

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

*Montevideo, abril de 2022*

---

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

---

**Actualización de la Calificación de Oferta Pública de los Certificados de Participación del Fideicomiso Financiero Bosques del Uruguay.  
07 - abril - 2022**

<b>Fecha de emisión:</b>	5 de agosto de 2011
<b>Plazo:</b>	Hasta liquidación de activos y obligaciones del fideicomiso.
<b>Denominación:</b>	Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay
<b>Importe de la Emisión:</b>	USD 50.000.000
<b>Títulos Emitidos:</b>	Certificados de Participación.
<b>Distribuciones:</b>	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.
<b>Estructurador:</b>	Ferrere Abogados
<b>Operador:</b>	Agroempresa Forestal SA
<b>Entidad Representante:</b>	Bolsa Electrónica de Valores S.A.
<b>Entidad Registrante:</b>	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.
<b>Fiduciario:</b>	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.
<b>Vigencia de la actualización:</b>	hasta el 30 de noviembre de 2022 .
<b>Comité de Calificación:</b>	Julio Preve, Adrián Tamber y Martín Durán Martínez
<b>Calificación:</b>	BBB +.uy
<b>Manual Utilizado:</b>	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros

<sup>1</sup> . 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 el plan de negocios propuesto, las acciones de compra de tierra áreas plantadas, el manejo de los montes y las primeras cosechas realizadas. Desde el punto de vista económico financiero para el inversor, el emprendimiento soporta los stresses ajenos al negocio a los que razonablemente la emisora y la calificadora han sometido el proyecto. La última actualización del flujo financiero a marzo de 2022, estimó una TIR del 4,79% que si bien sería menor a la estimada en el prospecto, mantiene un valor que sigue siendo razonable.
- Los informes del Operador resultan satisfactorios en términos generales para la marcha del proyecto, los que son ratificados por el Comité de Vigilancia.
- Un diseño de gobierno corporativo que minimiza el riesgo a los inversionistas y que hasta la confección del presente informe ha funcionado en forma adecuada (informes del operador, asambleas de titulares de Certificados de Participación e informes del comité de vigilancia).
- La capacidad de gestión de la empresa administradora del proyecto – Agroempresa Forestal – se mantiene bajo los estándares de eficiencia evaluados en los anteriores informes de actualización, lo que se ratifica en los distintos informes de las partes involucradas. Es importante destacar, que el Administrador está ejecutando tres emprendimientos más, bajo una construcción financiera de características muy similares, sin presentar por el momento mayores contratiempos. Entre los 4 fideicomisos, la empresa está manejando en la actualidad más de 80 mil hectáreas de montes forestales.
- Al 31 de diciembre de 2021, el Fideicomiso Financiero BDU tiene en propiedad un total de 9.536 hectáreas de las cuales 5.508 hectáreas se encuentran forestadas y 177 disponibles para plantar, lo que da un 60% de aprovechamiento.
- A diciembre de 2021 se presenta una nueva tasación de los campos del fideicomiso en esta oportunidad realizada por dos empresas. Una consultora nacional, Agroclaro que tasa los campos y una empresa neozelandesa (Woodlands Pacific) que toma el valor de los campos y realiza una tasación de los montes. Esta tasación arrojó un valor total de 66,61 millones de dólares, conformado por 28,46 millones por la tierra, 0,86 millones por ingresos futuros de los pastoreos y 39,29 millones por concepto de ingresos forestales<sup>2</sup>.

<sup>2</sup>. Esta nueva tasación determina un 24% de aumento respecto de la tasación anterior, lo que se explica por la utilización de una metodología diferente, principalmente en la valoración del activo tierra. CARE comparte la metodología utilizada en esta oportunidad y tenía algunas diferencias respecto de la metodología aplicada con anterioridad.

- Se presenta en esta oportunidad una nueva actualización del flujo financiero a marzo de 2022 y se proyecta hasta la finalización del fideicomiso en 2031, sobre la base de diversos escenarios posibles. Para CARE, el escenario más probable estima una TIR para todo el período de 4,79% un valor igual al estimado en la anterior actualización (2021) aunque menor a la del prospecto de emisión, pero sigue siendo positiva y razonable. Estos resultados se estiman sobre la base de los precios esperados de la madera y una evolución de los costos, ingresos y valorización del precio de la tierra que CARE considera razonables.
- El mercado internacional de la madera, ha mostrado un marcado aumento en la demanda y en los precios durante todo el año 2021. Luego de la fuerte caída de los mercados de las materias primas en general, agravado por el Covid-19, los mercados evidenciaron un fuerte rebote al alza. En este sentido, la demanda internacional por celulosa, por chips y por madera sólida se ha recuperado y viene mostrando una mejor perspectiva para los años próximos. La demanda interna por madera con destino a las plantas de celulosa crecerá más cuando se ponga en funcionamiento la tercera planta de celulosa en el país, pudiendo incluso generarse una cierta tensión sobre la oferta. Por su parte, la demanda por madera sólida de eucalipto con destino a la exportación ha mostrado un marcado crecimiento desde el segundo semestre del año 2020 y se mantuvo en buenos niveles durante 2021, aunque no se superó el récord de exportaciones de 2018. Los precios de la madera aserrable de pino han mejorado fuertemente respecto de los años anteriores al igual que las exportaciones para ubicarse en los máximos históricos. 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.
- El Poder Ejecutivo vetó en diciembre de 2021 la Ley que proponía regular y poner ciertos límites a la forestación, despejando de esta manera las amenazas que se habían creado respecto de un posible cambio en la política hacia el sector forestal. En consecuencia no se advierten amenazas en lo que respecta a las políticas públicas. No obstante se dictó un nuevo decreto que regula algunos aspectos de las plantaciones forestales (Decreto N°405/021), bajando a 40 hectáreas el mínimo de superficie de plantación que requieren evaluación ambiental (DINACEA) para su registro y autorización (antes estaba en 100 has), y exigiendo también esa autorización a las reforestaciones más antiguas que estaban fuera de esa regulación. Más allá de estos cambios en la normativa, no se advierten amenazas en lo que respecta a las políticas públicas.

## I. INTRODUCCIÓN

### 1. Alcance y marco conceptual de la calificación

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

La calificación de riesgo supone la expresión de un punto de vista especializado por parte de una empresa autorizada a ese propósito por el Banco Central del Uruguay (BCU), que realiza la supervisión y control del sistema financiero, así como de las calificadoras de riesgo. La nota obtenida no representa una recomendación o una garantía de CARE para futuros inversores, y por tanto la calificación debe considerarse a los efectos de cualquier decisión como un punto de vista a considerar entre otros. CARE no audita ni verifica la exactitud de la información presentada, la que sin embargo procede de fuentes confiables a su juicio.

El marco conceptual de esta calificación supone un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica el desempeño esperado del fideicomiso, su capacidad de generar en el tiempo utilidades, conforme al proyecto de ejecución del negocio forestal que su administración está mandatada a realizar. Admitido el rango de tasas de retorno derivado de múltiples simulaciones como razonable para el proyecto en su primera calificación, las siguientes no se vinculan estrictamente con la obtención de estas cifras. En efecto, no se trata de una emisión con compromiso de rentabilidad fijo. Por tanto la nota no depende estrictamente del alcance de las Tasas Internas de Retorno calculadas en el proyecto, ni de los costos de oportunidad del capital de los inversores. En definitiva, la nota sigue entre otros criterios el cumplimiento del proyecto y el alcance de una rentabilidad mínima que se juzgue aceptable en ocasión de cada recalificación.

CARE Calificadora de Riesgo es una calificadora con registros y manuales aprobados por el Banco Central del Uruguay a partir de abril de 1998. Califica conforme a su metodología oportunamente aprobada por dicha autoridad, seleccionando los profesionales necesarios para integrar en cada caso el comité de calificación, el que juzga en función de sus manuales. Estos, su código de ética, registros y antecedentes se encuentran disponibles en el sitio web: [www.care.com.uy](http://www.care.com.uy) así como en el del regulador: [www.bcu.gub.uy](http://www.bcu.gub.uy). El comité de calificación estuvo integrado en este caso por Martín Duran, Julio Preve y Adrián Tamber. Del mismo modo CARE contrató los servicios del estudio jurídico Herrera profesionales asociados cuyo informe se adjuntó a la calificación original. Asimismo recurre regularmente a expertos forestales para los informes de campo y realiza visitas a los predios.

