

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

Montevideo, abril de 2017

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

Actualización Calificación Emisión de Oferta Pública 7-4-2017

Denominación:	Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay III
Fiduciario:	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión.
Operador (Administrador) y Organizador:	Agroempresa Forestal S.A.
Agente de Registro y Pago:	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión
Entidad Representante:	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.
Títulos a emitir:	Certificados de participación
Moneda:	Dólares americanos
Importe de la emisión:	USD190.000.000
Fecha de la emisión:	6 de diciembre de 2016
Plazo:	20 años
Distribuciones:	Según resultados acumulados de acuerdo a procedimiento establecido
Activos del Fideicomiso:	Proyecto de compra y explotación de un patrimonio forestal.
Calificación de Riesgo:	BBB+ (uy) ¹ .
Manual:	Manual de Calificación de Finanzas estructuradas administradas por terceros.



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

Resumen General

CARE ha actualizado la calificación de los certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero Bosques del Uruguay III con la calificación BBB+ (uy) de grado inversor.

A modo de resumen, los aspectos salientes de la calificación son:

- Un negocio compuesto por la adquisición de 42,622 hectáreas, las cuales se encuentran forestadas con Eucalyptus y Pino, con un aprovechamiento del orden del 66%.
- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico ofrece las garantías necesarias tal como se aprecia en el informe jurídico adjunto (Anexo I de la calificación original).
- Un negocio 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. A su vez, los informes sectoriales son coincidentes con las perspectivas generales del negocio planteado.
- Un proyecto que desde el punto de vista físico y económico supera en el mismo sentido que en el punto anterior, diversas pruebas; y que al mismo tiempo se destaca por el nivel de cobertura de múltiples variables consideradas (en esta ocasión se recalculó el WACC).
- En sus líneas fundamentales repite otros dos con el mismo negocio y actores intervinientes, en los que se viene cumpliendo a satisfacción los planes de negocios establecidos. En este caso además se plantea adquirir una extensión de tierras ya identificadas y con un negocio en marcha, con la cual se mitigan considerablemente los riesgos de adquisición y plantación.
- De modo especial se ha evaluado la capacidad de gestión de la empresa operadora del proyecto, Agroempresa Forestal S.A., incluyendo visitas a los predios administrados por ésta, que resulta crucial para el mismo, así como la posibilidad de ser sustituida de ser necesario. Esta evaluación pondera de modo significativo en la calificación realizada. La empresa demuestra capacidad de llevar adelante el proyecto, posee una sólida reputación nacional e internacional en este sentido, con clientes de primera línea, y se somete a diversos controles de gestión.
- Reafirmando lo anterior, Agroempresa Forestal S.A. viene operando a satisfacción los Fideicomisos Financieros Forestales Bosques del Uruguay I y II, con la totalidad en un caso y la casi totalidad en el otro, de las hectáreas compradas y casi completamente forestadas.
- Al tratarse de un proyecto compuesto por activos de distinto grado de maduración, y al depender del proceso de cosecha y sustitución de los montes, se incluye en el Contrato de Fideicomiso (cláusula 10), una evaluación anual de estándares mínimos de desempeño por parte del Administrador.

- No se advierten amenazas en lo que respecta a las políticas públicas. La introducción de nuevos impuestos sectoriales, si bien constituye un cambio normativo, no afectaría significativamente el negocio en cuestión y no alteraría mayormente las expectativas del negocio sectorial en general.

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para actualizar la calificación de los certificados de participación en el dominio fiduciario del fideicomiso financiero nominado "Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay III".

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 T.I.R.s derivado de múltiples simulaciones, como razonable para el proyecto en esta primera calificación, las futuras no se vincularán estrictamente con la obtención de estas cifras. En efecto, no se trata en este caso de una emisión con compromiso de rentabilidad fijo. Por tanto la nota no dependerá estrictamente del alcance de las Tasas Internas de Retorno calculadas en el proyecto ni de los costos de oportunidad del capital de los inversores porque es diferente en cada caso. En definitiva, la nota seguirá 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, por el Ing. Julio Preve Al igual en casos análogos, CARE contó con el asesoramiento del Ing. Agr. Juan Peyrou. Asimismo CARE contrató los servicios del Dr. Leandro Rama, cuyo informe se adjunta (ver Anexo I de la calificación original ²).

². Disponible en care@care.com.uy

Más allá de las actualizaciones de norma la calificación puede variar ante la aparición de hechos relevantes. Se considerará un hecho relevante la evolución semestral del plan de negocios previsto en el Prospecto. El fiduciario se compromete a proveer esta información.

2. Antecedentes

Como antecedente más relevante de la emisión que se califica hay que mencionar a los Fideicomisos Financieros Forestales Bosques del Uruguay I y II, que emitieron certificados de participación en agosto de 2011 y en octubre de 2014 por un monto de 50 millones y 70 millones de dólares respectivamente. Estos fideicomisos, con idéntica administración que la que se propone, vienen cumpliendo a entera satisfacción con los planes de negocios originales, análogos al que se presenta en esta oportunidad. El cumplimiento de los planes se verifica no solo en los informes del administrador sino especialmente por las visitas realizadas por la calificadora.

El Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay III tiene como objetivo proveer a los inversores retornos a largo plazo logrados esencialmente a través del producto de las ventas de la madera y bosques en pie y la valorización del activo tierra, y a la vez, aunque en menor medida, del producto de la venta de bonos de carbono y de pastoreo de las tierras no forestadas, siguiendo protocolos de inversión y administración, con adecuados estándares productivos, ambientales y sociales.

El Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay III, quedó constituido el 22 de agosto de 2016, mediante la firma del contrato respectivo entre EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A. en calidad de "Fiduciario", Agroempresa Forestal S.A. en calidad de "Administrador", y los Suscriptores Iniciales de los Valores en calidad de "Fideicomitentes".

