decisiones. En este sentido, para el caso del rendimiento de los bonos americanos se consideró 2,03% y para el riesgo país (índice UBI), se consideraron 161 puntos básicos. Ambos valores son particularmente bajos en relación con los históricos, aunque no son los más bajos de la serie.

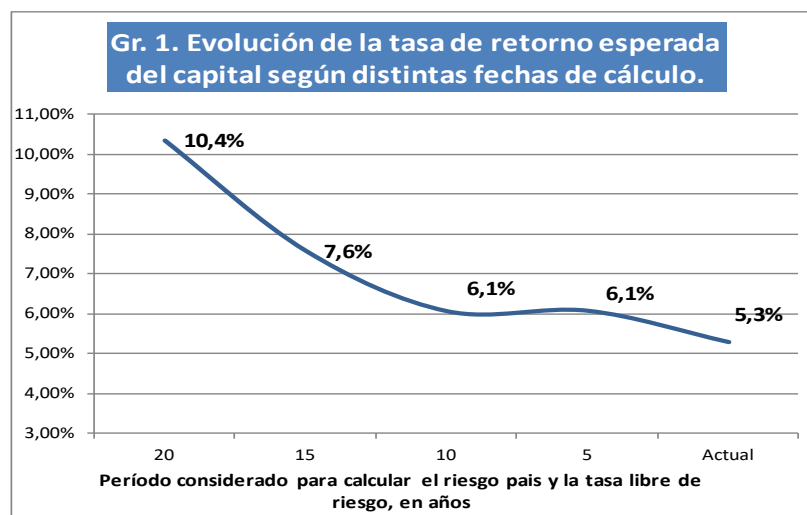
Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 5,28%. Este valor es inferior a la TIR esperada del inversor (7%), lo que nos indicaría que la tasa prevista es superior a la teórica. Si bien

⁴ A. Damodaran, "Estimating Equity Risk Premiums" Stern School of Business

⁵ Se consideraron los betas promedio de empresas de producción primaria de bienes agrícolas en mercados emergentes según A. Damodaram

estas comparaciones no pueden tomarse en sentido estricto, constituyen una referencia que – entre otras- ayuda a conformar un juicio acerca de la inversión.

El costo de oportunidad del capital propio con los parámetros actuales es bajo si se compara con el pasado, esto es consecuencia de la caída en los retornos de los bonos del tesoro de EEUU (tasa libre de riesgo). En la siguiente gráfica se comparan los niveles actuales con los que cabía esperar con los valores promedio de los últimos 20, 15, 10 o 5 años.



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

3. Manejo Económico- Productivo

Las ventas del primer semestre de 2019 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- en el primer semestre estuvieron levemente por debajo de lo presupuestado, pero el operador estima que al finalizar el año es muy probable que las ventas reales de madera no se deberían desviar demasiado del presupuesto.

Para el caso de madera rolliza con destino a los mercados asiáticos las diferencias entre lo real y lo presupuestado serán notorias. Por problemas de mercado no se exportará eucalipto +20, aunque si probablemente se cumpla con las exportaciones de troncos de mayor diámetro (+30). Los eucaliptos +20 quedarán en pie esperando la recuperación del mercado asiático y la mejora en la demanda y los precios.

Cuadro 6. Ventas al primer semestre y proyección para 2019 (USD).

Actividad	Primer semestre			TOTAL 2019		
	Real	Presupuesto	Diferencia	Estimado	Presupuesto	Diferencia
Eucalyptus Pulpa	984.453	1.205.240	-220.7871	613.0261	613.026	0
Eucalyptus + 20	0	385.097	-385.097	0	1.540.387	-1.540.387
Eucalyptus + 30	48.830	143.267	-94.437	573.067	573.067	0
Total	1.033.283	1.733.604	-700.321	2.186.093	3.726.480	-1.540.387

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.

Cuadro 7. Costos e Inversiones al primer semestre y proyección al año 2019 (USD).