## 2. Antecedentes generales y hechos salientes del período.

### A. Antecedentes generales

El objeto principal del “Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay” es: **(a)** la emisión de los Certificados de Participación y su suscripción por parte de los Beneficiarios según términos y condiciones que surgen del Contrato de Fideicomiso y del Documento de Emisión (etapa cumplida), **(b)** la implementación del Proyecto Productivo que consiste básicamente en un proyecto de inversión que crea un Patrimonio Forestal en Uruguay, para la producción de madera con destino a la comercialización en el mercado uruguayo e internacional, y **(c)** la distribución de los fondos resultantes de tal implementación del Proyecto entre los Titulares, en la forma que se establece en el Contrato de Fideicomiso.

- Ya se ha completado la operación de compra de tierras y plantación de la totalidad de los montes por lo que las operaciones del proyecto esencialmente corresponden a tareas de mantenimiento de plantaciones y alambrados, control de malezas y plagas, podas, raleos, eliminación de cepas, manejo de rebrotes, vigilancia. etc.
- Se ha iniciado también la tala rasa de algunos montes por lo que progresivamente hay actividades de cosecha y replantación de las superficies cosechadas.
- El patrimonio de tierras de BDU asciende a 9.536<sup>3</sup> hectáreas de las cuales al 31 de diciembre de 2021, 5.508 hectáreas se encuentran forestadas y 177 disponibles para plantar, lo que da un 60% de aprovechamiento. Está constituido por 14 propiedades ubicadas en el centro este y sureste de Uruguay en el Cerro Largo (26%), Durazno (16%), Florida (49%), Lavalleja (6%) y Treinta y Tres (3%). Las especies establecidas son Eucalyptus grandis (65,2%), E. dunnii (28,4%), E. Saligna (6,2%), fundamentalmente.
- En la medida que los montes alcanzan el desarrollo adecuado se vienen realizando las podas y raleos 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.
- El 5 de abril de 2017 se modifica la cláusula 7 del contrato, 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. A partir de fines de 2018 la contratación de créditos de corto plazo para capital de giro pasa a ser una práctica habitual de gestión, cumpliendo siempre con la comunicación al Comité de Vigilancia y la Calificadora de Riesgo. Hasta el momento no ha habido dificultades para el cumplimiento de las obligaciones asumidas.
- A partir del año 2019 se comenzó con la venta de madera para pulpa proveniente de los raleos comerciales de las especies para madera de calidad, de acuerdo con lo planificado y a partir del segundo semestre de 2020 se empiezan a realizar algunas ventas de madera sólida.

<sup>3</sup>. Ajustado a la información de la Dirección General de Catastro. Existe una pequeña diferencia si se consideran las hectáreas medido por información satelital.

- 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.
- 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 fideicomiso cuenta con la certificación FSC (Forest Stewardship Council o Consejo de Administración Forestal en español).
- El 28 de diciembre de 2020 se realizó una Asamblea de Titulares de los Certificados de Participación con la representación del 100% y se decidió modificar algunos términos y condiciones de los CPs. Las modificaciones refieren a la modificación a la paramétrica del ajuste de los Fee de Agroempresa Forestal y también se acordó subir información una vez por año de los Fideicomisos a la WEB de Bosques del Uruguay.

### **B. Hechos salientes del período**

- Durante el período informado se realizaron diversas tareas de silvicultura y manejo (podas y raleos), presentando algunos desvíos menores respecto a las tareas presupuestadas.
- El fideicomiso superó el plan comercial previsto en el presupuesto del año 2021. Las ventas de madera para pulpa cerraron el año por encima de lo presupuestado como resultado de los mayores rendimientos obtenidos en los raleos comerciales. Asimismo, se realizaron ventas adicionales de columnas, leña y exportación de Eucalyptus Grandis.
- Las mayores ventas sumado a la suba en el precio del gasoil que impactó el costo de fletes, implicaron un incremento de los costos de producción respecto de lo presupuestado. No obstante, igualmente el Fideicomiso logró un margen bruto mayor al que se había presupuestado.
- Como resultado de la mejora del margen y la disponibilidad de fondos, se reforzaron las inversiones plantando más hectáreas que las presupuestadas para el año, para mejorar el aprovechamiento de algunos campos.
- A diciembre de 2021 el operador informa que en general las plantaciones se encuentran en buen estado sanitario. El Comité de Vigilancia recorrió una serie de predios del Fideicomiso y también informa de buenos crecimientos, estado de los montes, realización de las tareas, etc.
- A diciembre de 2021 se presenta una nueva tasación de los campos del fideicomiso. Esta tasación arrojó un valor total de 66,61 millones de dólares, conformado por 28,46 millones por la tierra, 0,86 millones por ingresos futuros de los pastoreos y 39,29 millones por concepto de ingresos forestales. Esta nueva tasación determina un aumento de un 24% en el valor de las tierras y montes, pero como se verá más adelante se explica en gran medida por la metodología considerada.

### **3. Información analizada.**

La información analizada en esta ocasión fue la siguiente:

- o Balance de Agroempresa Forestal al 31 de diciembre de 2020, con informe de auditoría.
- o Estados contables del Fiduciario al 31/12/ 2021.
- o Estados contables del Fidecomiso al 31/12/2021.
  
- o Informes trimestrales del operador, el último al 31 de diciembre de 2021.
- o Informes del Comité de Vigilancia el último a diciembre de 2021.
- o Tasaciones de los campos de Agroclaro Servicios Profesionales
- o Tasaciones de los bosques de Woodlands Pacific.
- o Información relevante del sector forestal.
- o Informes de calificación de otros fideicomisos análogos.

### 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

<b>Denominación</b>	Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay
<b>Fiduciario</b>	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.
<b>Administrador:</b>	Agroempresa Forestal S.A.
<b>Entidad Registrante:</b>	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.
<b>Entidad Representante</b>	Bolsa Electrónica de Valores S.A.
<b>Organizador:</b>	Agroempresa Forestal S.A.
<b>Títulos emitidos</b>	Certificados de Participación
<b>Activos del Fideicomiso</b>	El Fideicomiso invirtió en la compra de inmuebles rurales para desarrollar una explotación forestal.
<b>Moneda:</b>	Dólares
<b>Importe de la Emisión:</b>	USD 50.000.000
<b>Fecha de Emisión:</b>	5 de agosto de 2011
<b>Plazo de la emisión:</b>	Hasta liquidación de activos y obligaciones del fideicomiso
<b>Distribuciones:</b>	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
<b>Calificación de Riesgo:</b>	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.

### Situación económica y financiera

El análisis de los EE.CC al 31 de diciembre de 2021 sigue mostrando una sólida situación de solvencia. El ratio de liquidez se mantiene por debajo de la unidad. Cabe mencionar que el activo no corriente se compone en buena medida por los depósitos en garantía a que está obligada la firma, según normativa vigente, por los fideicomisos que administra y en consecuencia son de disponibilidad restringida. Esto explica los pasivos financieros, que son contraídos para constituir estas garantías y que una vez liberadas, los mismos son cancelados. En cuanto a la eventual necesidad temporal de fondos para atender obligaciones de corto plazo, la firma cuenta con financiamiento con partes relacionadas por lo que el riesgo de liquidez es muy acotado.

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

Concepto	31/12/2021	31/12/2020	31/12/2019
Activo Corriente	18.989	15.859	16.842
Activo no Corriente	281.068	228.346	176.772
<b>Total Activo</b>	<b>300.057</b>	<b>244.205</b>	<b>193.613</b>
Pasivo Corriente	33.484	27.348	22.132
Pasivo no Corriente	230.681	180.257	140.738
<b>Total Pasivo</b>	<b>264.165</b>	<b>207.605</b>	<b>162.870</b>
<b>Patrimonio</b>	<b>35.891</b>	<b>36.600</b>	<b>30.743</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>300.057</b>	<b>244.205</b>	<b>193.613</b>
<b>Razon Corriente</b>	<b>0,57</b>	<b>0,58</b>	<b>0,76</b>

Fuente: EE.CC EFAM

Los resultados al término el ejercicio 2021 muestran una caída importante respecto al año anterior, explicado básicamente por los resultados financieros como se aprecia en el cuadro siguiente.