Las principales características del proyecto son:

- Adquisición de campos mayoritariamente forestados o a forestar. Se estima que con el monto de la emisión establecida será posible adquirir una superficie aproximada de 42,600 hectáreas de las cuales el 60% a 65% se encuentren forestadas con alguna de las especies comerciales de mayor implantación en el Uruguay, a saber Eucalyptus sp. y Pino sp. Idealmente las plantaciones deberían encontrarse a mitad de su ciclo productivo
- Ubicación del proyecto en la zona centro-este del país: en el norte de Florida, Cerro Largo, Rocha, Treinta y Tres y Lavalleja, por ser una zona de gran potencial para la explotación forestal.
- Al cierre del proyecto el ingreso total estimado por ventas corresponderá en un 70% a 80% a la venta de madera y/o bosques en pie, un 20% a 25% a la venta de la tierra al final del proyecto, y menos del 1.5 % a ingresos por venta de bonos de carbono y pastoreo

CUADRO 1. Componentes Inversión FF Bosques del Uruguay III

	Miles US\$	Particip, (%)
Tierra y activo fijo	121.512	64%
Costos de producción	72.737	38%
Implantación/Compra de bosques	52.479	28%
Fee Administrador (Año 1 al 9)	12.562	7%
Impuesto Patrimonio	1.583	1%
Costos certificados carbono	424	0%
Costo Estructuración (Año 1 al 9)	2.478	1%
Otros	5.535	3%
Ingresos	-79.309	-42%
TOTAL	190.000	100%

Fuente: Administrador

La composición de los ingresos sería de la siguiente forma

CUADRO 2. Composición de los ingresos de Bosques del Uruguay III

Concepto	Monto (US\$)	Participación
Madera	771,559,434	62.62%
Bosques en pie	166,765,659	13.53%
Pastoreo	11,245,224	0.91%
Tierra	280,621,627	22.78%
Bonos Carbono	1,928,757	0.16%
Total	1,232,120,701	100.00%

Fuente: el Prospecto

- Una estimación de TIR para el inversor, según el prospecto de emisión, de 9.1%.
- Sometido el flujo de fondos a efectos adversos en cuanto a la tasa de crecimiento de los bosques, el valor de compra de las tierras y de los costos operativos, resultó que la TIR muestra un rango de entre 8,01% y 10.6%, según diversas opciones productivas, y sensibilizaciones realizadas.
- CARE, de forma de estresar aún más el análisis, supuso un escenario más adverso que el presentado en el prospecto de emisión, incorporando aleatoriedad en el comportamiento de los precios de la madera, y de la tierra al momento de la venta, como principales fuentes de ingresos del proyecto. El resultado del mismo verificó un escenario de Tasas Internas de Retorno del proyecto en el que la media se ubicó en 9,18%, el mínimo en 7,73% y el máximo en 10,57%. A su vez en el 90% de los casos la TIR del proyecto se ubicó entre 8,53% y 9,87%, y para el 99% de los casos se ubicó por encima de la tasa de descuento adoptada (8%).
- Para el caso de la TIR del inversor, la media se ubicó en 8,48%, el mínimo en 7,18% y el máximo en 9,71%. A su vez en el 90% de los casos la TIR del proyecto se ubicó entre 7,9% y 9,09%, y para el 91,2% de los casos se ubicó por encima de la tasa de descuento adoptada (8%).

3. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- Estados Contables de Agroempresa Forestal al 31/12/16.
- Estados Contables del Fiduciario al 31/12/2016, con sus correspondientes Anexos, Notas e Informes de Auditor independiente (Deloitte) sin observaciones.
- Estados Financieros del Fideicomiso por el ejercicio terminado el 31 de diciembre de 2016, con dictamen del auditor independiente.
- Entrevistas con personal superior de Agroempresa Forestal.

4. Noticias significativas del período

- El 16 de noviembre de 2016 el Banco Central del Uruguay autorizó la inscripción del Fideicomiso en el Registro del Mercado de Valores.
- Con fecha 6 de diciembre de 2016, se ha realizado la emisión, verificándose una colocación total de los USD 190.000.000.
- Con fecha 3 de abril de 2017, y luego de obtenida la debida aprobación del Poder Ejecutivo, fue concretada la adquisición de 42,622 hectáreas, descritas en el documento de calificación original, las que se encuentran forestadas con Eucalyptus y Pino, con un aprovechamiento del orden del 66%.

II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

Se ofrecieron en oferta pública certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay II, 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 III
Fiduciario:	EF Asset Management Administradora de fondos de Inversión S.A.
Operador administrador:	Agroempresa Forestal S.A.
Agente de Registro y Pago:	EF Asset Management Administradora de fondos de Inversión S.A.
Entidad Representante:	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.
Cotización bursátil:	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.
Organizador:	EF Asset Management Administradora de fondos de Inversión S.A.
Títulos a emitir:	Certificados de participación
Activos del Fideicomiso:	El Fideicomiso invertirá en la creación de un patrimonio forestal. Esto incluye la compra y/o arrendamiento de inmuebles rurales y la plantación de los montes.
Moneda:	Dólares
Importe de la Emisión:	USD190.000.000
Fecha de emisión:	6 de diciembre de 2016
Plazo	20 años
Distribuciones:	Según resultados acumulados de acuerdo a procedimiento establecido
Calificación de Riesgo:	BBB+(uy)

2. El análisis jurídico

El análisis jurídico procura descartar cualquier eventualidad de conflictos derivados por ejemplo de la construcción jurídica, los contratos respectivos, el cumplimiento con normas vigentes, etc ³.

