

**ACTUALIZACIÓN DE LA  
CALIFICACIÓN DE RIESGO DE  
CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN  
EN EL DOMINIO FIDUCIARIO DEL  
“FIDEICOMISO FINANCIERO  
FORESTAL BOSQUES DEL  
URUGUAY 4”**

*Montevideo, abril de 2020*

---

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
33	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

---

## Actualización de la Calificación Emisión de Oferta Pública 29 - abril - 2020

<b>Denominación:</b>	Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 4
<b>Fiduciario:</b>	EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A.
<b>Operador (Administrador) y Organizador:</b>	Agroempresa Forestal S.A.
<b>Agente de Registro y Pago:</b>	EF Asset Management. Administradora de Fondos de Inversión S.A.
<b>Entidad Representante:</b>	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.
<b>Títulos emitidos:</b>	Certificados de participación escriturales
<b>Moneda:</b>	Dólares americanos
<b>Importe de la emisión:</b>	USD330.000.000
<b>Fecha de Suscripción:</b>	10 de abril 2019
<b>Distribuciones:</b>	Cuando existan Fondos Netos Distribuibles según resultados y a partir del tercer año, de acuerdo a procedimiento establecido.
<b>Activos del Fideicomiso:</b>	Compra y/o arrendamiento de predios rurales para desarrollar una explotación forestal.
<b>Plazo de vigencia del fideicomiso:</b>	máximo de 30 años.
<b>Vigencia de la Calificación:</b>	30 de noviembre de 2020.
<b>Calificación de Riesgo:</b>	BBB (uy) <sup>1</sup>
<b>Comité de Calificación:</b>	Julio Preve, Martín Durán Martínez y Adrián Tamber.
<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 en el dominio fiduciario del "Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 4" 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:

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico ofrece las garantías necesarias tal como se aprecia en el informe jurídico del 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.
- Un proyecto que en sus líneas fundamentales repite otros tres con el mismo negocio y actores intervinientes, en los que se vienen cumpliendo sin mayores inconvenientes los planes de negocios establecidos. En este caso el Administrador recién tomó posesión de los campos en agosto de 2019 y en el escaso plazo transcurrido no se observan mayores desvíos con el Prospecto. Los desvíos informados han sido debidamente justificados por el operador y el comité de vigilancia y en principio no generan cambios en la marcha del proyecto.
- Un proyecto que desde el punto de vista físico y económico supera en el mismo sentido que los puntos anteriores, diversas pruebas; y que al mismo tiempo se destaca por el nivel de cobertura de múltiples variables consideradas.
- El patrimonio forestal del Fideicomiso al 31 de diciembre de 2019 es de 55.364 hectáreas. La superficie plantada en campo propio es de 32.929 hectáreas, y hay 2.204 hectáreas para plantar, lo que arrojará un aprovechamiento promedio de 63%. El Fideicomiso también arrienda un total de 6.295 hectáreas de las cuales se plantan un total de 4.440 hectáreas. El área forestada total, en campos propios y arrendados, es de 36.636 hectáreas.
- Se destaca la alineación de incentivos entre el Fideicomiso y el Administrador ya que este último se compromete a adquirir Certificados de Participación (CP) en la Primer Emisión por el 0,6% del monto total de la oferta pública con un tope de 1,98 millones de dólares. Asimismo, Agroempresa Forestal se obliga a adquirir en cada año en el mercado secundario, los CP que sean ofrecidos, por un monto equivalente al 0,6% de la emisión inicial, hasta completar una participación total del 3% al quinto año de la fecha de emisión.

- El precio de la celulosa ha descendido fuertemente durante 2019 luego de un incremento muy importante en 2018, pero se mantuvo estable el volumen de exportaciones uruguayas. Por su parte el mercado de exportación de madera aserrada y rolliza de pino, enfrenta una demanda muy deprimida y reducciones importantes en los precios. Esta coyuntura desfavorable para todos los productos forestales, y particularmente para el pino, se explica en gran medida por la guerra comercial entre Estados Unidos y China, sumado a un sobre stock en este último país. No obstante, no existen elementos para suponer que en el largo plazo esta situación se mantenga, ya que se espera que continúe el crecimiento en la demanda. Del mismo modo, en diciembre 2019 se informó sobre la aparición de una nueva cepa de coronavirus (COVID-19). Dicho virus se ha propagado en nuestra región, afectando notoriamente la actividad económica. A la fecha de redacción de este informe no es posible estimar el impacto que estos hechos tendrían más allá de la coyuntura. No obstante se parte de la base de que la crisis derivada del coronavirus se resolvería en algunos meses y luego los mercados volverían razonablemente a la normalidad. En la Sección V se actualiza la información y se profundiza sobre la evolución del precio de la tierra y de la madera.
- No se advierten amenazas en lo que respecta a las políticas públicas. Tampoco debería esperarse que el cambio de administración genere tensiones en esta construcción financiera.

## 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 4".

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 la primera calificación, las siguientes no se vinculan 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. 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](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 Durán Martínez, Julio Preve y Adrián Tamber. Asimismo CARE contrató los servicios del Dr. Leandro Rama, para la evaluación del riesgo jurídico en ocasión de la calificación original. Asimismo contrata regularmente cuando lo entiende necesario informes de campo adicionales y realiza vistas a los predios.

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.

## 2. Antecedentes generales y hechos salientes del período

### a. Antecedentes

El Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 4 tiene como objetivo proveer a los inversores retornos razonables a largo plazo logrados a través de la valorización del activo en plantaciones forestales, siguiendo los máximos estándares productivos, ambientales y sociales. Todas las plantaciones serán certificadas con la norma FSC o PEFC y el proyecto tiene entre sus objetivos, en la medida que sea posible, la venta también de bonos de carbono y de pastoreo.

Como antecedente más relevante hay que mencionar a los Fideicomisos Financieros Forestales Bosques del Uruguay I, II y III, que emitieron certificados de participación en agosto de 2011, en octubre de 2014 y en diciembre de 2016 por un monto de 50, 70 y 190 millones de dólares respectivamente. Estos fideicomisos, con idéntica administración que la que se propone, vienen cumpliendo sin mayores contratiempos con los planes de negocios originales, análogos al que se presenta en esta oportunidad. El cumplimiento de los planes se verifica en los informes del administrador y cuando corresponde por los del comité de vigilancia, los que son complementados por las visitas realizadas por la calificadoradora.

El desarrollo del emprendimiento forestal comienza con la adquisición de tierras y bosques, sigue con el manejo silvicultural de los árboles y culmina con la cosecha y comercialización de la madera sólida, sea ésta con destino a la producción de pulpa de celulosa o el aserrío.

El plazo del Fideicomiso es de 30 años como máximo, o hasta el momento en que se liquiden en forma total los Certificados de Participación emitidos por el Fiduciario, y se cancelen las demás obligaciones del Contrato. No obstante, en virtud del alcance del proyecto y la edad actual del activo que se adquirió, se estima una inversión con una duración aproximada de 20 años.