<b>Cuadro 2: Estado de Resultados de EFAM (miles de \$)</b>			
<b>Concepto</b>	<b>31/12/2021</b>	<b>31/12/2020</b>	<b>31/12/2019</b>
Ingresos Operativos	75.867	60.275	48.081
Gastos Adm. y Vtas.	(63.018)	(53.901)	(43.595)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>12.849</b>	<b>6.373</b>	<b>4.486</b>
Resultados Financieros	(12.734)	2.566	2.484
<b>Resultados antes de impuestos</b>	<b>116</b>	<b>8.939</b>	<b>6.970</b>
IRAE	(824)	(2.686)	(2.586)
<b>Resultado del período</b>	<b>(709)</b>	<b>6.253</b>	<b>4.384</b>
Res Operativos/Ingresos	16,94%	10,57%	9,33%
Res Ejercicio/Ingresos	-0,93%	10,37%	9,12%

Fuente: EE.CC de EFAM

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

## 2. Agroempresa Forestal S.A. (AF)

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

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

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

En Uruguay, siendo el antecedente más relevante, AF administra, entre otros, el patrimonio de cuatro fideicomisos calificados por CARE (incluyendo este) que entre todos sumaron un valor original superior a los USD 630 millones. Todos ellos han sido calificados con nota de grado inversor debido a su, hasta la fecha, correcto desempeño.

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

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

generales las mismas han sido implementadas y tal como fue expresado en anteriores informes de actualización por lo que no cabe reiterarlas acá.

Estos cambios han sido informados por la firma en reportes que denominan: *Avances de Capital Humano*.

La nueva estructura, complementaria y de apoyo a la estructura empresarial, ha quedado definida y periódicamente se informan de eventuales cambios en distintas posiciones profesionales que la integran. En tal sentido, en este periodo y a nivel de mandos medios AF informa haber incorporado a Fernando Laventure como Coordinador en Logística; su rol es asegurar el suministro de madera a los diferentes puntos de consumo y playas de acopio.

### **Figuras clave**

La estructura básica se compone de un Directorio; un Comité de Auditoría y un Comité de Cumplimiento.

- Sigue siendo la figura clave el **Ing. Agr. Francisco Bonino** como Presidente del Directorio e integrante del Comité de Auditoría.
- **Ing. Industrial Mecánico, Dan Guapura**, Gerente General
- **Economista Msc. María Stella**, a cargo del reporting a los inversores, las valuaciones anuales (Bevsa/Independientes/AF), las proyecciones financieras y la evolución de las variables claves (precios, transacciones comparables, etc).

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

### **Situación económica financiera<sup>4</sup>**

La firma cierra balance el 31 de diciembre; en la oportunidad se contó con el último cierre disponible auditado por Deloitte al 31/12/20.

De acuerdo a los mismos, la firma muestra una evolución patrimonial positiva y creciente, consistente con la evolución de resultados obtenidos. Cabe destacar su participación en los 4 fideicomisos que administra, contabilizando en su activo al cierre del ejercicio 2020 un total de CP's, emitidos por EFAM, por un valor de casi USD 6.6 millones.

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

### **El Fideicomiso**

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

<sup>4</sup> En relación a la crisis sanitaria provocada por el COVID 19, la Gerencia estima que dicha situación no tendrá un impacto significativo en sus estados financieros, ya que los principales negocios de la compañía son contratos de largo plazo y no han evidenciado a la fecha dificultades operativas y/o financieras.

escriturales por un valor nominal de USD 50 millones. La etapa de adquisición de tierras así como la campaña de plantación culminó razonablemente en los tiempos previstos 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 y contable el 31 de diciembre de acuerdo a lo establecido en el artículo 330 de la Recopilación de Normas del Mercado de Valores del Banco Central del Uruguay.

Un resumen de los estados de situación y resultados del mismo al cierre del año 2021 se exponen en los cuadros siguientes.

<b>Cuadro 3: Estado de Situación del fideicomiso</b>			
<b>En miles de USD</b>	<b>31/12/2021</b>	<b>31/12/2020</b>	<b>31/12/2019</b>
Activo Corriente	2.059	1.688	330
Activo no Corriente	65.760	53.717	50.206
<b>Total Activo</b>	<b>67.819</b>	<b>55.405</b>	<b>50.537</b>
Pasivo Corriente	2.628	1.019	294
Pasivo no Corriente	3.598	3.732	2.658
<b>Total Pasivo</b>	<b>6.226</b>	<b>4.751</b>	<b>2.952</b>
<b>Patrimonio</b>	<b>61.593</b>	<b>50.654</b>	<b>47.584</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>67.819</b>	<b>55.405</b>	<b>50.537</b>
<b>Razon Corriente</b>	<b>0,78</b>	<b>1,66</b>	<b>1,12</b>

Fuente: EE.CC.F.F. BDU

El patrimonio contable del fideicomiso al cierre del último ejercicio asciende a USD 61.6 millones según se desprende del cuadro precedente suponiendo un crecimiento de 21,5 % respecto al patrimonio contable del cierre del ejercicio 2020 y por supuesto, manteniéndose por encima del valor de la emisión de los CP's que se recuerda fue de USD 50 millones. En parte, este incremento del valor patrimonial se explica por el resultado de valuación de activos biológicos y particularmente del valor de tierras, USD 5.5 millones y USD 7 millones respectivamente.

En el pasivo se registran créditos contraídos con bancos de plaza, destacándose uno por USD 2 millones a cancelar en cuatro cuotas semestrales comenzando en junio de 2022. Otros créditos menores se cancelaron en el mes de enero último.

<b>Cuadro 4: Estado de resultados del fideicomiso</b>			
<b>En miles de USD</b>	<b>31/12/2021</b>	<b>31/12/2020</b>	<b>31/12/2019</b>
Ingresos Operativos	3.489	4.199	1.776
Cambio de valor en activos biológicos	5.507	2.914	9.276
Costo de los bienes vendidos	(2.942)	(3.158)	(1.170)
<b>Resultado Bruto</b>	<b>6.055</b>	<b>3.955</b>	<b>9.882</b>
Gastos de administración y ventas	(1.180)	(1.036)	(975)
Resultados financieros	(13)	57	44
Resultados diversos	7.034	719	
<b>Resultados del periodo antes IRAE</b>	<b>11.896</b>	<b>3.695</b>	<b>8.952</b>
Impuesto a la renta	(957)	(625)	(241)
<b>Resultado del periodo</b>	<b>10.938</b>	<b>3.070</b>	<b>8.711</b>
Otros resultados integrales			(8.148)
<b>Resultado integral del periodo</b>	<b>10.938</b>	<b>3.070</b>	<b>562</b>

Fuente: EE.CC.F.F. BDU

Una vez más corresponde decir que, dadas las características del negocio forestal, es lógico esperar resultados negativos o de escasa entidad en los primeros años, por cuanto el rubro principal a vender es la madera cosechada; en tal sentido, la primera tala está prevista aproximadamente a 10 años de su plantación (año 2022 en adelante). Mientras tanto, los ingresos por actividades comerciales son marginales: venta del producto de podas y raleos, pastoreos etc. En este caso, el incremento de resultados registrado en el último ejercicio respecto al anterior se explica fundamentalmente por el cambio de valor tanto en bosques (activos biológicos) como en tierras (resultados diversos), producto de las tasaciones realizadas a fin del año 2021.

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

La empresa ha demostrado capacidad de avance en los procesos propuestos, las actividades se ejecutan con una adecuada calidad y con un cronograma ajustado a lo informado. A la fecha todas las actividades planificadas se encuentran en ejecución, los campos han completado su cronograma de plantación inicial y se están desarrollando sin mayores contratiempos las tareas de mantenimiento y manejo. Asimismo ya se ha comenzado con las cosechas, ya sea con destino a plantas de celulosa proveniente de raleos como tala rasa con destino a madera sólida.

