

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

Montevideo, octubre de 2021

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 13 - octubre - 2021

Denominación:	Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 4
Fiduciario:	EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Operador (Administrador) y Organizador:	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.
Títulos emitidos:	Certificados de participación escriturales
Moneda:	Dólares americanos
Importe de la emisión:	USD 330.000.000
Fecha de Suscripción:	10 de abril 2019
Distribuciones:	Cuando existan Fondos Netos Distribuibles según resultados y a partir del tercer año, de acuerdo a procedimiento establecido.
Activos del Fideicomiso:	Compra y/o arrendamiento de predios rurales para desarrollar una explotación forestal.
Plazo de vigencia del fideicomiso:	máximo de 30 años.
Vigencia de la Calificación:	30 de abril de 2022.
Calificación de Riesgo:	BBB+.uy ¹
Comité de Calificación:	Julio Preve, Martín Durán Martínez y Adrián Tamber.
Manual Utilizado:	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros

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

Resumen General

CARE actualizó la calificación de los certificados de participación en el dominio fiduciario del "Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 4" con 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 proyecto que desde el punto de vista físico y económico supera diversas pruebas a los que razonablemente la emisora y la calificadora han sometido el proyecto. La última actualización del flujo financiero se realizó a marzo de 2021, manteniéndose las conclusiones de las anteriores calificaciones.
- 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. Los desvíos observados han sido debidamente justificados por el operador y el comité de vigilancia y en principio no generan cambios en la marcha del proyecto.
- Un negocio compuesto por la adquisición de 55.365 hectáreas de tierras forestales sobre las cuales al 30 de junio de 2021 hay plantadas 34.519 has, y hay 633 para plantar, con lo que se obtendrá un aprovechamiento del 63%. El Fideicomiso también arrienda un total de 6.030 hectáreas de las cuales hay plantadas unas 3.455. El área forestada, entre los campos propios y arrendados, será del orden de 38.600 hectáreas.
- Se adquirió una extensión de tierras con un negocio en marcha, con la cual se mitigaron considerablemente los riesgos de adquisición y plantación, aunque el plan de negocio considera la reconversión de buena parte del área que estaba plantada con pinos.
- Se destaca la alineación de incentivos entre el Fideicomiso y el Administrador ya que este último adquirió Certificados de Participación (CP) por el 0,6% del monto total de la oferta pública en la primera emisión. 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.
- Las ventas de madera durante el primer semestre del año 2021 se ubicaron por encima de lo presupuestado, debido en gran medida al incremento de las exportaciones de pino y eucalipto durante el segundo trimestre. Muy probablemente esa tendencia se mantenga durante el segundo semestre, si continúan las favorables condiciones de precios y de mercados, culminando el año con ingresos significativamente mayores (44%) respecto a lo previsto en el presupuesto. Si bien los costos de

producción también se incrementaron para acompañar la mayor demanda, se destaca la obtención de un resultado operativo un 27% superior a lo presupuestado para el primer semestre.

- La última actualización del flujo de fondos fue realizada a marzo de 2021 y se proyectó a 2039. Sobre la base de esas proyecciones, CARE estima que la TIR para quienes adquirieron los certificados de participación en el año 2019 (si bien hubo tres integraciones, todas fueron en 2019), se ubicaría en 9,5%. Estos resultados se estiman sobre la base de los precios esperados de la madera y una evolución de los costos, ingresos y valorización del precio de la tierra que CARE considera razonables².
- La primer tasación de los campos y montes del fideicomiso fue realizada al 31 de diciembre de 2020, arrojando un valor total de 388,44 millones de dólares, cifra que supera el monto de la emisión³.
- La demanda por madera sólida con destino a la exportación ha mostrado un marcado crecimiento desde el segundo semestre del año 2020 y se viene manteniendo en buenos niveles en este 2021, lo que ha generado una intensa actividad de exportaciones de madera a diferentes mercados. Los precios de la madera aserrable de pino han mejorado fuertemente respecto de los años anteriores para ubicarse en los máximos históricos, pero no ha ocurrido lo mismo para el eucalipto cuyos valores se mantienen levemente por debajo de 2017 y 2019. Asimismo, Los precios de celulosa han comenzado a mostrar una recuperación luego de sufrir una muy fuerte caída durante 2018 y 2019. La reducción de los stocks y la recuperación de la demanda, que debería continuar en la medida que se vaya superando la pandemia del Covid 19, estarían explicando la recuperación de la demanda y los precios. La demanda interna por madera con destino a las plantas de celulosa se estima que crecerá fuertemente cuando se ponga en funcionamiento la tercera planta de celulosa en el país, pudiendo incluso generarse una cierta tensión sobre la oferta. En la Sección V se actualiza la información y se profundiza sobre estos aspectos, en particular la evolución del precio de la tierra y de la madera.
- Si bien se encuentra en el Parlamento un Proyecto de Ley con media sanción que promueve una mayor regulación en la producción forestal, no se advierten amenazas en lo que respecta a las políticas públicas para este fideicomiso ya que éste ha culminado el proceso de inversión en tierras y plantaciones
- La crisis sanitaria provocada por el Covid 19 a partir del primer semestre del año pasado no se prevé tenga un impacto de una magnitud tal que no haya sido contemplado en las sensibilizaciones.