- Con la emisión se adquirió un patrimonio forestal que ya se encontraba forestado y en plena operación. Se compraron un total de 55.364 hectáreas, integrado por dos bloques: el Norte (Terena) con 18.802 hectáreas y el Noreste (Guanaré) con 36.563 hectáreas. Los campos del Bloque Noreste se encuentran en Cerro Largo y Treinta y Tres y los del Bloque Norte en Tacuarembó y Rivera. La superficie plantada en campo propio es de 32.929 hectáreas, y hay 2.204 hectáreas para plantar, lo que arroja un aprovechamiento promedio de 63%.

**Cuadro 1. Inversión en tierras**

	Terena	Guanaré	Total
Superficie en hectáreas	18.802	36.563	55.365
Precio Base	79.000.000	240.000.000	319.000.000
Ajuste al precio base	(1.175.225)	4.822.787	3.647.562
TOTAL	77.824.775	244.822.787	322.647.562
Valor medio de la hectárea	4.139	6.696	5.828

Fuente: El Prospecto

- El Fideicomiso arrienda también un total de 6.295 hectáreas de las cuales se plantan un total de 4,440 hectáreas. Los campos arrendados se encuentran en los departamentos de Cerro Largo, Treinta y Tres, Tacuarembó, Rivera y Durazno
- Al 31 de Diciembre del 2019 el área forestada total, en campos propios y arrendados, es de 36,636 hectáreas. De este total, aproximadamente el 61% del área corresponde a Eucaliptus y el 39% a Pino.
- Al cierre del proyecto el ingreso total estimado por ventas corresponderá en un 72,6% a la venta de madera, un 13,9% a la venta de bosques en pie, y finalmente un 13,5% a la venta de tierra al final del proyecto

**Cuadro 2. Composición de los ingresos de Bosques del Uruguay 4**

Concepto	Monto (US\$)	Participación
Venta de madera y pulpa	1.407.230.374	73%
Venta de tierras	262.660.644	14%
Venta de bosque al final del período	269.196.728	14%
<b>Total</b>	<b>1.939.087.746</b>	<b>100%</b>

Fuente: El Prospecto

- De este patrimonio forestal se proyecta una cosecha total de unos 18 millones de m3 de madera de Eucalyptus para aserrío (66%) y pulpa a lo largo de los 20 años de vida del proyecto. Las áreas cosechadas serán replantadas con Eucalyptus sp orientado a la producción de madera para aserrío libre de nudos y en las zonas menos productivas se plantarán especies de Eucalyptus con destino a la producción de pulpa de celulosa.
- Asimismo, se estima una cosecha final (tala rasa) de unos 5 millones de m3 de madera de pino de los cuales el 75% corresponderá a madera para aserrío. La cosecha de pino tendrá lugar sobre el estadio medio de vida del proyecto. Luego de la cosecha de pino se realizará una plantación de Eucalyptus Grandis (60% aproximadamente) y E. Dumnii (40%). Con estas nuevas plantaciones se busca a) diversificación biológica, especies con diferentes curvas de crecimiento y por lo tanto diferentes susceptibilidades a enfermedades, pestes, etc. y b) diversificación comercial, la venta de madera y el margen está dividido casi en iguales proporciones en los dos destinos de madera; aserrío y celulosa.

### b. Hechos salientes del período

- El 28 de agosto de 2019 el Fideicomiso toma posesión de los campos adquiridos, y se inician las operaciones por parte del Operador. También continúan las negociaciones para el ajuste de precios dado que existían ventas en proceso, había importantes stocks de madera cosechada en campo, cuentas por cobrar, etc. En enero de 2020 se acuerda el saldo, aunque aún queda un pequeño monto retenido porque faltan algunos certificados del BPS (8 padrones que explican el 7,6% del área).
- En enero de 2020 con el visto bueno del Comité de Vigilancia el fideicomiso solicitó al Banco ITAU un préstamo bancario por USD 8.000.000 (de un total aprobado de 9 millones), para hacer frente a algunos compromisos de corto plazo, a una tasa fija de 3,35% y a tres años.

- Las principales operaciones ejecutadas desde la toma de posesión de los campos y durante el año 2019 fueron raleo por lo alto, raleo por lo bajo, preparación de áreas para reforestar, podas y control de rebrotes luego de raleos. Las cosechas de pino debieron ser enlentecidas primero y luego suspendidas por problemas de mercado. Se estaría avanzando en la negociación de un contrato a largo plazo con China Forest a 11 años y por 1,8 millones de metros cúbicos, que resultaría clave para la colocación de esas trozas de pino que están mostrando desde hace años serias dificultades de mercado. Los problemas en la colocación de pinos ha determinado que en este año las ventas y el resultado del plan de negocios estuviera levemente por debajo de lo previsto; no obstante, la madera que no se cosechó sigue en el campo.
- Los ingresos por pastoreos también están por debajo de lo previsto (ocupación menor al 50%), y esto se explica porque el propietario anterior explotaba directamente la producción ganadera. AF está en la búsqueda de nuevos arrendatarios para explotar las áreas ganaderas.
- El administrador presentó una oportunidad de inversión en el aserradero Frutifor (proyecto Capivara), ubicado en la ciudad de Tacuarembó. La compra sería realizada por una asociación con una empresa china y otra chilena y el Fideicomiso BDU 4. Esta idea cuenta con el visto bueno del Comité de Vigilancia en el entendido de que sería una buena alternativa para darle mayor valor a la madera de pino con destino a China y habría un ahorro importante en fletes. Este eventual negocio requiere de una serie de modificaciones contractuales y se encuentra en etapa de consulta.
- Durante diciembre se realizó la auditoría de certificación FSC, que permitió la incorporación al certificado grupal de AF 4 predios. Se seguirá en el proceso de integración de nuevos predios a la certificación, hasta el 100% de los mismos.
- Hay aproximadamente 1.130 hectáreas con bajo potencial forestal, por lo que el operador está negociando la posibilidad de canjear esa superficie por campos con mayor potencial forestal. Hay avances sobre el canje de 347 hectáreas con un vecino, pero aún queda una superficie interesante para seguir buscando alternativas.

### 3. Información analizada y procedimientos operativos

La información analizada fue la siguiente:

- Balance con informe de auditoría al 31/12/19 de Agroempresa Forestal.
- Estados Contables intermedios del Fiduciario al 30/06/2019<sup>2</sup>.
- Estados contables del Fideicomiso al 31/12/2019<sup>3</sup>
- Entrevistas con personal superior de Agroempresa Forestal.
- Informe del cuarto trimestre de 2019 de Agroempresa Forestal.
- Informes del Comité de Vigilancia, del tercer y cuarto trimestre del año 2019
- Calificaciones y actualizaciones de los Fideicomisos Financieros Forestales Bosques del Uruguay I, II y III realizadas por CARE.