La superficie total adquirida fue de 9.536 has, de las cuales ya se encuentran forestadas 5.508, lo que significa un 60% de aprovechamiento.

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

El prospecto de emisión estimó una tasa interna de retorno del 8,58%. Posteriormente el operador fue actualizando los flujos esperados y el proyecto ha ido ajustando la rentabilidad a la baja. Para esta actualización se contó con un nuevo flujo financiero que permite calcular una nueva TIR para el inversor.

Se presentan una serie de escenarios posibles, suponiendo distintas evoluciones de precios de madera, costos de producción y evolución del precio de la tierra a partir de 2022 y hasta la finalización del Fideicomiso en 2031. Los supuestos considerados en el escenario que para CARE es el más probable, son los siguientes:

- Los precios de los productos ajustan según la Inflación de EEUU (proyectada por BEVSA)<sup>5</sup>. No se proyectan aumentos reales en los precios, ni en madera para pulpa ni en la sólida.
- El aumento en el precio de la tierra es de un 1,5% anual en dólares corrientes.
- Los costos internos ajustan por la inflación de EEUU y Uruguay. Se proyecta la devaluación y la inflación de Uruguay en base a los criterios de BEVSA para realizar las valuaciones.

Por otra parte, los rendimientos proyectados se mantienen alineados al comportamiento real que se viene observando en los montes, y los precios y costos parten de los niveles actuales.

Para CARE estos supuestos son compatibles en su totalidad.

En base a esta proyección, la TIR para todo el período del Fideicomiso sería de 4,79%, la misma tasa que la estimada en 2021.

<sup>5</sup>. Se estima la inflación histórica de EEUU del entorno del 2,3%. Actualmente la inflación está muy por encima de esos valores, pero se supone que en el corto plazo retornaría a los valores históricos.

En el cuadro siguiente se presenta, a modo de sensibilización, el resultado de la consideración de escenarios diferentes, algunos más favorables y otros menos.

Cuadro 5: Resultados de la TIR en diversos escenarios	
Escenario	TIR
<b>1</b> Madera ajusta por inflación USA, más un crecimiento del 1,5%. Los costos ajustan por inflación USD UY y la tierra tiene un aumento del 1,5%.	4,9%
<b>2</b> Madera ajusta por inflación USA. Los costos ajustan por Inflación USD UY, y la tierra tiene un aumento del 1,5%.	4,8%
<b>3</b> Los precios de la madera y de la tierra aumentan un 1,5%.	4,4%
<b>4</b> Aumento precio de Tierra 1,5%	4,3%
<b>5</b> Todos los factores constantes	4,1%
<b>6</b> Idem al 2 pero con 3 % de incremento en la tierra	5,03%

Fuente: El Operador y CARE

Como puede observarse las tasas de retorno esperadas en los diferentes escenarios tiene poca variación lo que implica que la misma es relativamente robusta.

El **escenario 2** es el escenario base que se describió precedentemente. Sería con un aumento en el precio de la madera en el entorno de la inflación de EEUU, o sea un mantenimiento en términos reales. Las proyecciones del Banco Mundial para los próximos diez años suponen un aumento entre un 1,1 y un 1,3% anual dependiendo del origen (ver Sección V). Para el caso de la tierra un incremento de un 1,5% anual parece razonable, aunque podría ser mayor ya que en los últimos años prácticamente no ha mostrado una tendencia ascendente. Si el aumento del precio de la tierra fuera del 3% (valor razonable y posible para CARE), la TIR pasaría a ser del 5,03%.

El **escenario 1** supone para la madera un ajuste adicional a largo plazo en sus precios de un 1,5% anual (por encima de la inflación de USA).

El **escenario 3** supone para la madera un ajuste por debajo de la inflación de largo plazo de EEUU,

En el **escenario 4** se supuso que los precios de la madera y los costos de producción se mantuvieran constantes en términos nominales durante todo el período y solamente aumentara el precio de la tierra en un 1,5%.

El **escenario 4** es el más desfavorable. 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 los años que quedan, la TIR seguiría siendo positiva (4,1%).

## 2. Nueva estimación del Costo de oportunidad del Capital

El costo de oportunidad del capital teóricamente pone un piso a la rentabilidad esperada de un proyecto y es el indicador clave para descontar los flujos de fondos esperados. En este sentido CARE realizó una actualización de la estimación del costo de oportunidad del capital, utilizando el modelo de valoración CAPM (Capital Asset Pricing Model) y, siguiendo a Damodaran<sup>6</sup> se adicionó a éste una prima que contempla el riesgo específico del mercado en el que se ejecuta el proyecto (se consideró el riesgo país en este caso).

<sup>6</sup> . A. Damodaran, "Estimating Equity Risk Premiums" Stern School of Business.

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

$\beta_{im}$ : Riesgo sistemático propio respecto del riesgo de mercado<sup>7</sup>.

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

E(Rm) – Rf: Prima de Riesgo del mercado. Es el premio por riesgo específico al mercado que opera el proyecto (diferencia entre los rendimientos de los activos de renta variable<sup>8</sup> y la tasa libre de riesgo).

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

Por lo general, se considera como la tasa libre de riesgo a los rendimientos de los Treasury Bonds 10 Years de la Reserva Federal de los Estados Unidos. Se opta normalmente por utilizar los promedios de 5 o 10 años de dichos rendimientos, evitando de esta manera los elevados valores de fines de la década de los noventa y comienzos de la década del 2000 (5 a 7%), así como también los valores muy bajos de los últimos años (cerca de cero en 2020). En los últimos diez años, ese rendimiento se ubicó en 2,0%, y en la actualidad se encuentra en aproximadamente un 2,05%<sup>9</sup>.

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

El parámetro “beta unlevered” de Damodaram, para enero de 2021 se ubica en 0,96 (1,07 para el promedio de los últimos 5 años), lo que indica que la inversión en la producción forestal tiene casi el mismo riesgo y variabilidad que el promedio de todas las actividades en ese mercado.

A los efectos de calcular estos indicadores se tuvieron en cuenta los valores promedio de los últimos 5 años, que son aquellos sobre los cuales los inversores deben tomar las decisiones. En este sentido, para el caso del rendimiento de los bonos americanos se consideró 1,94% y para el riesgo país (índice UBI), se consideraron 1,47 puntos básicos. Ambos valores son particularmente bajos en relación con los históricos.

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 6,40%. Este valor sería superior a la TIR estimada para el escenario más probable (4,8%)<sup>10</sup>. Si bien estas comparaciones no pueden tomarse en sentido estricto, constituyen una referencia que – entre otras- ayuda a conformar un juicio acerca de la inversión.

El costo de oportunidad del capital propio con los parámetros utilizados es bajo si se compara con el pasado, y esto es consecuencia de la caída en los retornos de los bonos del tesoro de EEUU (tasa libre de riesgo) y del riesgo país.

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

<sup>8</sup>. Equity Risk Premium del S&P 500. El promedio de los últimos 5 años fue de 4,73%

<sup>9</sup>. En la actualidad los rendimientos de estos bonos están con tasas en el entorno de valores del promedio de los últimos 5 o 10 años. Durante la peor parte de la crisis sanitaria estuvieron aún mucho más bajas, por debajo del 1%, pero en la actualidad están en aumento.

<sup>10</sup>. Importa aclarar que si bien este es un análisis válido desde el punto de vista financiero, los inversores institucionales no tienen este costo de oportunidad ya que no pueden invertir en los mercados globales.

### 3. Manejo Económico- Productivo

En el 2021 se realizaron principalmente ventas de pulpa de Eucalyptus Grandis provenientes de raleos comerciales con destino a planta de celulosa. Estas ventas implicaron un 13% más de ingresos respecto a los presupuestados para el total del año, debido a los mayores rendimientos que se obtuvieron en las cosechas. Asimismo, se comercializaron columnas, se realizaron ventas de leña y algunas ventas de exportación de rolos de Eucalyptus grandis que no se habían previsto en el presupuesto del año.