². La actual pandemia sanitaria podría tener efectos sobre los valores de los activos y los precios en el corto plazo, pero tratándose de un negocio a largo plazo, se entiende que al momento de liquidación del patrimonio el tema se habrá superado.

³. CARE tiene algunas diferencias respecto de la metodología aplicada que se expresan en la sección IV.

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 así como en el del regulador: 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 generales

- El Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 4 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.
- 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 del presente, vienen cumpliendo a satisfacción con los planes de negocios originales, análogos al que se presenta en esta oportunidad.
- 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, 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.
- El Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 4, quedó constituido el 17 de diciembre de 2018, 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".
- Con la emisión se adquirió un patrimonio que ya se encontraba forestado y en plena operación. Se compraron un total de 55.365 hectáreas, integrado por dos bloques: el Norte (Terena) con 18.802 hectáreas y el Noreste (Guanare) 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 actualmente es de unas 34.519 hectáreas y hay aproximadamente 333 hectáreas disponibles para plantar, lo que arrojaría un aprovechamiento promedio de 63%. Aproximadamente el 37% de la superficie sigue siendo de pino.
- El Fideicomiso arrienda también actualmente un total de 6.030 hectáreas de las cuales hay hoy plantadas unas 3.455. Los campos arrendados se encuentran en los departamentos de Cerro Largo, Treinta y Tres, Tacuarembó, Rivera y Durazno

- Al cierre del proyecto el ingreso total estimado por ventas corresponderá en un 51% a la venta de madera, un 33% a la venta de bosques en pie, y finalmente un 15% a la venta de tierra al final del proyecto. Los ingresos por pastoreo son marginales. Estos ingresos se estimaron descontando el flujo esperado a una tasa del 6%.
- El plan de negocio supone que en la medida que se vayan cortando los montes de Pino, las áreas cosechadas serán replantadas con Eucaliptus sp orientado a la producción de madera para aserrío libre de nudos y en las zonas menos productivas se plantarán especies de Eucaliptus con destino a la producción de pulpa de celulosa.
- El 28 de agosto de 2019 el Fideicomiso tomó posesión de los campos adquiridos, y se inician las operaciones por parte del Operador.
- En diciembre de 2020 tuvo lugar la auditoría anual de la certificación FSC, la que transcurrió sin mayores novedades y el certificado fue renovado sin haberse detectado mayores observaciones.
- A los efectos de atender los déficits de caja derivados de los costos de cosecha y el proceso de exportación, el Fideicomiso ha incurrido en la contratación de créditos de corto plazo con bancos privados de plaza, los cuales en varias oportunidades se han ido renovando. Asimismo el Fideicomiso ha contraído un crédito de largo plazo que se viene amortizando sin inconvenientes. En todas las oportunidades, se ha contado con la aprobación del comité de vigilancia y el fiduciario lo ha comunicado a la Calificadora.
- El 28 de diciembre de 2020 se realizó una Asamblea de Titulares de los Certificados de Participación con la representación del 100% y se decidió modificar algunos términos y condiciones de los CPs. Los cambios refieren a la modificación de la paramétrica del ajuste de los Fee de Agroempresa Forestal y también se acordó subir información una vez por año de los Fideicomisos a la WEB de Bosques del Uruguay.

b. Hechos salientes del período

- Durante el primer semestre de 2021 las cosechas de madera estuvieron por encima de lo presupuestado, como consecuencia de un mercado muy demandado, especialmente del mercado externo. Los ingresos brutos por concepto de la venta de madera aserrable se ubicaron un 17% por encima de lo presupuestado debido en su mayor parte a un fuerte incremento de las exportaciones de Pino y Eucaliptus. Si se mantiene esta tendencia el operador estima que el fideicomiso cierre el 2021 con un 44% más de ingresos respecto a lo previsto en el presupuesto.
- Finalmente se desestimó la compra por parte del Fideicomiso de un aserradero que fue adquirido por otra empresa. El comprador proyecta duplicar la capacidad de secado, lo que traerá aparejado un aumento de consumo de madera rolliza de la zona y ésta puede ser una importante oportunidad para vender madera de los bosques de pino de Tacuarembó y Rivera pertenecientes al Fideicomiso.