<sup>2</sup>. Si bien se dispone de los EE.CC intermedios a setiembre de 2019 se prefiere, por considerarlos más representativos los EE.CC al cierre del primer semestre.

<sup>3</sup>. CARE debe aún recibir versión definitiva

### 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 4, 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 4

**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:** Agroempresa Forestal S.A.

**Títulos emitidos:** Certificados de participación

**Activos del Fideicomiso:** El Fideicomiso invertirá en la compra y/o arrendamiento de inmuebles rurales para desarrollar una explotación forestal.

**Moneda:** Dólar fondo

**Importe de la Emisión:** Hasta USD 330.000.000

**Distribuciones:** Toda vez que existan Fondos Netos Distribuibles luego de cada cierre de ejercicio, o al procederse a la venta de activos del Fideicomiso o por la distribución final de Fondos Netos Remanentes. (Entre los años 0 a 2, no habrá distribución de fondos aún en el caso de que existan ya que los mismos se destinarán al financiamiento del plan de negocios).

**Calificación de Riesgo:** BBB (uy)

## 2. El análisis jurídico

El análisis jurídico se agregó en el Anexo I ("Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 4". Informe Jurídico). El mismo descartó cualquier eventualidad de conflictos derivados por ejemplo de la construcción jurídica, los contratos respectivos, el cumplimiento con normas vigentes, etc.

Al inicio del informe, en la misma introducción planteaba que *"de la compulsión de toda esta documentación, como concepto general se puede adelantar que se cumplen las disposiciones legales y reglamentarias disciplinadas para el fideicomiso financiero, tanto en cuanto a su constitución formal y aspectos relacionados con la capacidad y legitimación de los contrayentes. En cuanto al fondo, no se advierten obstáculos jurídicos que impidan o pongan en riesgo el rendimiento esperable bajo los certificados de participación a emitirse."*

El informe finalmente concluye: ***"...En conclusión y contemplando todos los aspectos involucrados, el negocio fiduciario cuenta con un razonable grado de cobertura, no advirtiendo riesgos jurídicos relacionados con 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, II y III se concluye que *el riesgo jurídico de estructura se considera prácticamente inexistente.*

**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 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 Fiduciaria)

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

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

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

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

#### Autoridades

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

#### Situación económica y financiera

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

**Cuadro 3: Estado de Situación de EFAM (miles de \$)**

Concepto	30/06/2019	31/12/2018	31/12/2017
Activo Corriente	15.034	9.167	9.391
Activo no Corriente	165.804	95.074	81.968
<b>Total Activo</b>	<b>180.838</b>	<b>104.240</b>	<b>91.360</b>
Pasivo Corriente	21.319	14.368	13.068
Pasivo no Corriente	128.560	63.040	52.817
<b>Total Pasivo</b>	<b>149.878</b>	<b>77.408</b>	<b>65.885</b>
<b>Patrimonio</b>	<b>30.960</b>	<b>26.832</b>	<b>25.474</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>180.838</b>	<b>104.240</b>	<b>91.360</b>
<b>Razon Corriente</b>	<b>0,71</b>	<b>0,64</b>	<b>0,72</b>

Fuente: EE.CC EFAM

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

**Cuadro 4: Estado de Resultados de EFAM (miles de \$)**

Concepto	30/06/2019	30/06/2018	31/12/2018
Ingresos Operativos	21.447	23.796	45.176
Gastos Adm. y Vtas.	(18.027)	(21.368)	(41.745)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>3.420</b>	<b>2.428</b>	<b>3.431</b>
Resultados Financieros	2.464	(93)	(682)
<b>Resultados antes de impuestos</b>	<b>5.884</b>	<b>2.335</b>	<b>2.749</b>
IRAE	(1.757)	(664)	(1.120)
<b>Resultado del período</b>	<b>4.128</b>	<b>1.671</b>	<b>1.629</b>
Res Operativos/Ingresos	15,95%	10,20%	7,59%
Res Ejercicio/Ingresos	19,25%	7,02%	3,61%

Fuente: EE.CC de EFAM

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

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

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

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

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

En Uruguay, siendo el antecedente más relevante, AF administra, entre otros, el patrimonio de cuatro fideicomisos calificados por CARE (incluyendo este) que entre todos suman un patrimonio superior a los USD630 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 Deloitte para que sugiriera las mejoras que AF debía hacer en este sentido.

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

De ellas, a la fecha se han efectivizado los siguientes cambios:

A nivel de Directorio empezó a trabajar el Economista Aldo Lema como director independiente no vinculado a los accionistas.

#### **El Actual Directorio está conformado por:**

- a. Ec. Aldo Lema
- b. Dr. Gerardo Díaz Beltran.
- c. Ing. Agr. Francisco Bonino

El Directorio de AF sigue estando presidido por el Ing. Agr. Francisco Bonino y la Gerencia General por el Ing. Industrial Mecánico Dan Guapura.

#### **En relación a los comités creados:**

##### **• Comité de Auditoría compuesto por:**

- 1 Director
- 1 Contador. Independiente con experiencia reconocida en esta actividad.
- 1 miembro del equipo contable de AF

AF informa que los integrantes del Comité de Auditoría ya fueron seleccionados, pero debido a la actual situación de emergencia sanitaria en que se encuentra el país aún no han comenzado sus actividades.

##### **• Comité de Cumplimiento compuesto por:**

- 1 Director
- 1 ejecutivo independiente con amplia experiencia en el sector forestal.
- 1 Asesor legal

A la fecha, este comité está compuesto por la Dra. Viviana Fontanini y la Ingeniera Forestal Fernanda Romero.

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.

Siguiendo estos lineamientos, entre marzo de 2019 y febrero de 2020, AF incorporó 25 personas (algunos con residencia en Chile, pero la mayoría en Uruguay). De ellos, 9 personas prestaban funciones en Terena y Forestal Atlántico Sur (empresas que administraban el patrimonio adquirido por BDU 4) mientras que las 16 restantes fueron seleccionadas en el mercado de trabajo.

### Situación económica financiera

La firma cierra balance el 31 de diciembre; en la oportunidad se contó con el último cierre disponible auditado por Deloitte al 31/12/19.

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 2019 un total de CP's por un valor algo superior a los USD 4.6 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 objetivo del Fideicomiso es adquirir y explotar un patrimonio forestal con tierras propias y arrendadas; para ello se emitieron CP's por USD 330 millones ya totalmente integrados en tres emisiones sucesivas entre el 11/4/19 y 26/8/19.

A continuación se presentan los EE.CC del Fideicomiso al cierre de 2019. Se trata de su primer ejercicio por lo que no corresponde comparativo con ejercicios anteriores.