Se detalla a continuación la comparación de lo presupuestado inicialmente contra la esperada ya conocido el comportamiento real a diciembre de 2021

<b>Cuadro 6. Ventas reales y presupuesto 2021 (USD)</b>			
<b>Actividad</b>	<b>Real</b>	<b>Presupuesto</b>	<b>Diferencia</b>
Ventas stock 2020	460.716	351.000	109.716
Eucalyptus Pulpa	2.771.119	2.619.504	151.615
Eucalyptus + 20	45.315		45.315
Eucalyptus + 30	0	0	0
Columnas UTE (+20)	76.664	0	76.664
Leña	6.129	1	6.128
<b>Total</b>	<b>3.359.943</b>	<b>2.970.505</b>	<b>389.438</b>

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.

Los costos de producción estuvieron por encima de lo presupuestado explicado fundamentalmente por un mayor volumen de cosecha y fletes y también por el aumento del precio del gasoil y su incidencia en el precio del flete. Las inversiones fueron también levemente mayores a lo presupuestado ya que se plantaron más bosques que lo que se tenía presupuestado para el año.

<b>Cuadro 7. Costos e Inversiones de 2021, real y presupuestado (USD).</b>			
<b>Actividad</b>	<b>Real</b>	<b>Presupuesto</b>	<b>Diferencia</b>
Costos de Producción	2.431.997	2.196.087	235.910
Inversiones Implantación	154.124	92.182	61.942
Inversiones Manejo	28.822	39.704	-10.882
Gastos	1.068.054	1.049.126	18.928
<b>Total</b>	<b>3.682.997</b>	<b>3.377.099</b>	<b>305.898</b>

Fuente: el operador

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

### 4. Tasación de la Tierra y los Montes Forestales

Se presenta en esta oportunidad una nueva tasación de la tierra y los montes del Fideicomiso a diciembre de 2021. Se presentan dos tasaciones realizadas por empresas diferentes. Agroclaro realiza una tasación de las tierras sin considerar el valor de los campos y la empresa Woodlands Pacific realiza la

tasación de los montes considerando la tierra al valor estimado y definido por la primera.

En el cuadro 8 se presenta la evolución de los valores de los campos y bosques del Fideicomiso. La serie se inicia una vez completado el período de compras a los efectos de que los datos sean comparables. Cabe aclarar que los valores de las tasaciones fueron realizados bajo diferentes metodologías y considera la suma de la tierra y los bosques.

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

Año	Millones de USD
2014	31,05
2015	31,91
2016	33,30
2017	34,60
2018	48,47
2019	50,11
2020	53,71
2021	66,61
Tasa 2014-2021 (anual acumulativa)	11,5%

Fuente: CARE en Base a Tasaciones

La tasación de 2021 estimó un valor total para los activos al 31 de diciembre de 2021 de 66,61 millones de dólares, un valor muy superior al del año anterior (24%). La evolución muestra una tendencia creciente del activo, el cual punta a punta viene creciendo a un 11,5% acumulativo anual, explicado básicamente por el crecimiento de los montes.

El significativo salto que se produce en el 2021 se explica en parte por un cambio en la metodología utilizada. Como ya fuera comentado en profundidad en anteriores calificaciones CARE tenía alguna dificultad con la metodología que se venía utilizando ya que castigaba al precio de la tierra estimándole un valor menor al vigente en el mercado.

Esta última tasación se sustenta en lo siguiente:

- a. La tierra se valora combinando dos conceptos: el valor real de mercado de predios similares que fueron comercializados y la valoración basada en la renta actual asumiendo una tasa de cap rate de 3,4%.
- b. El valor de los bosques -al igual que el pastoreo- se estima descontando los flujos futuros de ingresos a una tasa del 7,5%.

Bajo estos supuestos, el valor de tasación de las tierras y bosques del fideicomiso a diciembre de 2021 es de 66,61 millones de dólares, compuesto de 37,29 MM de bosques, 0,86 MM por pastoreos y 28,46 MM de tierra.

### 5. Riesgos considerados:

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

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

## V. EL ENTORNO

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

Por políticas públicas se entiende no solo las domésticas sino las de los países con los que existe comercio. Con relación a la política sectorial del país, quedaron despejadas las interrogantes que se habían planteado respecto del proyecto de ley que proponía limitar la forestación a los suelos de prioridad forestal y poner un tope a la plantación de montes de rendimiento. La Ley obtuvo finalmente los votos necesarios en ambas cámaras, pero no fue promulgada, ya que -como se había adelantado- el Presidente de la República la vetó.

En lo que refiere al mercado internacional de los productos forestales, al menos hasta el momento, el cúmulo de barreras está relativamente sujeto a disciplinas predecibles, por lo que no se prevén mayores riesgos; 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.

La pandemia derivada del Covid-19 tuvo inicialmente un impacto negativo en la oferta en la demanda internacional de la madera, pero a partir de 2021 ha mostrado una marcada recuperación en la demanda y los precios han recuperado en gran medida los registros más elevados de los años más recientes.

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.

### 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.

#### B) El precio de la madera

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

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

La tendencia de largo plazo esperada para los precios de la madera, es que todo indica que los precios deberían mostrar una tendencia creciente, al menos en valores nominales, y ello se sustenta en el hecho de que la demanda crecerá de la mano del incremento de la población mundial y del crecimiento económico de los países emergentes. Esta mayor demanda se espera tanto para madera sólida destinada a la construcción de muebles o viviendas como de celulosa por mayor consumo de papel "tissue" y para imprimir.

Ese incremento de la demanda enfrenta una oferta que se ha visto limitada por crecientes medidas de protección de los bosques nativos, así como también el control que se realiza sobre los de rendimiento. Por su parte, las políticas destinadas a atenuar los impactos del cambio climático también promueven la protección de los montes al ser éstos importantes sumideros de carbono. En este sentido, cabe destacar que finalmente parece estar consolidándose el mercado de carbono, por lo que la venta de certificados por parte de este tipo de emprendimientos forestales se podría constituir en nuevos ingresos para los proyectos. Las negociaciones que se vienen llevando a cabo en los ámbitos internacionales siguen avanzando en relación a asegurar compromisos ambientales de reducción de emisiones por lo que todo indica que el mediano largo plazo la demanda por certificados de carbono debería crecer también.

No obstante, esa tendencia de largo plazo puede verse afectada por coyunturas desfavorables que tengan efectos depresivos sobre la demanda y en consecuencia sobre los precios, como lo ocurrido entre 2019 y 2020. Fue así, que luego de un marcado pico al alza de precios durante 2018, los valores de la madera a nivel internacional, regional y doméstico, mostraron una caída muy significativa del orden del 35-40%, la mayor caída se verificó en 2019 para luego atenuarse o mantenerse en esos niveles deprimidos, prácticamente durante todo el año 2020. Como se verá, esa caída fue coyuntural, y en 2021 los precios se recuperaron rápidamente y retomaron la tendencia de largo plazo.

En lo que tiene que ver con madera con destino final a pulpa de celulosa, la reducción en el consumo de distintos tipos de papel (impresión, packaging, papel de oficina), no fue compensada inicialmente por el aumento en el consumo del papel tissue, asimismo algunas industrias tuvieron que parar como consecuencia de casos de Covid 19 en sus empleados. Esta situación llevó a un descenso en flujo de importación de pasta de celulosa y madera con destino a la producción de celulosa (rolos y chips) por parte de los principales mercados (China, Japón, Europa). Durante el 2021, superadas las dificultades citadas la demanda y los precios se recuperaron sostenidamente para alcanzar a partir del segundo semestre del año niveles muy cercanos a los más elevados de 2018.

Para el caso de la madera de eucaliptus con destino aserrío, el comportamiento de los precios y de la demanda ha mostrado un comportamiento similar al de la celulosa, aunque la recuperación de la demanda comenzó antes que en el caso de la celulosa. Tras un comienzo de año 2020 muy incierto, marcado por el enlentecimiento en las exportaciones registrado sobre fines de 2019 y la declaración de pandemia a comienzos de 2020, el segundo semestre de ese año ya mostró un gran empuje, consolidando la recuperación que se mantuvo durante todo el año 2021 y se mantendrían relativamente elevados en 2022.