El informe recorre las contingencias objetivas y subjetivas de los contratos y finalmente concluye: **“...En conclusión y contemplando todos los aspectos involucrados, el negocio fiduciario cuenta con un razonable grado de cobertura, no advirtiendo riesgos sustanciales asociados a contingencias jurídicas en el proceso de emisión”**

3. 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 por no cumplir con alguna norma vigente, así como eventualmente por la aplicación de sentencias judiciales derivadas de demandas de eventuales perjudicados por la creación oportunamente descrita. Visto el informe antes mencionado, que reitera en lo esencial el de los Fideicomisos anteriores I y II se concluye que el riesgo jurídico de estructura se considera *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, puede llevar un tiempo difícil de determinar. *El riesgo es moderado.*

³ Ver Anexo I de la calificación original, disponible en care@care.com.uy

III. LA ADMINISTRACIÓN

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

1. Ef Asset Management (EFAM)

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

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

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

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

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

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

Administración

La composición del Directorio se integra de la siguiente forma:

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

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

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

Situación económica y financiera

El análisis de los EE.CC al 31 de diciembre de 2016 sigue mostrando una sólida situación de la firma en su solvencia aunque no tanto en su liquidez. Como se ilustra en los cuadros siguientes, el patrimonio contable a diciembre de 2016 sigue siendo positivo aunque muestra un ligero descenso respecto al año anterior. El ratio de liquidez baja sensiblemente situándose por primera vez 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 3: Estado de Situación de EFAM			
(miles de \$)	31/12/16	31/12/15	31/12/14
Activo Corriente	12.515	8.892	7.242
Activo no Corriente	79.870	51.122	45.193
Total Activo	92.385	60.013	52.435
Pasivo Corriente	12.998	5.161	4.232
Pasivo no Corriente	55.330	32.069	30.520
Total Pasivo	68.328	37.230	34.752
Patrimonio	24.056	22.784	17.684
Total Pasivo y Patrimonio	92.385	60.013	52.435
Razon Corriente	0,96	1,72	1,71

Fuente: EE.CC EFAM

Los resultados de la firma para el último ejercicio, si bien positivos, disminuyen respecto al ejercicio anterior producto de un incremento relativo en los gastos de administración que, pese a un importante crecimiento de los egresos, hacen disminuir los resultados operativos. También inciden los resultados financieros.

CUADRO 4: Estado de Resultados de EFAM			
(miles de \$)	31/12/16	31/12/15	31/12/14
Ingresos Operativos	31.697	22.426	12.900
Gastos Adm. y Vtas.	(26.921)	(17.546)	(10.194)
Resultado Operativo	4.776	4.880	2.707
Resultados Financieros	(1.852)	2.176	1.848
Otros resultados			
IRAE	(1.132)	(1.956)	(968)
Resultado Integral del Ejercicio	1.792	5.100	3.587
Res Operativos/Ingresos	15,07%	21,76%	20,98%
Res Ejercicio/Ingresos	5,65%	22,74%	27,81%

Fuente: EE.CC de EFAM

Administra una importante cartera de fideicomisos, en cantidad y diversidad; a diciembre de 2016 contaba con 36 de distintos tipos en administración, por lo que su idoneidad para esta función no ofrece dudas.

2. Agroempresa Forestal S.A. (AF)

La empresa operadora ya ha sido analizada por CARE en ocasión de la calificación original de este fideicomiso, y otros dos análogos a éste y que lo precedieron (denominados BDU y BDU II), incluyendo las sucesivas actualizaciones. En todas esas ocasiones la evaluación de la firma en cuanto a su capacidad de llevar adelante los distintos proyectos ha sido positiva, fundamentalmente por haberlo demostrado en el terreno, por lo que en esta ocasión solo se hará un seguimiento de la misma incorporando las actualizaciones pertinentes en cuanto a sus actividades, gestión y situación económica financiera sin reiterar su historial el que puede consultarse en anteriores informes.

Sintéticamente se puede decir que AF lleva 16 años de operación en Uruguay y casi 10 años administrando patrimonios de distinto porte que a la actualidad superan las 100.000 hectáreas. En Uruguay, AF brindó servicios forestales a más de 300.000 hectáreas forestadas en los últimos cuatro años y administra activos forestales valuados en USD150 millones. También desarrolla actividades en el sector forestal en Chile y Brasil.

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

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

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

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

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

Estructura del Grupo

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

Situación económica financiera

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

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

CUADRO 5: Estado de Situación Patrimonial A.F

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

Fuente: EE.CC AF

Cuadro 6: Estado de Resultados A.F

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

Fuente: EE.CC AF

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

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

3. El Fideicomiso

Con fecha 22/8/16 se celebra el contrato de fideicomiso cuya inscripción fue autorizada por el BCU con fecha 16/11/16. El 6/12/16 se llevó a cabo en BEVSA la colocación de USD190 millones en Certificados de Participación (CP's); vale decir que al cierre del ejercicio a diciembre de 2016 el Fideicomiso tiene mínimos movimientos y se encuentra en fase pre operativa.

De los USD190 millones suscriptos, de acuerdo al cronograma de integración previsto, el Fideicomiso emitió y fueron integrados USD9.502.000 por lo que el saldo pendiente de emisión a esa fecha es de USD 180.498.000.

El ejercicio contable cierra los 31 de diciembre mientras que el ejercicio fiscal lo hace los 30 de junio.

En los cuadros siguientes se ilustra el estado de situación y de resultados del Fideicomiso al 31/12/16. El Activo Corriente se compone casi enteramente por la emisión realizada.

Cuadro 7: Estado de Situación Fideicomiso

(miles \$)	31/12/16
Activo	274.588
Activo Corriente	274.215
Activo no Corriente	373
Pasivo	4.212
Pasivo Corriente	4.212
Pasivo no Corriente	-
Patrimonio	270.376
Pasivo y Patrimonio	274.588
Razón Corriente	65,10

Fuente: EE.CC del Fideicomiso

CUADRO 8: Estado de Resultados Fideicomiso

(miles \$)	31/12/16
Ingresos	-
Gastos Administración y Ventas	(8.616)
Resultados Financieros	(45)
Resultados antes IRAE	(8.661)
IRAE	373
Resultado del Ejercicio	(8.288)
Ajuste integral	5.044
Resultado Integral del Ejercicio	(3.244)

Fuente: EE.CC del Fideicomiso

Como es lógico y dadas las características del negocio, los primeros tiempos no hay ingresos o los hay de escasa magnitud, en cambio sí hay gastos de administración, impuestos etc. En consecuencia es normal que en los primeros ejercicios se registren pérdidas. El ajuste integral positivo se debe a la conversión de la moneda funcional USD a la moneda de presentación de los EE.CC (\$ uruguayo).