**Cuadro 5: Estado de Situación (miles de u\$s)**

Concepto	31/12/2019
Activo Corriente	6.576
Activo no Corriente	321.617
<b>Total Activo</b>	<b>328.193</b>
Pasivo Corriente	1.843
Pasivo no Corriente	201
Total Pasivo	2.044
Patrimonio	326.149
Total Pasivo y Patrimonio	328.193
Razon Corriente	3,57

Fuente: EE.CC Fideicomiso

El patrimonio contable es menor a la integración de fondos recibidas lo cual era razonable esperar por cuanto, si bien se adquirió un activo forestal en buena parte maduro y en condiciones de ser explotado en el corto plazo, la integración de fondos mayor se produjo el 26/8/19 por USD 283.800.000 por lo que el tiempo operativo en el cierre informado fue muy menor.

## Cuadro 6: Estado de Resultados (miles de u\$s)

Concepto	31/12/2019
Ingresos operativos	243
Costo de los bienes vendidos	(69)
<b>Resultado Bruto</b>	<b>174</b>
Gastos administración y ventas	(3.834)
Resultados financieros	426
<b>Resultados antes IRAE</b>	<b>(3.234)</b>
IRAE	(307)
<b>Resultado del ejercicio</b>	<b>(3.542)</b>
Costos de emisión	(310)
<b>Resultado integral del ejercicio</b>	<b>(3.851)</b>

Fuente: EE.CC Fideicomiso

El cuadro precedente refleja la escasa operativa que tuvo el Fideicomiso aunque sí se registran gastos importantes, propios del inicio de la actividad.

Como se da cuenta en otra sección del presente informe, con fecha 3/1/2020, EFAM comunicó a CARE que se está negociando una línea de crédito con Banco ITAÚ por USD 9 millones. En el mismo mes de enero, se solicitó un vale bancario por USD 8 millones a una tasa de interés anual fija de 3,35 % a 3 años de plazo. Esta operación contó con la aprobación del Comité de Vigilancia.

### Riesgos considerados

**Riesgo jurídico**, por incumplimiento de alguna disposición por parte del fiduciario o del administrador. El mismo se encuentra pormenorizadamente analizado en el informe de contingencias jurídicas que concluye no advertir riesgos en este sentido. *Riesgo muy bajo.*

**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 acotado. Por otra parte, se prevé su sustitución en caso de constatarse desvíos que así lo justifiquen. *Riesgo 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 y circunstancias.

### IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

#### 1. Bienes fideicomitidos y aspectos descriptivos del proyecto

Se invirtió en la compra de un emprendimiento forestal en las condiciones previstas en el Contrato, para que integren al patrimonio del Fideicomiso y desarrollar una explotación silvícola de acuerdo a lo establecido en el Plan de Negocios.

El emprendimiento forestal ya estaba formado por lo que durante unos 20 años se realizará la explotación de los montes, que consiste en la cosecha y venta de madera, y la replantación de las áreas cosechadas con eucaliptus. Al final, se vende la tierra y los montes en pie.

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

##### 2.1. Proyección en el escenario base del Prospecto.

Los principales supuestos utilizados en las proyecciones para el escenario base, los cuáles CARE considera razonables, fueron:

- Los precios de venta de considerados fueron:
  - o E. Dumni con destino a pulpa USD 63 por m3.
  - o E. Grandis destino pulpa USD 58-60 por m3, según la planta de celulosa a la que se abastezca.
  - o E. Grandis destino a aserradero USD 32-40 por m3, según el diámetro de los troncos.
  - o E. Grandis destino a exportación USD 60-100 por m3 según diámetro.
  - o Pino con destino a aserradero USD 30-40 por m3.
  - o Pino con destino a exportación USD 43,5-72 por m3
  - o Pastoreo USD 15 por hectárea total por año.
- Precio de la tierra se fija en 2.700 dólares por hectárea con un crecimiento nominal anual del 3%.
- No se consideran variaciones ni en los precios de la madera ni en los costos de producción durante los 20 años.

La tasa de interna de retorno para el escenario base considerando estos supuestos y con una proyección de 20 años es de 7,67%.

##### 2.2. Análisis de sensibilidad, modificando las variables más sensibles.

Se definen como variables sensibles del modelo las siguientes:

**Cuadro 7. Sensibilización de las principales variables que afectan la TIR esperada**

Escenarios	Bajo	Esperado	Alto
Valorización de la tierra (% anual)	0%	3%	5%
Costo de cosecha (USD m3)	14	16	18
Costo de transporte (USD m3)	23,9	24,5	25,2
Precio venta E.Dunni pulpa (UDS/m3)	63	65	66
" E.Grandis pulpa (UDS/m3)	58	59	60
" E.Grandis aserr. (UDS/m3)	60	80	100
" Pino aserrable. (UDS/m3)	30	45	80

Fuente: Prospecto de emisión

El Proyecto planteado en el prospecto presenta una Tasa Interna de Retorno del 7,67% para el inversor, sobre la base del escenario de precios constantes y para las variables sensibles esperadas.

A continuación se presentan los resultados de las sensibilizaciones realizadas variando en forma simultánea la variable más relevante del proyecto (precio de la madera) y dos de los componentes de los costos de producción (cosecha y transporte).

En el siguiente cuadro se varían los precios de la madera y el costo de transporte. Como puede observarse, la TIR más baja sería de 5,3% en el caso de que durante los 20 años del proyecto el precio de la madera se ubique un 10% por debajo del valor esperado y el transporte tenga un costo un 10% superior al proyectado en el escenario base.

**Cuadro 8. TIR del proyecto con la variación del precio madera vs. costo de transporte**

Var. Costo transporte	Variación precio madera				
	-10%	-5%	0%	5%	10%
<b>-10%</b>	6,56%	7,45%	8,34%	9,23%	10,13%
<b>-5%</b>	6,24%	7,13%	8,02%	8,91%	9,80%
<b>0%</b>	5,93%	6,81%	<b>7,70%</b>	8,59%	9,48%
<b>5%</b>	5,61%	6,50%	7,38%	8,27%	9,16%
<b>10%</b>	5,30%	6,18%	7,06%	7,95%	8,84%

Fuente: Prospecto de emisión

En el cuadro siguiente se presenta la misma estimación pero variando el precio de la madera y el costo de producción. Como el costo de producción tiene una menor incidencia que el costo del transporte, en la situación más desfavorable (10% menos de precio y 10% mayor el costo de producción), la TIR en este caso no se reduce tanto como en el caso anterior (5,48%).