Actividad	Primer semestre			TOTAL 2019		
	Real	Presupuesto	Diferencia	Estimado	Presupuesto	Diferencia
Costos de Producción	881.133	1.493.998	-612.865	1.707.478	3.033.398	-1.325.920
Inversiones Implantación	142.536	128.069	14.467	138.740	148.186	-9.446
Inversiones Manejo	185.125	203.959	-18.8343	64.646	348.911	15.735
Gastos	343.496	426.999	-83.503	897.896	875.896	22.000
Total	1.552.290	2.253.025	-700.735	3.108.760	4.406.391	-1.297.631

Fuente: el operador

Costos de producción: Como consecuencia de que la menor exportación de madera rolliza, habrá menores costos de cosecha, de fletes y gastos asociados a la gestión de las exportaciones

Inversiones en implantación y manejo: En este caso, las diferencias entre lo real y lo proyectado serán mínimas, ya que se ha cumplido con las previsiones de plantación esperadas.

Gastos: Considera las tareas de protección de los montes, mediciones de parcelas y evaluaciones de rendimiento, mantenimiento de los predios (alambrados, cortafuegos) y el gerenciamiento. En este caso se viene cumpliendo y se cumplirá con lo presupuestado

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. Resultados de la medición de parcelas permanentes

Se instalaron 87 parcelas permanentes distribuidas en 10 predios, 57 parcelas se ubican en plantaciones de Eucalyptus grandis (65.5%) y las restantes 30 parcelas corresponden a Eucalyptus dunnii (34.5%). En lo que respecta a edad, un 72.5% de las parcelas se encuentran instaladas sobre bosques con una edad menor o igual a 6 años y el restante 27.5% en plantaciones con edades mayor a 7 años y máximo de 11 años.

El objetivo de las parcelas permanentes es la medición de dos parámetros de crecimiento de los árboles, la altura y el diámetro, que son críticas para luego estimar la producción.

Los resultados de crecimiento que surgen de las parcelas permanentes se encuentra dentro de los valores presentados en el prospecto, e incluso más altos según informa el comité de vigilancia.

5. Tasación de la Tierra y los Montes Forestales

La última tasación de los campos y montes del Fideicomiso se realizó a diciembre de 2018, con una nueva empresa. La tasación fue realizada por Poyry y en opinión de esta consultora basada en los datos provistos por Agroempresa Forestal y en las inspecciones realizadas a los predios el valor total de los activos al 31 de diciembre de 2018 era de 48,5 millones de dólares, compuesto de la siguiente manera: 19,55 millones de la cosecha forestal, 0,11 millones por el valor presente del pastoreo y 28,80 millones por la tierra productiva. El valor total del activo si bien muestra una leve reducción respecto del año anterior, está cerca del valor de la emisión.

La metodología supone tres técnicas: valor de mercado, costo de poner el negocio en funcionamiento y la actualización del flujo esperado descontado a una tasa del 8,5%. Las tres técnicas dan resultados muy similares sin diferencias significativas.

En el cuadro 7 se presenta la evolución de los valores de los campos del Fideicomiso, según la información proveniente de las tasaciones realizadas anualmente. Se presenta en una columna el valor de la hectárea de tierra sola (sin plantaciones) y en otra columna el valor de la hectárea promedio del fideicomiso lo cual considera también los montes forestales plantados y los ingresos potenciales esperados por el pastoreo.

Cuadro 8: Evolución de la valuación de la tierra y de las plantaciones		
	En dólares por hectárea	
	Tierra	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
Tasa 2013-18	-1,4%	4,9%

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 5 años (2013-2018) ha sido negativa (-1,4%), mientras que si se consideran los montes forestales, la tasa de crecimiento acumulativa anual pasa a ser positiva (4,9%). 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. Si se considera el año 2012 la tasa de crecimiento anual para el caso de la tierra pasa a ser positiva para la tierra sola (1,1%) y mejora aún más para la tierra con los montes (6,4%).

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

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

5.1 Riesgo Económico y de Mercado

En este caso, el informe se va a concentrar en el tema de los precios de la madera y de la tierra, elementos 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.

La tendencia de largo plazo esperada para los precios de la madera, que es compartida por toda la bibliografía consultada, es que todo indica que los precios deberían mostrar una tendencia creciente, y ello se sustenta en el hecho de que la demanda crecerá de la mano del incremento de la población mundial y del crecimiento económico de los países emergentes. Ese incremento de la demanda enfrenta una oferta que se ha visto limitada por crecientes medidas de protección de los bosques nativos, así como también el control que se realiza sobre los de rendimiento.