Como hecho posterior al cierre se menciona lo ya consignado en otra sección de este informe, esto es que con fecha 24/2/17, se firmó un boleto de reserva por la compra de inmuebles rurales (con sus mejoras y plantaciones forestales) que totalizan una superficie aproximada a las 43.000 has; al momento de cerrar este informe el operador informó a CARE que la compra se cerró por lo que el Fideicomiso cumplió el objetivo inmediato por el cual se constituyó esta operación.

Cabe agregar, además, que se cuenta con un diseño de gobierno corporativo que asigna funciones al fiduciario, al operador y al comité de vigilancia, que a juicio de CARE constituye una organización adecuada para la asignación de responsabilidades y para el control recíproco de su ejercicio. Por otra parte, a diferencia de las operaciones anteriores que la precedieron, en esta ocasión no hay que identificar tierras ni realizar plantaciones por lo que la etapa de inversión es mucho más sencilla.

Riesgos considerados

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

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

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 el contrato en función de diversos resultados, circunstancias y eventual vacancia de parte del actual presidente de AF Ing. Francisco Bonino. *Riesgo muy bajo.*

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

Según el contrato de Fideicomiso Financiero y el resumen recogido en el prospecto de emisión, se invertirá tanto en la compra como en el arrendamiento de inmuebles rurales para el posterior desarrollo de la actividad silvícola, en las condiciones previstas en el Contrato, para que integren el patrimonio del Fideicomiso. El Fiduciario invertirá en aquellos Inmuebles que sean recomendados por el Administrador de acuerdo a lo previsto en el Plan de Negocios siguiendo los procedimientos que se establecen en el Contrato.

1. Proyección del Flujo de Fondos

Las proyecciones se presentan en el prospecto por un período igual a la duración del negocio, o sea 20 años. Y los supuestos utilizados en las proyecciones -considerados como razonables por CARE- son:

- Distribución temporal de las tierras compradas,
- Monto asignado a la inversión inicial.
- La asignación de ingresos por venta de madera, venta de los campos, venta de los bonos de carbono y pastoreo.
- Las proyecciones de precios y de productividad.
- El punto clave, los supuestos utilizados para la estimación del incremento real en el valor de la madera así como el valor de los campos están fundamentados en un razonable análisis de la literatura económica.
- Los costos operativos surgen de estimaciones que se consideran adecuadas.
- Los ingresos por colocaciones de los fondos líquidos permitidas se presentan en monto y tasa de interés adecuados, según la opinión de la calificadora.
- Por otra parte, la proyección no ha tenido en cuenta el anuncio de la eventual instalación de una nueva planta de celulosa que, obviamente agregaría nuevas oportunidades de negocios.

Es importante aclarar que las proyecciones no consideran ninguna obra de infraestructura de transporte en los próximos 21 años, lo que implica un supuesto por demás conservador debido a que la disminución en el costo del transporte incrementaría de forma importante el retorno de la inversión.

2. Evaluación de la rentabilidad de la inversión, Tasa Interna de Retorno, riesgos asociados y sensibilizaciones del Emisor

El Proyecto planteado en el prospecto presenta una Tasa Interna de Retorno del 9.19 % para el Inversor.

A los efectos de poder evaluar los riesgos financieros de la inversión, en el Prospecto se describe un exhaustivo análisis estadístico, que modela los distintos escenarios a través de simulaciones de Monte Carlo.

CUADRO 9. Valores máx, mín y promedios para la TIR el VAN

	Mínimo	Promedio	Máximo
TIR proyecto	8.65%	9.95%	11.45%
VAN (millones US\$)	16.18	52.31	104.15
TIR inversor	8.01%	9.19%	10.56%

Fuente: Prospecto de Emisión

2.1 Análisis de riesgo, escenario adverso.

Con el objetivo de sensibilizar la tasa interna de retorno del Proyecto, el Prospecto de Emisión presenta un análisis de sensibilidad apoyado en el método de simulación Monte Carlo. Éste consiste en asignar distribuciones de frecuencia a algunas variables exógenas del modelo, de forma de generar aleatoriedad al análisis.

Se sometió el flujo de fondos a efectos adversos en cuanto a:

- la tasa de crecimiento de los bosques,
- el valor de compra de las tierras, y de
- los costos operativos,

Resultó que la TIR muestra un rango de entre 8,01% y 10,6%, según diversas opciones productivas, y sensibilizaciones realizadas. En el momento actual la variabilidad en el precio de compra de la tierra, en tanto la misma se hará a razón de USD 2851 la ha, que incluye un 2.18% de costos de transacción.

Con el objetivo de sensibilizar la tasa interna de retorno del Proyecto, el VAN del proyecto y la TIR del inversor, CARE realizó un nuevo análisis de sensibilidad apoyado en el método de simulación Monte Carlo.

En el prospecto se realiza un análisis de sensibilidad tomando en cuenta una simulación Montecarlo que daba aleatoriedad al precio de compra de las tierras, al crecimiento de los árboles y a los costos. Si bien el precio de compra de las tierras es un factor muy relevante, resulta el factor más previsible, ya que son los eventos que se producen más en el corto plazo y por lo tanto la estimación suele ser más certera.

Tomando en cuenta estas consideraciones y que se sensibilizaron las variables mencionadas, se optó por sensibilizar otros aspectos del proyecto.

Tratándose de un proyecto forestal los principales ingresos provienen de esa explotación, pero para tener una cuantificación de su importancia en los ingresos totales, se calculó el valor presente neto (o valor actual neto) de los ingresos. El cuadro 4 presenta el valor resultante de traer a valor presente todos los ingresos del proyecto a una tasa de descuento del 8%. De este cuadro puede observarse que el 83% de los ingresos está ligado a la evolución de los precios de venta de la madera, tomando en cuenta que la Venta de bosque en pie está directamente relacionada con los precios de la madera. A su vez, el 16% proviene de la venta de la tierra.