Para el caso de la madera de pino aserrable, la demanda se recupera a partir de mediados de 2020 y ese comportamiento se mantiene durante todo el año 2021. En este rubro, se observa un aumento significativo en los precios que contribuyen a verificar niveles récord de exportaciones en volumen y valor.

Para el largo plazo no existen elementos para suponer cambios en las tendencias planteadas en el prospecto de emisión, aunque no habría que descartar puntualmente coyunturas desfavorables como la verificada entre 2019 y 2020.

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.

El Fondo Monetario Internacional (FMI), en sus proyecciones de crecimiento de la economía mundial para los próximos años ha venido ajustando sus proyecciones las cuales califican de altamente inciertas dado el impacto que está teniendo la pandemia del Covid 19, lo que ha llevado al mundo a transitar por una crisis sin precedentes. En su último informe del 25 de enero de 2022 el FMI proyecta que la economía mundial crezca 5,9% en 2021 y 4,4% en 2022.



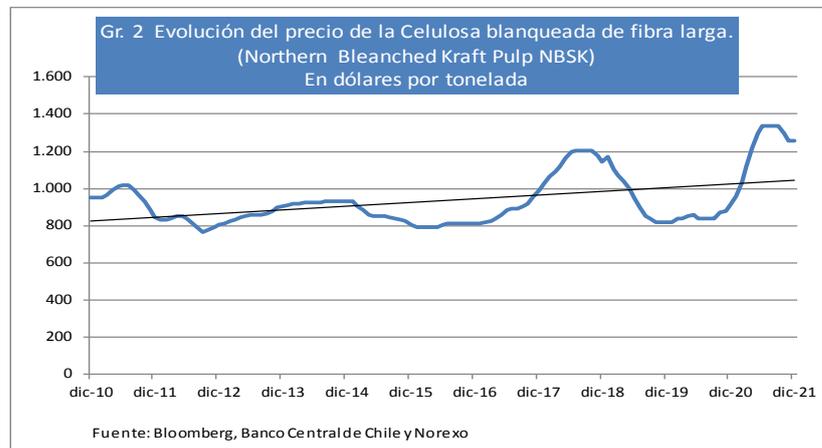
El FMI estima que crecimiento mundial se modere de 5,9% en 2021 a 4,4% en 2022 en gran medida a causa del recorte de las proyecciones de las dos economías más grandes. Se prevé que la inflación elevada continuará más de lo esperado y que los cortes en las cadenas de suministro y los altos precios de la energía persistirán en 2022. Las proyecciones primarias para 2023 son de menores crecimientos (3,8%)

Uruguay ha consolidado una masa forestal de más de 1 millón de hectáreas de bosque plantado que permite obtener madera en cantidad y calidad, la cual se realiza casi en su totalidad bajo certificaciones internacionales. La extracción de madera viene creciendo en forma sostenida, ubicándose actualmente en su mayor valor, superando los 20 millones de metros cúbicos destinados a las industrias de transformación y a la generación de energía.

<sup>11</sup> . Northern Bleached Softwood Kraft. Pulpa de celulosa blanqueada de fibra larga

Luego de un período de precios internacionales de la celulosa relativamente bajos en términos históricos, durante todo el 2021 se observó un proceso de marcado crecimiento, con señales de estabilización en los últimos meses. Así, luego de transitar por varios meses en un nivel cercano a los USD 800 por tonelada, el precio de referencia de la celulosa NBSK<sup>11</sup> (principal cotización

internacional, correspondiente a pulpa de coníferas de fibra larga), alcanzó un nuevo máximo de USD 1.340 la tonelada entre junio y agosto, para caer luego levemente hasta USD 1.260 a diciembre de 2021. El promedio de 2021 fue de USD 1.234 mostrando una apreciación interanual de 45%. En los últimos meses del año el mercado ya muestra señales de estabilización en el corto plazo.



Desde una perspectiva de mediano plazo, el precio en términos corrientes se encuentra por encima de los niveles observados durante 2018. Si se toma una serie de datos más larga y se deflactan los precios en dólares por el IPC de Estados Unidos (de forma de aproximar el poder de compra), los valores actuales también estarían por encima del promedio de los últimos 14 años, lo que podría dar un argumento para un mantenimiento de estos valores en el corto plazo, o incluso de alguna reducción como se muestra en la gráfica.

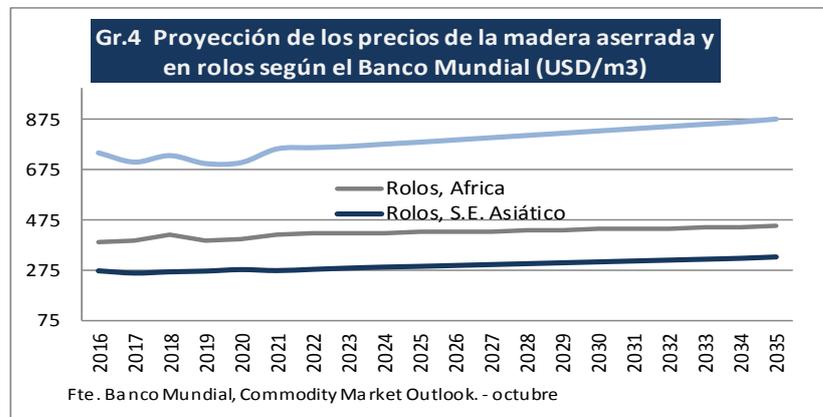
Los precios regionales de exportación acompañaron los movimientos generales de las cotizaciones del mercado internacional, mostrando también una tendencia al alza durante el transcurso de todo el año 2021. De manera que, el precio promedio de exportación de celulosa de no coníferas para el promedio enero-diciembre de 2021 se incrementó 39% para Uruguay, 20% para Chile y 11% para Brasil, con respecto al mismo período del año anterior.



Por su parte, los precios de los productos de madera sólida en Estados Unidos se encuentran en niveles relativamente altos, en un marco de crecimiento sostenido de la construcción de viviendas. En el caso de

la madera de coníferas y de la madera terciada se verificó un máximo histórico hacia mediados de 2021 que rápidamente se ajustó a la baja en niveles similares al de la madera de no coníferas. De esta forma, el precio promedio enero-setiembre de 2021 de estos tres productos, se ubicaron por encima del observado en mismo período del año anterior (62%, 67% y 33% respectivamente).

Las perspectivas para el mediano plazo para la madera en bruto para aserrío o aserrada, muestra un leve crecimiento en valores nominales en el largo plazo, tal cual lo detalla el Banco Mundial<sup>12</sup> en la siguiente gráfica. Para el caso de la madera en bruto, el último reporte del BM muestra un crecimiento leve de aquí al 2035, promediamente de un 0,95% acumulativo anual para rolos y un 1,05% anual para madera aserrada. Estos aumentos de precios, no alcanzarían a cubrir la devaluación del dólar, por lo que podrían estar cayendo levemente en términos reales.



Como resultado a esta coyuntura internacional para el rubro, se verifica en el Uruguay una recuperación importante de los ingresos por exportaciones forestales para el año 2021 respecto del mismo período del año anterior.

Las exportaciones forestales tuvieron un muy buen desempeño en 2021, incluso superando los valores pre pandemia y lográndose un nuevos récord histórico. La celulosa se ubicó como el segundo bien de exportación del país, solo por debajo de la carne bovina (1.576 millones; 42% más respecto a 2020). Esta suba se explica casi exclusivamente por mejores precios de exportación, que se recuperaron luego de ubicarse en niveles reducidos en 2020. El precio promedio de exportación de la celulosa alcanzó los USD 562 por tonelada en 2021, subiendo 39% frente al promedio de 2020. Por su parte, se exportaron USD 569 millones de productos de la madera (64% más)

<sup>12</sup>. World Bank Commodities Price Forecast. Octubre de 2021.