No obstante esta tendencia de largo plazo, en los últimos meses la demanda y en consecuencia los precios de la madera a nivel internacional, regional y doméstico, han evidenciado una cierta retracción como consecuencia de problemas de mercado. Como se verá con mayor detalle en esta sección, los precios de la celulosa y de la madera en bruto han caído significativamente respecto de los valores de fines de 2018 como consecuencia de una reducción de la demanda de China.

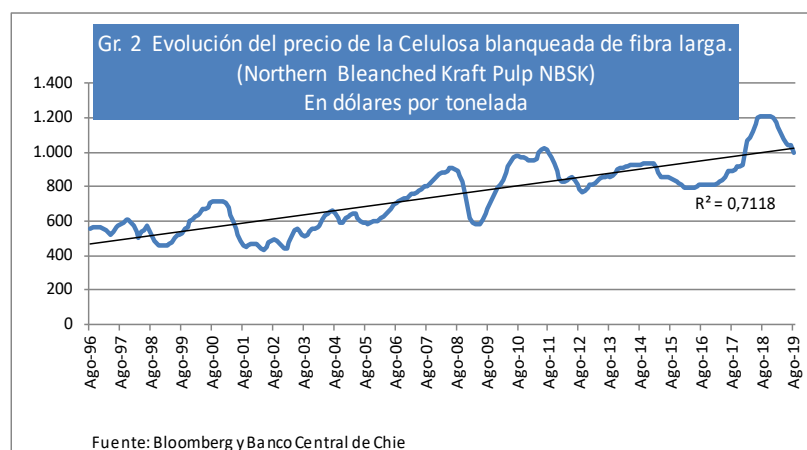
Sin embargo, para el largo plazo no existen elementos para suponer cambios en las tendencias planteadas en el prospecto de emisión. Para esta calificación CARE realizó una actualización de la información clave del sector confirmando que no deberían existir en el futuro mayores desvíos respecto de la trayectoria

esperada, ya que la demanda y los precios de los productos forestales se presentan firmes y se proyectan crecientes en valores nominales.

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

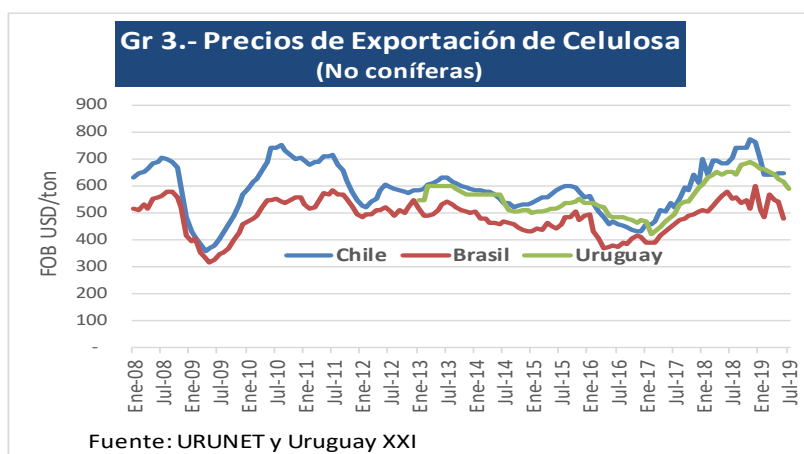
El contexto internacional se presenta en la actual coyuntura relativamente debilitado luego de haber alcanzado en buena parte del año 2018 niveles muy elevados de precios, tanto en pulpa de celulosa como en madera sólida.

Los precios en Europa de la celulosa de pulpa de fibra larga (coníferas NBSK), se ubica en poco más de mil dólares la tonelada, frente a los 1.230 de fines del año 2018. En China, principal mercado de pulpa (con el 35% de la demanda) la celulosa NBSK⁶ se mantiene en el entorno de los USD 875 por tonelada.