CUADRO 10. VAN de los ingresos operativos

Ingresos operativos	USD	%
Venta de madera y pulpa	309.225.228	74%
Venta de tierra	65.644.588	16%
Venta de Bosque en Pie	35.779.273	9%
Ingresos certificado carbono	1.237.226	0%
Ingresos por pastoreo	5.666.867	1%
Total	417.553.183	100%

Fuente: CARE

Por tanto, se procedió a sensibilizar los precios de cada especie según su destino final, así como la tasa de variación del precio de la tierra. De esta forma, se están sensibilizando las variables que determinan el 99% de los ingresos del proyecto.

Para los precios de la madera se adoptaron distribuciones triangulares para cada uno de los precios, tomando como valores mínimo y máximo un 10% por debajo y 10% por encima respectivamente, del valor adoptado por el proyecto. Para el caso de la variación anual del precio de la tierra, si bien el modelo plantea un crecimiento conservador, tomando en cuenta que el crecimiento de las tierras forestales en los últimos 15 años fue del 16% anual, el presente trabajo se plantea una exigencia mayor al modelo, adoptando una variable triangular que tiene una variabilidad de 2,5% en el entorno del valor adoptado en el modelo (2,56%)

CUADRO 11. Variables sensibilizadas y distribuciones adoptadas

Variable	Unidad	Distribución	Mínimo	+ probable	Máximo
Precio pulpa Dumni	USD/m3	Triangular	54,9	61	67,1
Precio pulpa Grandis	USD/m3	Triangular	49,5	55	60,5
Precio aserrío Grandis	USD/m3	Triangular	81	90	99
Precio pulpa Pino	USD/m3	Triangular	22,5	25	27,5
Precio aserrío Pino	USD/m3	Triangular	40,5	45	49,5
Tasa anual var. precio tierra %	%	Triangular	0,06%	2,56%	5,06%

Fuente: CARE

En las proyecciones del proyecto no se prevé un crecimiento real del precio de madera para pulpa, lo que representa un escenario conservador dado que en los últimos 20 años la tendencia ha sido creciente. Por otro lado, el proyecto sí prevé un crecimiento real de la madera con destino a aserradero. Como forma de estresar más aun el proyecto, se optó por disminuir en 1% el crecimiento real del precio de las dos especies con destino a aserradero.

CUADRO 12. Tasa de crecimiento real de la madera de aserrío

Especie	Prevista en proyecto	Adoptada para la sensibilización
Eucalyptus Grandis	1.5%	0.5%
Pino	2%	1%

Fuente: CARE

Utilizando el programa informático @risk se procedió a realizar la sensibilización del proyecto, adoptando 50.000 iteraciones para la misma. Se obtuvo una distribución probabilística de la TIR y el VAN del proyecto, así como de la TIR del inversor.

En el caso de la TIR del proyecto, la media se ubicó en 9,18%, el mínimo en 7,73% y el máximo en 10,57%. A su vez en el 90% de los casos la TIR del proyecto se ubicó entre 8.53% y 9.87%, y para el 99% de los casos se ubicó por encima de la tasa de descuento adoptada (8%).

En el caso del VAN del proyecto con una tasa de descuento del 8% la media se ubicó en USD 30.878.380, el mínimo en USD - 6.467.068. el máximo en USD 71.997.070. A su vez en el 90% de los casos el VAN del proyecto se ubicó entre USD 13.185.570 y USD 50.796.710 y para el 99% de los casos el VAN fue positivo, lo que equivale a decir lo que adelantáramos en el párrafo anterior, que la TIR se ubicó en esos casos por encima de la tasa de descuento adoptada.

Para el caso de la TIR del inversor, la media se ubicó en 8,48%, el mínimo en 7,18% y el máximo en 9,71%. A su vez en el 90% de los casos la TIR del proyecto se ubicó entre 7,9% y 9,09%. y para el 91.2% de los casos se ubicó por encima de la tasa de descuento adoptada (8%).

2.2 Costo del capital y Valor Presente Neto del Proyecto

Con el objetivo de testear algunos supuestos introducidos en las proyecciones del plan de negocios presentado ⁴. CARE re hizo el análisis del costo de oportunidad del capital para descontar los flujos de fondos. Para ello se calculó nuevamente el costo promedio ponderado del capital (WACC ⁵) del presente proyecto. El mismo se obtiene considerando los costos o retribución correspondiente de las diferentes fuentes de recursos. Ponderadas por su participación en la estructura de financiamiento. En este caso no existe el componente de endeudamiento, por lo que el proyecto se financia enteramente por Fondos Propios o CPs. Se calculó entonces el rendimiento requerido por el capital invertido en Certificados de Participación (fondos propios), y se ponderó el mismo por el peso de estos en las fuentes de financiamiento

A continuación se presenta la fórmula de cálculo del costo de los recursos financieros del proyecto (WACC).

$$WACC = E(r_i) * \frac{E}{E + D} + r_d * (1 - t) * \frac{D}{E + D}$$

Donde:

E(ri): Tasa de retorno esperada del capital (propio)

E: Capital propio (emisión de CPs)

D: Deuda (No contemplada en este proyecto)

Rd: tasa de interés de la deuda (No contemplada en este proyecto)

t: tasa de impuesto corporativo

El punto fundamental para el cálculo del WACC es la estimación de la retribución de los fondos propios. Para esto se utiliza el modelo de valoración CAPM (Capital Asset Pricing Model) y siguiendo a Damodaran ⁶ adicionamos 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:

⁴ El prospecto de emisión supone una tasa de descuento del 7,5%.

⁵ Weighted Average Cost of Capital

⁶ A. Damodaran, "Estimating Equity Risk Premiums" Stern School of Business.