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

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Variación
Celulosa	1.222	1.310	1.660	1.527	1.107	1.576	42%
Rolos (excepto eucalipto)	5	88	150	89	132	204	55%
Tableros de madera contrachapados	58	64	76	55	67	105	56%
Chips (eucalipto y pino)	82	64	95	102	21	74	255%
Madera Aserrada coníferas y no coníferas	65	93	115	97	104	159	52%
Papel y Cartón	52	34	32	36	25	26	6%
Rolos de eucalipto	17	21	29	14	21	23	7%
<b>Total</b>	<b>1.500</b>	<b>1.673</b>	<b>2.158</b>	<b>1.921</b>	<b>1.477</b>	<b>2.167</b>	<b>47%</b>

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 celulosa que salen de ese destino.

La recuperación alcanzó a todos los productos exportados de la cadena, destacándose el fuerte incremento en las exportaciones de pino, alcanzándose un nuevo récord de ingresos. También se recuperan fuertemente las exportaciones de chips, que se habían detenido en buena parte del año 2020 por falta de mercado; sin embargo aún se mantienen por debajo del récord de 2019.

A nivel general Europa y Asia fueron los principales destinos de las exportaciones de productos forestales, lo que está fuertemente incidido por el peso de las exportaciones de pulpa. Si se excluye la celulosa, China, Estados Unidos e India son los principales destinatarios de las exportaciones de productos forestales de Uruguay, seguidos por la Unión Europea y Vietnam.

Los montos y volúmenes exportados de rolos de eucalipto presentaron una leve recuperación en el año 2021. Así, las exportaciones de este producto se situaron en USD 23 millones, siendo los dos principales destinos de este producto Vietnam y China, seguidos por Camboya. Además, se incorpora India como cuarto mercado de relevancia.

Por su parte, el volumen de pino colocado en el exterior se mostró relativamente elevado a lo largo del 2021. El valor exportado en 2021 fue un 55% superior al de 2020, alcanzando los USD 204 millones. Si bien China se mantuvo como el principal destino, India volvió a situarse como destino relevante, especialmente en el segundo semestre del año.

En el caso de los tableros contrachapados, en el 2021 se observó un incremento muy importante en el valor exportado (56%), explicado exclusivamente por mejores precio. Estados Unidos y México son los dos principales destinos de este rubro.

Por su parte, las exportaciones de madera aserrada aumentaron un 52% en dólares, alcanzando los 159 millones de dólares.

Para el caso concreto de los chips, principal producto futuro de exportación de este fideicomiso, las exportaciones del año 2021 ya superan en un 255% las exportaciones de todo el año 2020. Cabe recordar, que por problemas de mercado no se realizaron exportaciones de chips durante el segundo semestre del 2020.

## B) El precio de la tierra

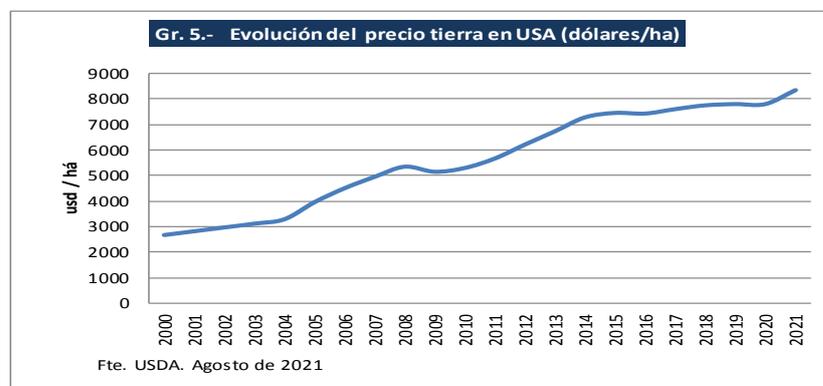
El precio de la tierra, el segundo en nivel de importancia, mostró una muy fuerte apreciación dólares a partir de 2004 y hasta 2014, para caer a partir de 2015 y mostrar en los últimos años una cierta estabilidad con las variaciones propias de un escaso número de operaciones; según reporta la Dirección de Estadísticas Agropecuarias del MGAP para el promedio de las operaciones en todo el país.

Las perspectivas de demanda internacional por tierra siguen siendo alentadoras y ubicarían los precios en niveles crecientes para el corto y mediano plazo, pero a tasas más moderadas que en el pasado. Sin embargo, podrían esperarse para el corto plazo incrementos por encima de la tendencia. La baja en las tasas de interés a nivel internacional, la política expansiva de los países desarrollados, los elevados precios de las commodities y los valores bajos de la tierra de los últimos años, podrían traer efectos positivos a mediano plazo sobre los valores de la tierra debido al mayor flujo de capitales en la búsqueda de activos reales.

En este caso se actualiza el comportamiento de los precios en diferentes países considerados de importancia.

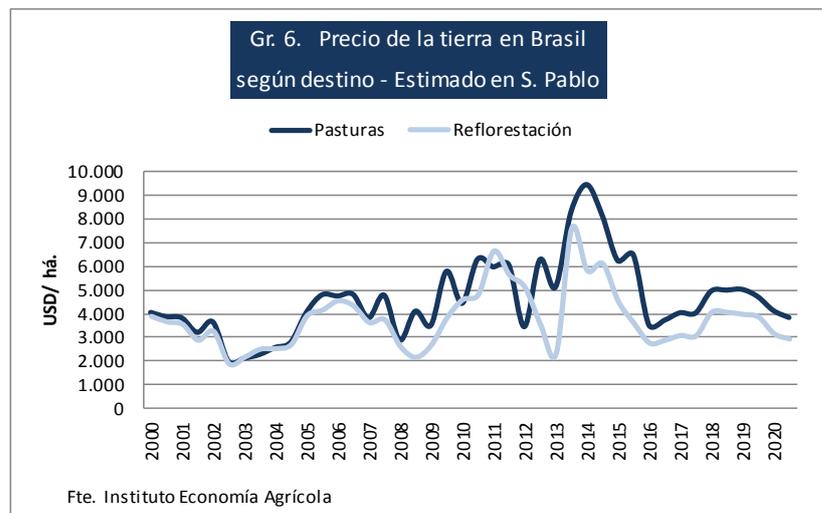
En lo que respecta al precio de la tierra en Estados Unidos, en lo que va del siglo XXI se observa una continua fase ascendente, con alguna excepción (2009 y 2015) en donde se verificaron mínimas reducciones, pero que no modifican la tendencia. El precio en Estados Unidos cayó únicamente en los primeros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

En 2018, los precios de la tierra (promedio) aumentaron un 2%, para 2019 el USDA reporta un aumento de un 0,6% en términos nominales, el precio se mantiene incambiado en 2020 y en este último año 2021 el precio de la tierra promedio tuvo un crecimiento del 7%. Si se analiza por separado las tierras agrícolas de las ganaderas, las primeras tuvieron un aumento del 7,8% mientras que las segundas un 5,7%; esto se explicaría por los aumentos de precio de los productos agrícolas.



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

Para el año 2020, último reportado por el Instituto de Economía Agrícola de San Pablo los precios de la tierra habrían caído en forma muy importante en dólares, un 18% para las tierras de pastoreo y un 21% para las de que tienen por destino la silvicultura y pasturas naturales. Esta caída se explica exclusivamente por la devaluación del real que entre 2020 y 2019 perdió más de un 30% de su valor frente al dólar. Por su parte, los precios en reales aumentaron un 7,6% en 2020 respecto de 2019.