**Cuadro 9. TIR del proyecto con la variación del precio madera vs. costo de producción**

Var. Costo producción	Variación precio madera				
	-10%	-5%	0%	5%	10%
<b>-10%</b>	6,37%	7,26%	8,15%	9,04%	9,94%
<b>-5%</b>	6,15%	7,04%	7,93%	8,82%	9,71%
<b>0%</b>	5,93%	6,81%	<b>7,70%</b>	8,59%	9,48%
<b>5%</b>	5,71%	6,59%	7,48%	8,37%	9,26%
<b>10%</b>	5,48%	6,37%	7,25%	8,14%	9,03%

Fuente: Prospecto de emisión

Finalmente el Emisor estima la TIR suponiendo diversas variaciones anuales esperadas para el precio de la tierra. El resultado de suponer un nulo crecimiento anual en el precio de la tierra tiene un impacto relativamente menor que la modificación de las otras variables, lo que se explica porque el ingreso derivado de la venta de la tierra en el ingreso total tiene una menor incidencia (13,5%), y además se verifica recién en el año 20, mientras que los ingresos por venta de madera empiezan en el año 3.

**Cuadro 10. TIR del proyecto con la variación del precio de la tierra**

Var. precio Tierra	TIR Proyecto	TIR Inversionista
0%	6,96%	6,93%
1%	7,18%	7,15%
3%	<b>7,70%</b>	<b>7,67%</b>
4%	8,01%	7,99%
5%	8,36%	8,29%

Fuente: Prospecto de emisión

### 2.3. Análisis de riesgo, escenario adverso.

Como ya fuera comentado en el punto anterior en detalle, el prospecto presentó un profundo análisis de sensibilidad de la TIR del proyecto suponiendo variaciones significativas de las principales variables que tienen incidencia en el resultado económico del proyecto.

CARE a los efectos de estresar aún más el modelo, estimó la TIR para el caso de que se conjugara una reducción de un 10% en el precio de la madera durante los 20 años, un mantenimiento del precio de la tierra al momento de la venta final y una reducción de un 10% en el valor de venta de los bosques implantados al final del período, lográndose en ese caso una TIR de un 4,88%. Importa destacar que la probabilidad de ocurrencia de ese escenario sería extremadamente baja, ya que nada indica que las variables como el precio de la tierra o el valor de la madera vayan a tener ese comportamiento.

### 2.4 Costo de oportunidad del capital.

Con el objetivo de testear algunos supuestos introducidos en las proyecciones del plan de negocios presentado en ocasión de la calificación original CARE profundizó el análisis del costo de oportunidad del capital para descontar los flujos de fondos<sup>4</sup>, en el entendido de que ese valor se constituye en un indicador importante para comparar con la TIR esperada.

Para esto se utilizó el modelo de valoración CAPM (Capital Asset Pricing Model) y, siguiendo a Damodaran<sup>5</sup> se adicionó a éste una prima que contempla el riesgo específico del mercado en el que se ejecuta el proyecto. En consecuencia para el cálculo del costo de los fondos propios se aplica la siguiente fórmula:

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

<sup>4</sup> El prospecto de emisión supone una tasa de descuento del 8%.

<sup>5</sup> A. Damodaran, "Estimating Equity Risk Premiums" Stern School of Business.

Donde:

$E(r_i)$ : Tasa de retorno esperada del capital

$\beta$ : Riesgo sistemático propio respecto del riesgo de mercado<sup>6</sup>.

$r_f$ : tasa libre de riesgo

$E(R_m) - R_f$ : Prima de Riesgo de mercado. Es el premio por riesgo específico al mercado que opera el proyecto (diferencia entre el rendimiento de los activos de renta variable y la tasa libre de riesgo).

Erp: Prima por riesgo específico a la compañía o proyecto evaluado. Se considera el riesgo país de Uruguay (índice 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, en que el rendimiento se ubicaba entre 5 y 7%. En los últimos diez años, ese rendimiento se ubicó en 2,34%, y en el momento actual cercano a cero<sup>7</sup>. Luego del repunte de la tasa de interés de estos bonos a partir de julio de 2016 y hasta noviembre de 2018, como consecuencia del aumento de la tasa de interés de la FED, el rendimiento comienza a caer y todo parece indicar que por el momento se mantendrán en estos mínimos niveles.

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 uruguaya atraviesa en determinados períodos crisis de esa magnitud, no se considera muy probable que ello pueda ocurrir en el futuro mediano plazo.

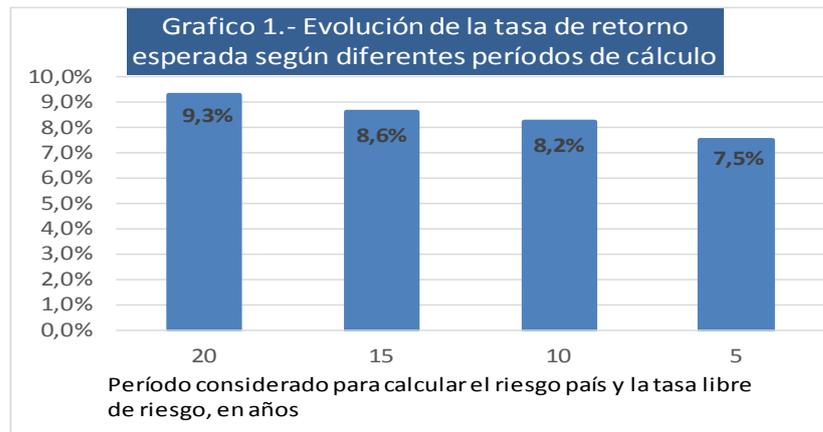
El parámetro “beta unlevered” de Damodaram, para enero de 2020 se ubica en 1,19, lo que indica que la inversión en la producción forestal tiene un mayor riesgo y variabilidad que el promedio de todas las actividades en ese mercado. Esto llama la atención porque no parecería ser la situación del país, además su consecuencia es incrementar el costo de oportunidad.

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 2,22% y para el riesgo país (índice UBI), se consideraron 1,82 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 7,5%. Este valor es inferior a la TIR esperada del inversor (7,67%), lo que nos indicaría que la tasa prevista 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 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. En la siguiente gráfica se comparan los niveles calculados con los que cabía esperar con los valores promedio de los últimos 20, 15 o 10 años.

<sup>6</sup>. Se consideraron los betas promedio de compañías del sector forestal en mercados emergentes según A. Damodaram

<sup>7</sup>. El rendimiento de los bonos por la coyuntura del coronavirus y la crisis mundial ha bajado fuertemente.



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.

## 2. Manejo Económico- Productivo

Las características del proyecto hacen que los resultados económicos, sean sensibles a las acciones llevadas a cabo por el operador: compra de tierras establecimiento de los montes, mantenimiento de los montes, reconversión de especies, costos operativos, cosecha y venta, etc. Por este motivo, se incluyeron en el Contrato de Fideicomiso, estándares mínimos de desempeño para el administrador.

En este Fideicomiso como ya se informó se adquirieron campos forestados por lo tanto ya desde el primer año se verifican ingresos por concepto de venta de madera. La información del año 2019 es muy parcial porque los campos se entregaron sobre fines de agosto de 2019 y se comenzaron a explotar en el mes de setiembre por parte del operador.

En 2019 se vendió una madera de pino que se adquirió como parte de la transacción y una madera de Eucalyptus +30 es una venta de madera "super podada" a efectos de realizar una prueba con un potencial cliente en China, dado el interés que existe por este producto en Asia.