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

Donde:

E(ri): Tasa de retorno esperada del capital

β : Riesgo sistemático propio respecto del riesgo de mercado.⁷

rf : tasa libre de riesgo

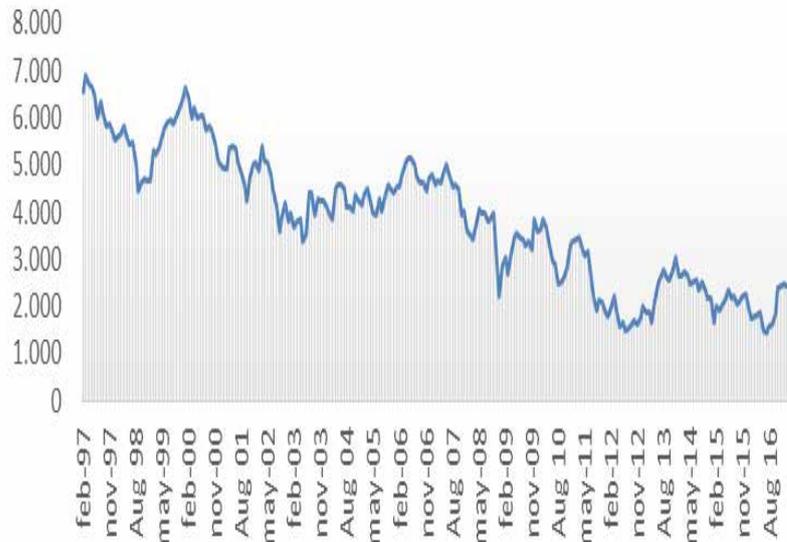
E(Rm) – Rf: Prima de Riesgo país. Es el premio por riesgo específico al mercado que opera el proyecto.

Erp: Prima por riesgo específico a la compañía o proyecto evaluado⁸

El mercado internacional de las finanzas está siendo objeto de tensiones e incertidumbre, debido al esperado aumento de las tasas de interés, al menos en los Estados Unidos. Por ello se realizó en esta ocasión un ejercicio de relativización de los impactos en este tipo de indicadores.

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

Gráfica 1: Rendimiento del Bono Tesoro norteamericano a 10 años



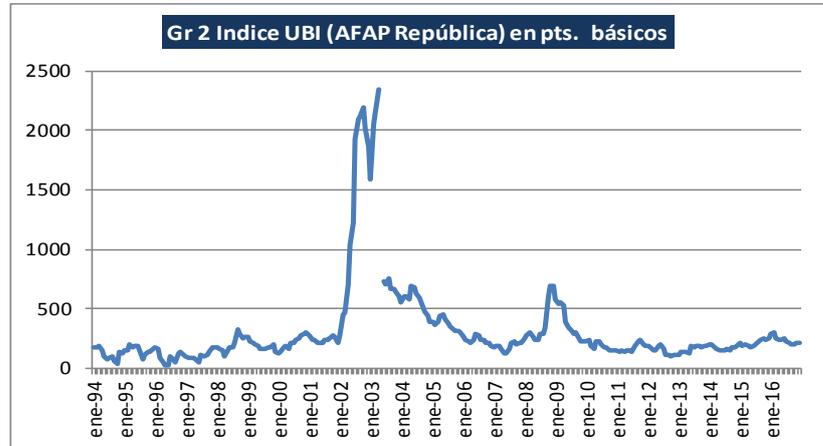
⁷ Se consideraron los betas promedio de compañías del sector forestal en mercados emergentes según A. Damodaram

⁸ Se consideró la prima por riesgo promedio de compañías del sector forestal en mercados emergentes según A. Damodaran.

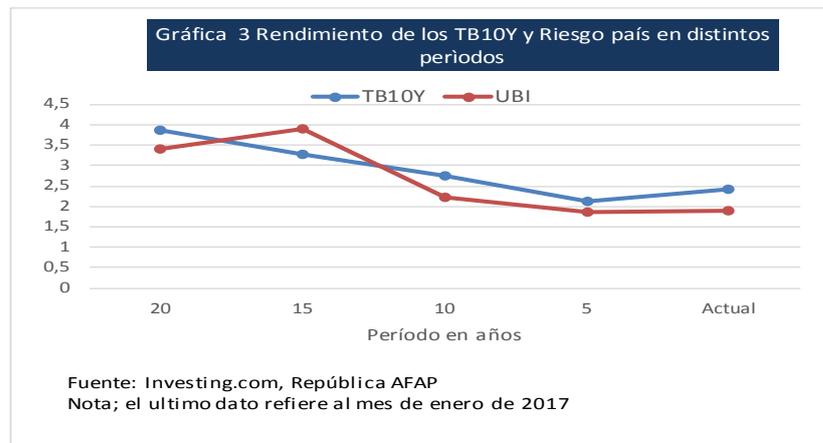
Se entiende en general, que si bien es razonable esperar un incremento en las tasas de interés en el corto plazo, no se espera que alcancen niveles tan altos como en el período referido, debido al abundante ahorro que existe en la economía mundial.

Por su parte el riesgo país, medido a través del índice UBI de República AFAP, también incorpora datos "anómalos" cuando se incluye el período de la crisis

de 2002. Si bien es una realidad que la economía uruguaya atraviesa en determinados períodos crisis de esa magnitud, no se considera muy probable que ello pueda ocurrir en el futuro mediano plazo



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



Aplicando valores actuales, que recogen el aumento de los TB10Y, se llega a una tasa de retorno esperada para el capital del 6,1%. Este valor es sensiblemente inferior a la TIR esperada del inversor en CPs (8.55% para el inversor, en el prospecto original), lo que nos indicaría que la tasa prevista para ellos es superior a la teórica. Si bien estas comparaciones no pueden tomarse en sentido estricto, constituyen una referencia que – entre otras- ayuda a conformar un juicio acerca del retorno proyectado de los CPs.