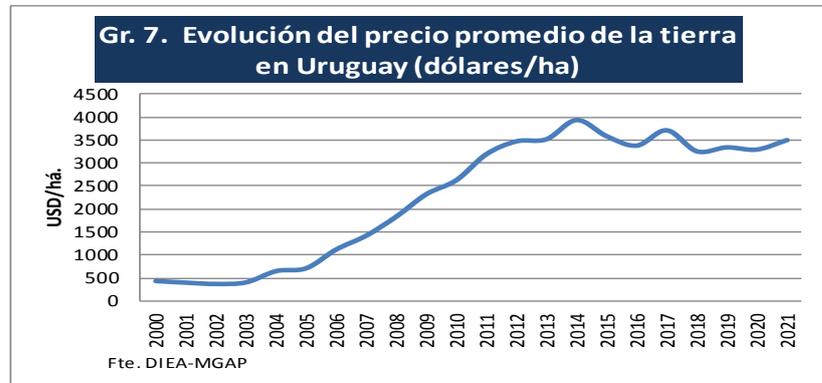


La particular situación de Argentina hace imposible disponer de una serie de precios actualizada y confiable de la tierra. La alta volatilidad de las políticas, las elevadas detracciones a las producciones agrícolas, los desajustes macroeconómicos y las restricciones al manejo de las divisas, generan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

En el caso de Uruguay, la información reportada por DIEA-MGAP para el promedio de las transacciones de tierras da cuenta de una muy fuerte valorización a partir de 2004 y hasta el 2014 cuando se verifica el valor máximo. A partir de 2015 comienza un cierto ajuste a la baja pero con un comportamiento un tanto errático, consecuencia seguramente de un bajo número de transacciones en donde la calidad y la localización de los campos comercializados tienen una gran influencia en los valores medios. Fue así que en 2017 DIEA reportó un aumento de un 9,8% en el valor de la tierra, luego en 2018 la misma oficina da cuenta de una reducción de un 12,3%, en 2019 se reporta un leve aumento de un 2,6%, en 2020 el precio promedio de la hectárea media del país vuelve a caer (-1,4%) y para el 2021 DIEA reporta un incremento del 6,2%<sup>13</sup>.

<sup>13</sup> "Precio de la Tierra" Compraventas año 2021, publicado el 29 de marzo de 2022.

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.



Existen otras fuentes de información realizadas por consultoras y operadores del mercado<sup>14</sup>, que utilizando diferentes criterios de tasación estiman valores de campos de características similares y teniendo en cuenta los diferentes destinos productivos. Las metodologías más utilizadas son: la comparación de ventas reales de campos similares y la valuación según las rentas esperadas. En general el valor de mercado surge de la integración de ambas metodologías. Del estudio de varias tasaciones de campos a las cuales CARE tuvo acceso, surge que para el año 2021 los campos se habrían valorizado entre un 3 y un 4%, coincidiendo en gran medida con la información publicada por DIEA para el promedio de tierras del país.

Existe una proporcionalidad comprobada<sup>15</sup> entre el índice de CONEAT y el precio con valores de campo con CONEAT por encima de 100, pero cuando los índices están por debajo de 100, los precios también caen pero no exactamente en la misma proporción que cuando están por encima de 100. Esto básicamente se explica porque muchos de los campos por debajo de 100 son demandados para producciones diferentes a la carne y a la lana (arroz, forestación), rubros considerados para determinar el valor del índice. Realizando estas correcciones a la información disponible se obtienen series de precios que también muestran un comportamiento muy similar al obtenido por DIEA: un aumento sostenido y muy importante hasta el año 2014 y luego un descenso continuo hasta el presente. Con la diferencia de que ubican el precio actual con una caída mayor que la que se nota utilizando los valores medios de la Serie de DIEA. Esto se explicaría por la elevada proporción de campos agrícolas y forestales (algunos ya forestados) en las compraventas de los últimos años.

La valorización del precio de la tierra es un componente relativamente importante de ingreso final del fideicomiso (20%) por lo que lo que finalmente ocurra con su comportamiento tendrá una contribución sustancial con el retorno final de la inversión. La última actualización del modelo financiero supone una valorización acumulativa anual de un 3% desde 2022 y hasta 2031, 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.

<sup>14</sup>. SERAGRO, Agroclaro, Consur y operadores privados

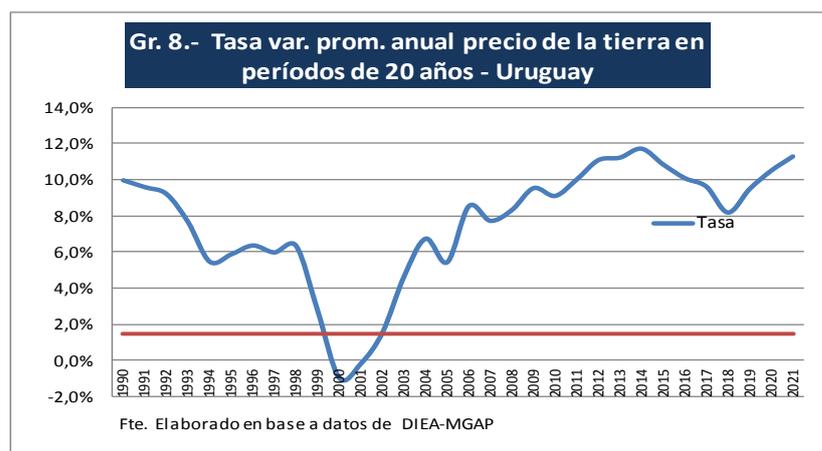
<sup>15</sup>. B. Lanfranco y G. Sapriza (Serie Técnica N° 187 de INIA, "El índice CONEAT como medida de productividad y valor de la tierra" 2011)

Para ello CARE analizó con la información de los precios de la tierra (en dólares corrientes) de una serie de 52 años (1970 a 2021) 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 7,6%.
- La tasa anual de crecimiento solamente fue menor al 1,5% para el caso de los campos que se vendieran en 2000 y 2001, o sea que se hubieran comprado en 1980 y 1981.
- Para el resto del período, el crecimiento anual del precio de la tierra supera siempre el 1,5%.

Si el mismo análisis se realiza para períodos de 30 años la tasa de crecimiento anual cae levemente (7,3%), y el mínimo crecimiento anual es de 5% y en ningún período estaría por debajo del valor considerado en el prospecto.

La evolución anual de este indicador –para intervalos de 20 años- muestra una tendencia al alza hasta el 2014, para luego comenzar a caer pero se mantiene en valores muy por encima del 1,5% (en el entorno del 11% de crecimiento anual).



CARE entiende que si bien cabe esperar para el mediano y largo plazo aumentos sostenidos en los precios de la tierra, éstos no serían de similar magnitud que el pasado. Muy probablemente los aumentos de precios compensarán la inflación de largo plazo de Estados Unidos<sup>16</sup>, más un pequeño componente por incremento de la productividad de la tierra, de esta forma se deberían ubicar entre el 2 y el 4% anual. Esto no implica que existan períodos de mayores tasas anuales de crecimiento, como pudiera ser en los próximos años. Las bajas tasas de interés internacionales, el nuevo ciclo agrícola y los actuales precios de la tierra podrían determinar la ocurrencia de mayores tasas de crecimiento del precio a corto plazo

<sup>16</sup>. Se estima en aproximadamente un 2%. En la actualidad está muy por encima de esos valores pero razonablemente debería volver a sus valores históricos.

## 5.4 Las políticas públicas, el riesgo político

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

En diciembre de 2021, luego de que el Senado aprobara el proyecto de ley para regular la forestación que ya contaba con el apoyo de Diputados, el Poder Ejecutivo vetó la Ley, manteniendo de esta manera la política forestal sin cambios legislativos. El proyecto proponía limitar la plantación de montes forestales a las tierras de prioridad forestal, así como poner un tope para la superficie total forestada de un 10% de la superficie agropecuaria del país. Si bien por el momento no afectaba a este emprendimiento su aprobación implicaba una regulación que podía tener efectos sobre el sector forestal en un futuro. Al haber sido vetada la norma propuesta, al menos por el momento, quedan despejadas las dudas respecto del mantenimiento de la política forestal.

También en diciembre de 2021, el Poder Ejecutivo dictó un decreto (N. 405/021) que propuso algunos cambios en las regulaciones de la actividad forestal, seguramente en respuesta a parte de los planteos de la Ley vetada. Este decreto bajó de 100 a 40 hectáreas el límite mínimo para requerir la autorización ambiental previa ante la DINACEA y también requerir esa misma autorización para las reforestaciones que no hubieran requerido originalmente esa autorización porque fueron realizadas previo a ese requerimiento. Asimismo se modificaron algunas categorizaciones de suelos y modificaron criterios para las evaluaciones de impacto ambiental. Estas modificaciones no tienen impacto alguno para este fideicomiso.

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 CARE<sup>17</sup>.

Comité de Calificación



Ing. Julio Freve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrián Tambler

<sup>17</sup>. **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.**