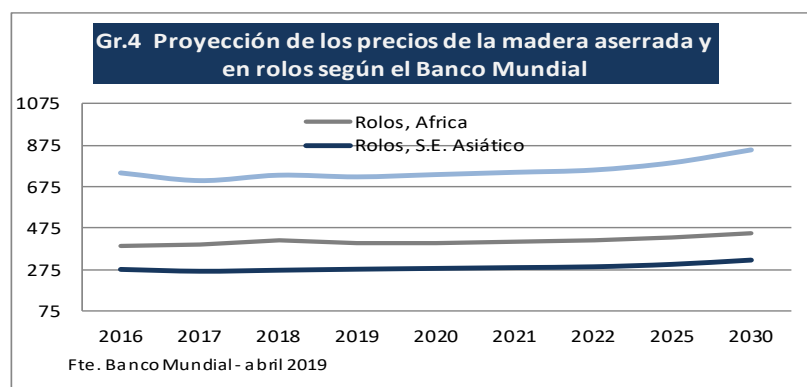


Durante el año 2017 y hasta fines del 2018 el precio de la celulosa mostró un aumento importante como consecuencia de que el incremento de la demanda superó a la oferta y los stocks se mantenían en niveles bajos. Estos aumentos en los precios internacionales fueron recogidos por las exportaciones locales y regionales y de esta forma los precios regionales de las exportaciones de celulosa mostraron incrementos interanuales mayores al 30% entre enero y julio de 2018. Si bien se esperaba que el mercado se mantuviera tonificado para el mediano plazo, eso no ocurrió y durante el año 2018 la demanda se redujo y los precios de exportación bajaron, pero aún se mantienen por encima de los valores del pasado.

⁶. Northern Bleached Softwood Kraft.
Pulpa de celulosa blanqueada de fibra
larga



Por su parte, los precios de la madera en bruto y de los paneles también mostraron en lo que va del año 2019 un menor nivel de precios que en 2018, como consecuencia de la menor demanda de China, afectando en mayor medida a la madera en bruto. No obstante esta coyuntura menos favorable, las perspectivas para el mediano plazo para la madera en bruto para aserrío o aserrada, muestra la misma tendencia que para el caso de la celulosa, o sea un crecimiento en el largo plazo, tal cual lo detalla el Banco Mundial en la siguiente gráfica.



Como resultado a esta coyuntura internacional para el rubro, se verifica en el Uruguay una reducción en los ingresos por exportaciones forestales en prácticamente todos los productos, para los primeros 6 meses del año.

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

	2015	2016	2017	2018	ene-jun 2018	ene-jun 2019	Variación
Celulosa	1.266,1	1.222,0	1.310,0	1.653,0	834,0	822,0	-1,4%
Rolos (excepto eucalipto)	0,9	4,7	88,3	147,8	95,7	75,9	-20,6%
Tableros de madera contrachapados	62,2	57,8	63,5	76,3	39,7	24,3	-38,8%
Chips (eucalipto y pino)	56,5	82,0	63,6	98,0	48,2	55,2	14,5%
Madera aserrada No Coníferas	42,3	38,4	46,5	53,0	26,3	24,7	-6,1%
Madera aserrada Coníferas	23,4	26,7	46,5	62,5	31,6	25,8	-18,4%
Papel y Cartón	90,8	61,0	37,1	36,3	19,4	20,9	7,7%
Rolos de eucalipto	24,4	16,9	20,6	29,5	14,7	5,9	-59,9%
Total	1.566,5	1.509,6	1.676,1	2.156,3	1.109,6	1.054,7	-4,9%

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

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

Como puede observarse, el valor de las exportaciones de celulosa –principal producto de exportación- cae muy poco, apenas un 1,4%. Esta reducción en las exportaciones de celulosa se explican básicamente por un menor precio ya que las dos plantas se encuentran produciendo a capacidad plena.

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

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

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

En resultado final de las exportaciones totales de origen forestal para el primer semestre del año 2019 es de una reducción de un 5%. Todo indica que este año no se alcanzará el record del año anterior pero igualmente se ubicará en el entorno de los 2 mil millones de dólares un valor igualmente muy superior a los niveles del pasado reciente.