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

V. EL ENTORNO

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

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

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

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

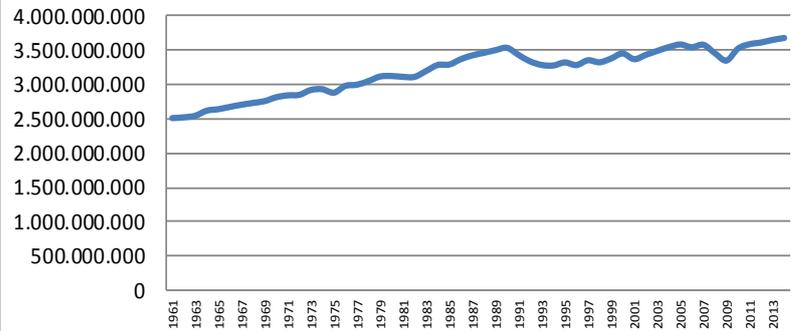
5.1 Riesgo Económico y de Mercado

Cabe destacar los siguientes aspectos favorables sobre el negocio forestal y de la celulosa en particular que son sustentados en profundidad en los estudios de la calificadora ⁹:

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

⁹ Ver actualización del Informe Sectorial del Mercado Forestal de febrero de 2017 que se puede solicitar a www.care.com.uy

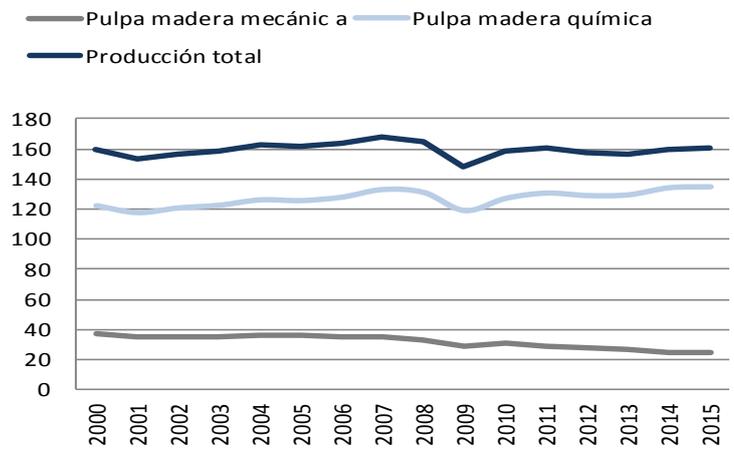
**Gr. 4 Producc. mundial madera en rollos -Mills m3
1961-2014**



Fte. FAOSTAT

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

**Gráfica 5 Producción mundial celulosa
Mills Tns.**



Fte. FAOSTAT

- Aprovechamiento del crecimiento en el uso de energías renovables a partir de biomásas forestales y del aumento en los precios de la madera a tasas superiores a la inflación.
- En Uruguay, es un sector de importante crecimiento en la plantación e industrialización. Existe casi un millón de hectáreas forestadas en el país, siendo los fondos institucionales extranjeros, los principales inversores en este tipo de emprendimientos.

- Existe seguridad comercial secundada por el fácil acceso a los principales mercados y variadas opciones de comercialización.
- Ventajas naturales del país, como ser, elevadas tasas de crecimiento biológico en los árboles.
- Incremento en los últimos años de las inversiones en madera por parte de inversores institucionales y fondos. El retorno económico de las inversiones en forestación viene dado por el crecimiento biológico del árbol y por la apreciación en el valor de la tierra. Por su propia naturaleza el crecimiento biológico genera valor, el cual se acumula gradualmente en el árbol.
- En los últimos diez años el retorno promedio de las inversiones forestales ha sido del 4.1%, superior a los retornos de otros indicadores como el S&P 500 Index, o los índices de bonos del tesoro¹⁰.
- Elevada presencia de los fondos institucionales en el sector forestal en América Latina. De hecho, Uruguay es el segundo destino después de Brasil, en lo que respecta a inversiones forestales de fondos norteamericanos.
- Se ha generado una corriente de inversión en el sector industrial, destacándose dos planas de producción de celulosa; recientemente se ha dado a conocimiento de la posibilidad de una tercera planta.
- Un marco impositivo favorable para las explotaciones forestales y, en particular, para la producción de madera sólida.
- Posibilidades de mejora en la infraestructura y logística en el mediano plazo que aumentarían los márgenes.
- La instrumentación del proyecto mediante un fideicomiso, figura jurídica ideal para este tipo de inversiones.

5.2 Sobre el precio de la madera y de la tierra

5.2.1. El precio de la madera

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

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

¹⁰ Se toma como referencia el indicador del NCREIF Timberland Index

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

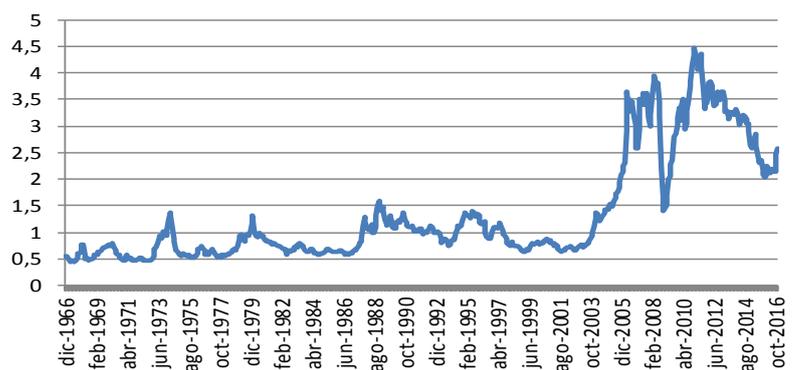
Cuadro 13 Exportadores mundiales de celulosa