**Cuadro 11. Ventas del 2019, proyectado y real (USD).**

Actividad	TOTAL 2019		
	Real	Presupuesto	Diferencia
Tala Rasa Pino	71.308	0	71.308
Eucalyptus + 30	30.335	0	30.335
Leña	69.085	0	69.085
<b>Total</b>	<b>170.728</b>	<b>0</b>	<b>170.728</b>

Fuente: el operador

El retorno de la inversión depende en un 72% a la venta de madera, por lo tanto es clave el manejo y seguimiento del bosque.

Como puede observarse en el cuadro siguiente, el fideicomiso ya empezó a ejecutar gastos de cosecha, raleos y podas, de acuerdo a lo planificado para el año. El desvío en el ítems de gastos se refiere a que en el presupuesto no se habían considerado los correspondientes al segundo y tercer trimestre del año.

**Cuadro 12. Costos de Producción e Inversiones totales de año 2019 por tipo de actividad (USD).**

Actividad	TOTAL 2019		
	Real	Presupuesto	Diferencia
Costos de Producción	452.815	924.882	-472.067
Inversiones Implantación	539.404	759.660	-220.256
Inversiones Manejo	157.182	351.961	-194.779
Gastos	1.018.138	537.000	481.138
<b>Total</b>	<b>2.167.539</b>	<b>2.573.503</b>	<b>-405.964</b>

Fuente: el operador

En 2020 se seguirán con las cosechas de madera y se comenzarán a plantar los nuevos monyes del fideicomiso.

**Riesgo de Generación de Flujos:** *considerando las variables de gestión, las biológicas y las físicas así como las variables económicas y financieras recogidas en el análisis de sensibilidad; se concluye que el riesgo de generación de flujos es mínimo.*

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

## V. EL ENTORNO

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

Por políticas públicas se entiende no solo las domésticas sino las de los países con los que existe comercio. En el caso de los productos forestales, al menos hasta el momento de la calificación, y previo a la pandemia del coronavirus, el cúmulo de barreras estaba relativamente sujeto a disciplinas predecibles. Y en cuanto a la probable extensión de barreras de tipo medio ambiental, el país y especialmente este proyecto, destacan por su cuidado y certificaciones a él vinculadas.

Dado el plazo extendido de las proyecciones que se corresponde a la naturaleza del propio proyecto, el análisis de entorno se expresa en términos de grandes tendencias vinculadas a la evolución del precio de la madera y de la tierra. Asimismo, supone que la crisis derivada del coronavirus se resolvería en algunos meses y luego los mercados volverán razonablemente a la normalidad.

### 5.1 Riesgo Económico y de Mercado

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

### 5.2 El precio de la madera

El precio más importante y por tanto el juicio más determinante para la calificadora es el de la madera. Esto se fundamenta en que el 73% de los retornos de la inversión se explican por el valor de la madera.

La tendencia de largo plazo esperada para los precios de la madera, 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".

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.

No obstante esta tendencia de largo plazo, durante 2019 la demanda y en consecuencia los precios de la madera a nivel internacional, regional y doméstico, han evidenciado una importante retracción, luego de haber tenido un fuerte incremento durante 2018. Como se verá con mayor detalle, los precios de la celulosa y de la madera en bruto han caído significativamente durante 2019 respecto de los valores de fines de 2018 como consecuencia

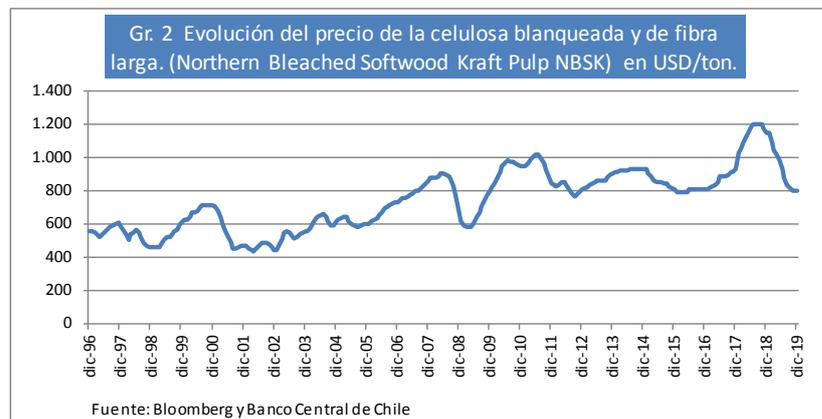
de una reducción de la demanda de China, un sobre stock en ese país y una sobreoferta de productos forestales de algunos países productores, fundamentalmente Brasil y Nueva Zelanda.

Sin embargo, para el largo plazo no existen elementos para suponer cambios en las tendencias planteadas en el prospecto de emisión. Para esta calificación CARE realizó una actualización de la información clave del sector confirmando que no deberían existir en el futuro mayores desvíos respecto de la trayectoria esperada, una vez superada la actual coyuntura, ya que no se vislumbran cambios sustanciales en la demanda ni en la oferta.

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

El contexto internacional se presenta en la actual coyuntura relativamente debilitado luego de haber alcanzado en buena parte del año 2018 niveles muy elevados de precios, tanto en pulpa de celulosa como en madera sólida. Esta reducción en los precios se explica en gran medida por tensión comercial entre China y Estados Unidos que generó una retracción en la demanda del gigante asiático, a lo que se sumó un incremento de los stocks mundiales con la entrada de más oferta en los principales países productores.

Los precios en Europa de la celulosa de pulpa de fibra larga (coníferas NBSK<sup>8</sup>), se ubican en la actualidad apenas por encima de los 800 dólares la tonelada, frente a los 1.200 de fines del año 2018.

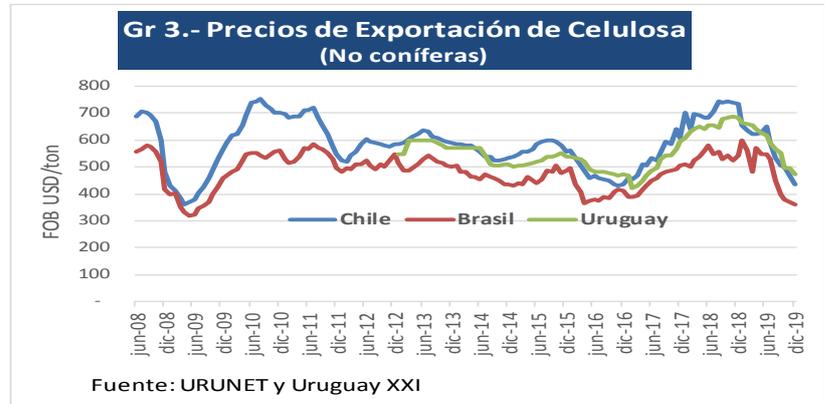


Todo parece indicar, que este escenario bajista y de incertidumbre se mantendrá hasta la primera mitad de 2020 debido a que para reducir la actual sobreoferta de celulosa será necesario algún tiempo mayor al previsto inicialmente.