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

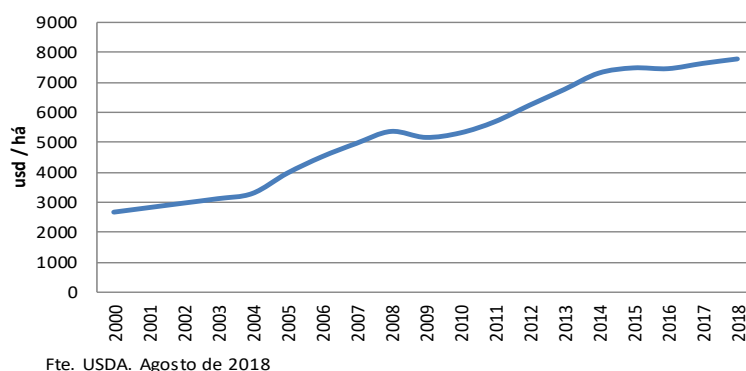
5.3 El precio de la tierra

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

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

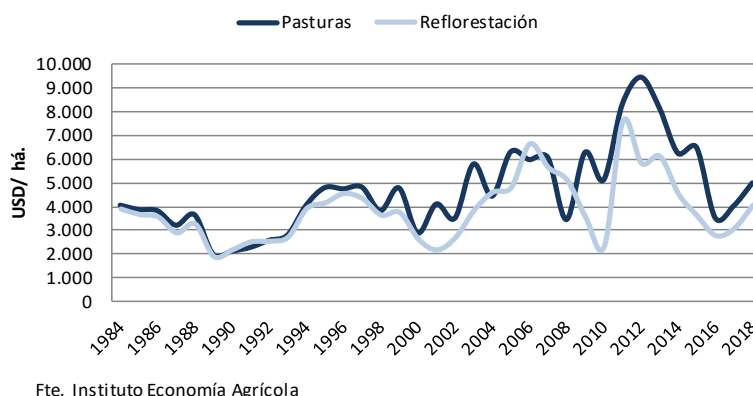
En lo que respecta, en particular al precio de la tierra en Estados Unidos, en lo que va del siglo XXI se observa una continua fase ascendente, con alguna excepción (2009 y 2015) en donde se verificaron mínimas reducciones, pero que no modifican la tendencia. El precio en Estados Unidos cayó únicamente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

Gr. 5.- Evolución del precio tierra en USA (dólares/ha)



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

Gr. 6. Precio de la tierra en Brasil según destino - Estimado en S. Pablo



En Argentina, el precio de la tierra agrícola (de muy buena calidad), aumentó desde 1956 (USD 557 la Ha.) a enero de 2008 (USD 10.000 la Ha.) a un ritmo promedio de 3,5% acumulativo anual en términos reales, o sea descontando la inflación del dólar. Dicho crecimiento continuó hasta fines del 2011 (con una breve interrupción principalmente ocasionada por la crisis financiera de los años 2008/09). A partir del 2011 y debido a factores ajenos al campo y relacionados con la economía del país: la restricción a la compra-venta y/o giro de divisas extranjeras ("cepo cambiario"), el aumento del costo medido en dólares, la baja en el precio de los "commodities" y el aumento de la presión impositiva determinaron el comienzo de un período de leve reducción de los precios de la tierra. A estas medidas hay que sumarle la sanción de la Ley 26.737 "Régimen de Protección al Dominio Nacional sobre la Propiedad, Posesión o Tenencia de las Tierras Rurales" ("Ley de tierras"), que también generó efectos negativos sobre los precios.

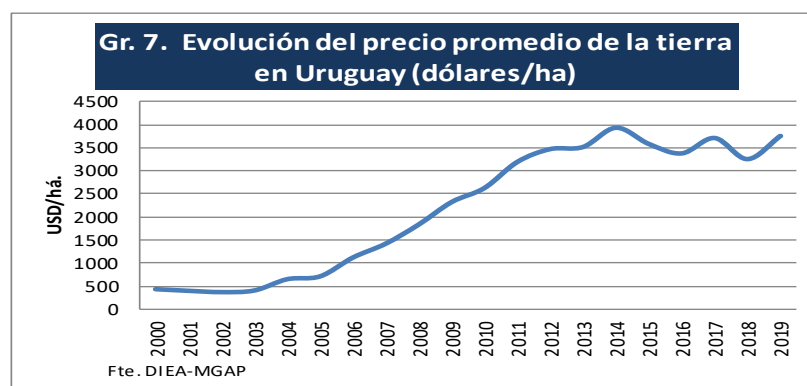
El cambio de gobierno nacional en 2016 generó expectativas para el comienzo de una recuperación en los valores, lo que finalmente no ocurrió, ya que la coyuntura económica no acompañó la recuperación del sector. La inflación, la devaluación del peso y la alta presión impositiva que aún soportan los productores agropecuarios en Argentina, generan no sólo una rentabilidad escasa, sino también un complejo escenario para generar nuevos negocios.