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

Fuente: FAOSTAT

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

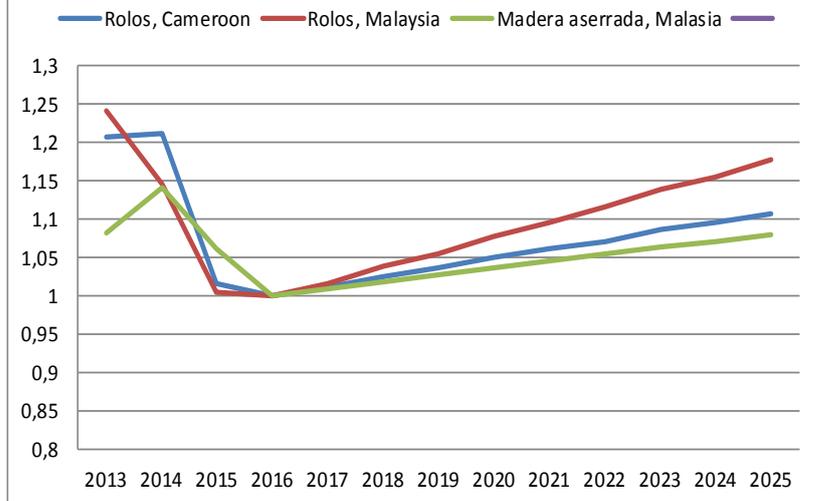
Gráfica 6 Ev. precio de la Celulosa BM



Fuente SOFOA

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

Grafica 7 Proy del índice de precios madera aserrada y en rollos.
Fte BM hasta 10/2016



Del Informe sobre el Precio de la Madera ¹¹, se destaca lo siguiente:

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

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

5.2.2. El precio de la tierra

El precio de la tierra, el segundo en nivel de importancia, ha visto modificada su evolución de fuerte apreciación en dólares, con una caída en 2015, que se continúa en 2016, aunque a una tasa menor.

Las perspectivas de demanda internacional por tierra y madera son alentadoras y ubican los precios en niveles crecientes para el corto y mediano plazo. En el Informe Sobre el Precio de la Tierra ¹² se presenta un detallado informe sobre el precio de la tierra donde se destaca lo siguiente:

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

“La coyuntura macro monetaria mundial ha exhibido un importante cambio en la última década configurando un escenario más que propicio para la inversión en tierra. La quiebra de Lehman Brothers y la crisis financiera internacional del 2008 conjuntamente con las políticas de flexibilidad cuantitativa de los

¹¹ Disponible en CARE S.R.L.

¹² Idem

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

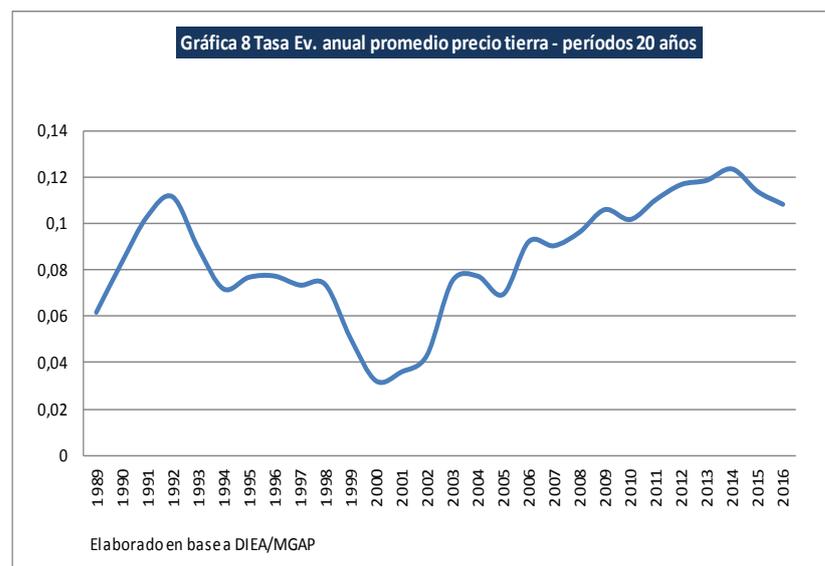
El comportamiento del precio de la tierra en Uruguay, ha mostrado una tendencia creciente, con una marcada aceleración desde 2003 en adelante, que se revierte en 2015 y parece continuar en 2016. Este cambio de tendencia a partir de 2015, es consistente con lo que se verifica en otros países, como Estados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

De todas formas, CARE analizó el comportamiento de las tasas promedio de evolución del precio de la tierra en intervalos de diferente cantidad de años, sobre una base de datos que se inicia en 1969. Los datos muestran una muy alta tasa de valorización en términos de dólares corrientes, para todos los intervalos considerados; es de destacar, por el contrario, la marcada caída en la variabilidad a medida que se aumenta el intervalo entre compra y venta. Para el intervalo de veinte años, se registra un desvío standard del 2,5% y un coeficiente de variación del 30%.

Cuadro 14: Tasas ev. y variab. precio tierra en distintos intervalos

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

Fuente: elaborado en base a datos de DIEA-MGAP



5.3. Las políticas públicas, el riesgo político

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

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

Otro factor que mitiga el riesgo político es que tanto la especie (eucaliptos grandis) como los ecosistemas elegidos están en sintonía con las disposiciones de política pública. Esto se debe a que el principal destino de la plantación es el de madera de calidad para la industria de aserrado¹³ y las tierras elegidas son de aptitud forestal en departamentos donde la forestación cobra una importante dinámica sectorial.

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

¹³ De relativamente reciente reorientación de la política forestal

VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

El dictamen se construye a partir de la asignación de ponderadores y puntajes a los factores de riesgo que integran cada área de riesgo (los títulos, la fiduciaria y la administradora, los activos subyacentes y el flujo de fondos, y el entorno). Dispuestos en una matriz, los indicadores de cada factor en cada área de riesgo, van generando puntajes a juicio del comité calificador que van conformando el puntaje final. Éste se corresponde con una nota de acuerdo al manual de calificación. En la matriz de calificación, las áreas se dividen en factores, y estos en indicadores.

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 el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación BBB (uy)¹⁴ de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.

Comité de Calificación



Julio Preve



Martin Durán Martínez

¹⁴ BBB(uy). Se trata de instrumentos que presentan un riesgo medio bajo para la inversión, ya que evidencian un desempeño aceptable y suficiente capacidad de pago en los términos pactados. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, 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. Podría incrementarse el riesgo del instrumento ante eventuales cambios previsibles en los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, 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 administradora de manejarlos aunque incrementando el riesgo algo más que en las categorías anteriores.