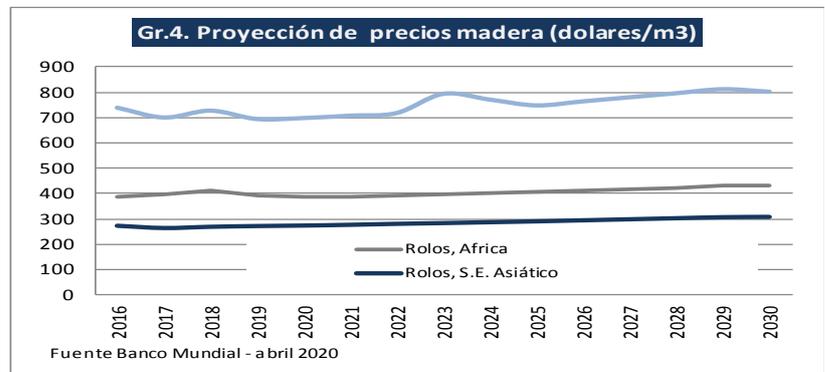
Estás bruscas oscilaciones en los precios internacionales fueron recogidos por las exportaciones locales y regionales y de esta forma los precios regionales de las exportaciones de celulosa mostraron variaciones interanuales mayores al 30% entre enero de 2018 y diciembre de 2019. Para el caso concreto de

<sup>8</sup>. Northern Bleached Softwood Kraft. Pulpa de celulosa blanqueada de fibra larga

Uruguay, los precios de exportación de la celulosa en diciembre de 2019 fueron de 473 dólares la tonelada, un 31% más bajos que los máximos de noviembre de 2018, pero similares a los de mediados de 2017.



Por su parte, los precios de la madera en bruto y de los paneles también mostraron durante 2019 un menor nivel de precios que en 2018, como consecuencia también de una menor demanda de China. No obstante esta coyuntura menos favorable, las perspectivas para el mediano plazo para la madera en bruto para aserrío o aserrada, muestra la misma tendencia que para el caso de la celulosa, o sea un crecimiento en el largo plazo, tal cual lo detalla el Banco Mundial en la siguiente gráfica. Para el caso de la madera en bruto, el último reporte del BM muestra un crecimiento leve de aquí al 2030, promediamente de un 1,3% acumulativo anual para rolos y madera aserrada.



Como resultado a esta coyuntura internacional para el rubro, se verificó en el Uruguay una reducción en los ingresos por exportaciones forestales para el año 2019 en prácticamente todos los productos. El monto total de las exportaciones aun cayendo un 11% en relación al 2018, se mantiene por encima de 2017.

**Cuadro 13. Exportación de productos forestales seleccionados (en millones de dólares FOB)**

	2015	2016	2017	2018	2019	Variación
Celulosa	1.266,1	1.222,0	1.310,0	1.660,0	1.527,0	-8%
Rolos						
(excepto eucalipto)	0,9	4,7	88,3	150,1	88,8	-41%
Tableros de						
madera contrachapados	62,2	57,8	63,5	76,1	55,4	-27%
Chips (eucalipto y pino)	56,5	82,0	63,6	95,4	102,2	7%
Madera aserrada						
No Coníferas	42,3	38,4	46,5	52,8	45,9	-13%
Madera aserrada						
Coníferas	23,4	26,7	46,5	62,4	51,5	-17%
Papel y Cartón	90,8	61,0	37,1	36,3	38,0	5%
Rolos de eucalipto	24,4	16,9	20,6	29,5	14,4	-51%
<b>Total</b>	<b>1.566,5</b>	<b>1.509,6</b>	<b>1.676,1</b>	<b>2.162,6</b>	<b>1.923,2</b>	<b>-11%</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 que salen de ese destino.

Como puede observarse, el valor de las exportaciones de celulosa –principal producto de exportación- cae un 8% en valor, explicado exclusivamente por los menores precios internacionales ya que los volúmenes exportados se mantuvieron prácticamente invariables.

Los envíos de pino en bruto a China fueron los de mayor incidencia negativa en las exportaciones, afectados por problemas de mercado por precio y stocks crecientes en China (-41%). También cayeron fuertemente las exportaciones de rolos de eucaliptus (-51%), pero su incidencia en el total es muy marginal.

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

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

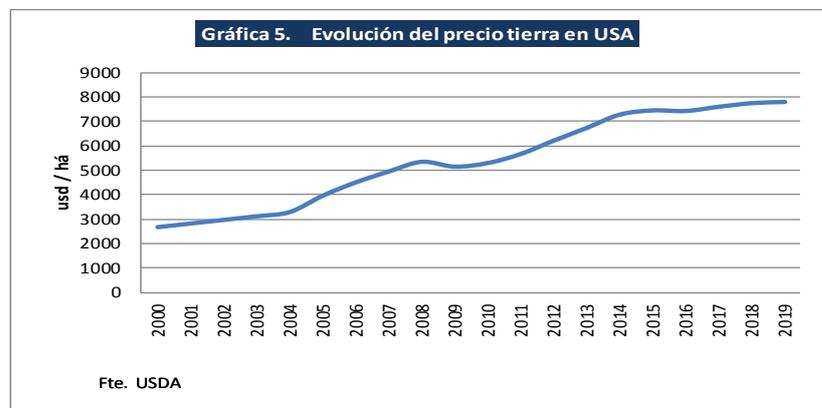
No obstante esta coyuntura adversa, las perspectivas para el rubro en lo que refiere a la demanda futura y los precios de la madera siguen siendo auspiciosos para el mediano y largo plazo. El actual escenario internacional de precios está afectado por los altos stocks en China, la devaluación del yuan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

### 5.3 El precio de la tierra

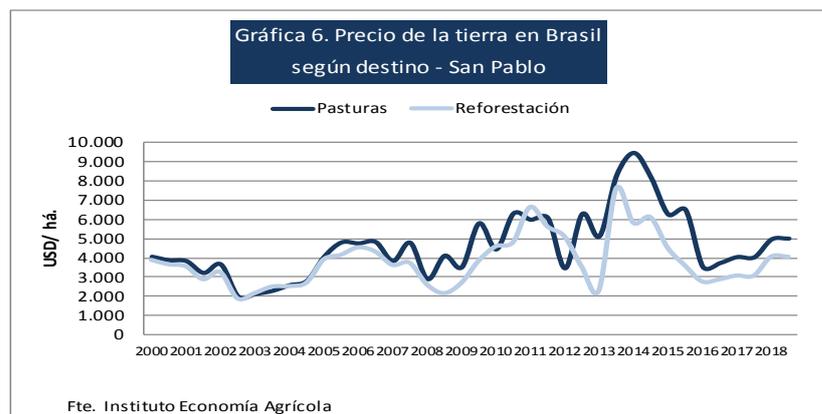
El precio de la tierra, el segundo en nivel de importancia, ha visto modificada su evolución de fuerte apreciación en dólares, con una caída a partir de 2015, y una insinuada estabilidad en los últimos años con las variaciones propias de un escaso número de operaciones; según reporta la Dirección de Estadísticas Agropecuarias del MGAP para el promedio de las operaciones en todo el país. Las perspectivas de demanda internacional por tierra son alentadoras y ubican los precios en niveles crecientes para el corto y mediano plazo, pero a tasas más moderadas que en el pasado. 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 Volcker" y en menor medida, después de la crisis financiera de Lehman Brothers, y en forma muy moderada. Cualquiera de los dos shocks negativos en el nivel de precios, fueron revertidos en pocos años. En 2018, los precios de la tierra (promedio) aumentaron un 2% y para 2019 el USDA reporta un aumento de un 0,6% en términos nominales.