En los años en los que hubo gran demanda de campos y altos precios de la soja (2011-2014), los valores en la zona núcleo se ubicaban entre US\$ 18.000 y US\$ 22.000/Ha mientras que en 2019 esos mismos campos se ubican entre USD 12.000 y USD 15.000/Ha. Según operadores del mercado inmobiliario rural argentino, los niveles de precio llegaron a un piso en el año 2017 y a partir de allí habían comenzado una lenta recuperación. La incertidumbre política derivada del resultado de las elecciones Argentinas genera dificultades adicionales para prever lo que pueda ocurrir en el mediano plazo con los valores de los campos en ese país.

En el caso de Uruguay, la información reportada por DIEA-MGAP para el promedio de las transacciones de tierras da cuenta de una muy fuerte valorización a partir de 2004 y hasta el 2014 cuando se verifica el valor máximo. A partir de 2015 comienza un cierto ajuste a la baja pero con un comportamiento un tanto errático, consecuencia seguramente de una bajo número de transacciones en donde la calidad y la localización de los campos comercializados tienen una gran influencia en los valores medios. Fue así que en 2017 DIEA reportó un aumento de un 10% en el valor de la tierra, luego en 2018 la misma oficina da cuenta de una reducción de un 12%, y luego para el primer semestre de 2019 el precio promedio de la hectárea media del país estaría mostrando una recuperación de un 15%.

En la serie "Precio de la Tierra" Compraventas Primer Semestre de 2019, publicado en octubre de 2019 por DIEA, se expresa que *"Analizando las transacciones de más de 1.000 hectáreas por su destino, la distribución de rubros respondería un 12% al forestal, 17% ganadero, 25% agrícola y 46% agrícola-ganadero de muy buen potencial productivo. El aumento en la comercialización de campos con aptitud agrícola total o parcial explicaría en parte el aumento del precio promedio, acompañado por la venta de una superficie significativa destinada a la producción de citrus"*.

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.



Nota: Año 2019, el primer semestre.

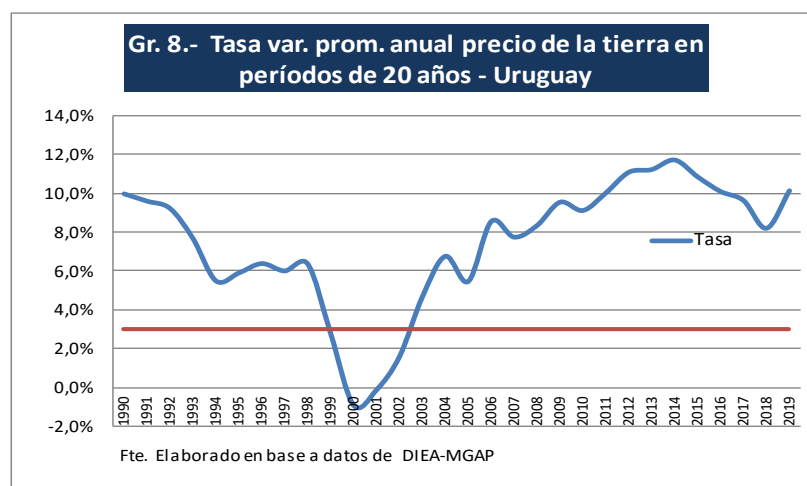
La valorización del precio de la tierra es un componente relativamente importante de ingreso final del fideicomiso (20%) por lo que lo que finalmente ocurra con su comportamiento tendrá una contribución sustancial con el retorno final de la inversión. El modelo financiero supuso una valorización acumulativa 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 49 años (1970 a 2019) la variación anual en períodos de 20, en donde se observa lo siguiente:

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

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

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



5.4 Las políticas públicas, el riesgo político

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

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

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

VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

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 CARE⁷.

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrian Tamber

⁷ 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.