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



En Argentina, el precio de la tierra agrícola (de muy buena calidad), aumentó desde 1956 (USD 557 la Ha.) a enero de 2008 (USD 10.000 la Ha.) a un ritmo promedio de 3,5% acumulativo anual en términos reales, o sea descontando

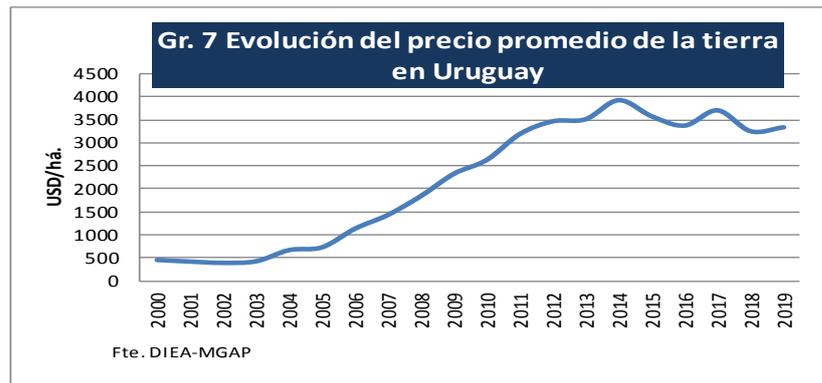
la inflación del dólar. Dicho crecimiento continuó hasta fines del 2011 (con una breve interrupción principalmente ocasionada por la crisis financiera de los años 2008/09). A partir del 2011 y debido a factores ajenos al campo y relacionados con la economía del país: la restricción a la compra-venta y/o giro de divisas extranjeras (“cepo cambiario”), el aumento del costo medido en dólares, la baja en el precio de los “commodities” y el aumento de la presión impositiva determinaron el comienzo de un período de leve reducción de los precios de la tierra. A estas medidas hay que sumarle la sanción de la Ley 26.737 “Régimen de Protección al Dominio Nacional sobre la Propiedad, Posesión o Tenencia de las Tierras Rurales” (“Ley de tierras”), que también generó efectos negativos sobre los precios.

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

En los años en los que hubo gran demanda de campos y altos precios de la soja (2011-2014), los valores en la zona núcleo se ubicaban entre USD 18.000 y USD 22.000/Ha mientras que en 2019 esos mismos campos se ubican entre USD 12.000 y USD 15.000/Ha. Según operadores del mercado inmobiliario rural argentino, los niveles de precio llegaron a un piso en el año 2017 y a partir de allí habían comenzado una lenta recuperación. El reciente cambio político, las medidas hacia el sector, el control del dólar (cepo), el aumento de las retenciones, generan dificultades adicionales para prever lo que pueda ocurrir en el mediano plazo con los valores de los campos en ese país, pero todo hace suponer que por el momento no debería haber variaciones en los precios al alza.

En el caso de Uruguay, la información reportada por DIEA-MGAP para el promedio de las transacciones de tierras da cuenta de una muy fuerte valorización a partir de 2004 y hasta el 2014 cuando se verifica el valor máximo. A partir de 2015 comienza un cierto ajuste a la baja pero con un comportamiento un tanto errático, consecuencia seguramente de una bajo número de transacciones en donde la calidad y la localización de los campos comercializados tienen una gran influencia en los valores medios. Fue así que en 2017 DIEA reportó un aumento de un 10% en el valor de la tierra, luego en 2018 la misma oficina da cuenta de una reducción de un 12%, y luego para el año 2019 el precio promedio de la hectárea media muestra una leve recuperación de un 3% con relación al año anterior.

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.



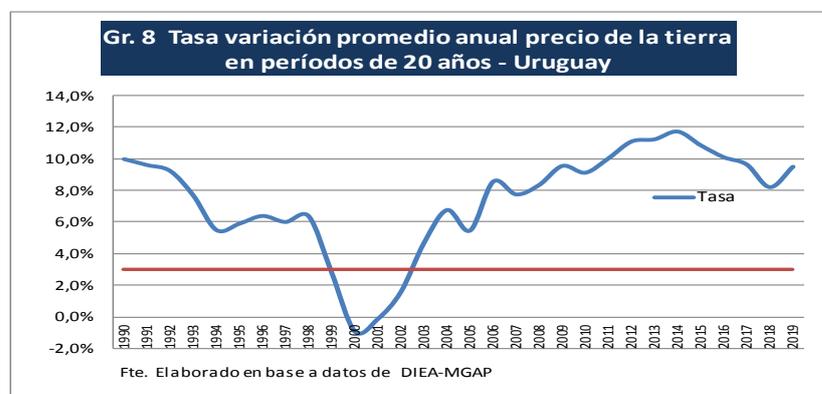
La valorización del precio de la tierra es un componente significativo de ingreso final del fideicomiso (14%) por lo que lo que finalmente ocurra con su comportamiento tendrá una contribución con el retorno final de la inversión. El modelo financiero supuso una valorización acumulativa anual de un 3% durante 20 años, por lo que resulta importante conocer que ha sucedido en el pasado como forma de tener una cierta aproximación con lo que pueda ocurrir en el futuro.

Para ello CARE analizó con la información de los precios de la tierra (en dólares corrientes) de una serie de 50 años (1970 a 2019) la variación anual en períodos de 20, en donde se observa lo siguiente:

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

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

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



### 5.4 Las políticas públicas, el riesgo político

El riesgo de políticas públicas refiere a la amenaza, de parte del Estado, de actuar contra las modalidades de propiedad y explotación que propone el fideicomiso. 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 resumen, no se perciben condiciones que permitan advertir amenazas desde las políticas públicas, a ser aplicadas por la nueva Administración.

**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

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)<sup>9</sup> de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.

Comité de Calificación



Ing. Julio Pieve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrian Tambler

<sup>9</sup> **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. **Grado de inversión mínimo.**