- El área bajo contratos de pastoreo en el primer trimestre aumentó en 910 hectáreas comparado con el trimestre anterior, lo que eleva el área total bajo pastoreo a 40.795 hectáreas, quedando sin contratos 14.431 hectáreas, de las cuales solo 8.110 están disponibles para ser arrendadas para pastoreos. Con los contratos vigentes, el ingreso total por pastoreos para 2021 se estima en US\$ 569.876, un 7% por encima del presupuesto.
- El comité de vigilancia luego de la realización de visitas a diferentes predios informa que las plantaciones realizadas en 2020 evidencian muy buenos crecimientos, sin mayores daños por hormiga y en general buen control de malezas. El plan de podas viene ocurriendo sin contratiempos, incluso adelantado a lo planificado.

3. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- Balance con informe de auditoría al 31 de diciembre de 2020 de Agroempresa Forestal.
- Estados Contables Intermedios del Fiduciario al 30 de junio de 2021.
- Estados Contables Intermedios del Fideicomiso al 30 de junio de 2021.
- Informes del operador, el último a junio de 2021.
- Informes del Comité de Vigilancia, el último al 20 de setiembre de 2021
- Calificaciones y actualizaciones de los Fideicomisos Financieros Forestales Bosques del Uruguay I, II y III realizadas por CARE.
- Información relevante del sector forestal.

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 invirtió en la compra y arrendamiento de inmuebles rurales para desarrollar una explotación forestal.

Moneda: Dólar fondo

Importe de la Emisión: 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.

A setiembre de 2021 son socios al 50 % cada uno, Diego Rodríguez Castagno y Sandra Susana González Vila.

Situación económica y financiera⁴

El análisis de los EE.CC intermedios al 30 de junio de 2021 sigue mostrando una sólida situación de solvencia. El ratio de liquidez se mantiene por debajo de la unidad. Cabe mencionar que el activo no corriente se compone en buena medida por los depósitos en garantía a que está obligada la firma, según normativa vigente, por los fideicomisos que administra y en consecuencia son de disponibilidad restringida. Esto explica los pasivos financieros, que son contraídos para constituir estas garantías y que una vez liberadas, los mismos son cancelados. En cuanto a la eventual necesidad temporal de fondos para atender obligaciones de corto plazo, la firma cuenta con financiamiento con partes relacionadas por lo que el riesgo de liquidez es muy acotado.

⁴ En relación a la crisis sanitaria causada por el Covid 19 y sus eventuales impactos económicos, la Dirección entiende que no se generarían impactos significativos sobre la situación financiera y patrimonial de la Sociedad, dado que su cartera de fideicomisos se encuentra diversificada y se mantienen contratos de largo plazo.

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

Concepto	30/06/2021	31/12/2020	31/12/2019
Activo Corriente	20.788	15.859	16.842
Activo no Corriente	266.123	228.346	176.772
Total Activo	286.911	244.205	193.613
Pasivo Corriente	31.321	27.348	22.132
Pasivo no Corriente	218.771	180.257	140.738
Total Pasivo	250.092	207.605	162.870
Patrimonio	36.819	36.600	30.743
Total Pasivo y Patrimonio	286.911	244.205	193.613
Razon Corriente	0,66	0,58	0,76

Fuente: EE.CC EFAM

Los resultados parciales de la firma a junio de 2021 muestran una caída importante respecto al mismo periodo del año anterior, explicado básicamente por los resultados financieros como se aprecia en el cuadro siguiente.

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

Concepto	30/06/2021	30/06/2020	31/12/2020
Ingresos Operativos	33.177	28.130	60.275
Gastos Adm. y Vtas.	(26.312)	(24.136)	(53.901)
Resultado Operativo	6.865	3.994	6.373
Resultados Financieros	(6.143)	3.152	2.566
Resultados antes de impuestos	722	7.147	8.939
IRAE	(502)	(2.042)	(2.686)
Resultado del período	219	5.105	6.253
Res Operativos/Ingresos	20,69%	14,20%	10,57%
Res Ejercicio/Ingresos	0,66%	18,15%	10,37%

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

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

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

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

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

El trabajo insumió seis meses y del mismo surgieron una serie de recomendaciones ya detalladas en la anterior actualización. En términos generales las mismas han sido implementadas y tal como fue expresado en anteriores informes de actualización por lo que no cabe reiterarlas acá.

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

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

Figuras clave

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

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

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

Situación económica financiera

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

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

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

El Fideicomiso⁵

Con fecha 17/12/18 se celebra el contrato de fideicomiso entre EFAM (fiduciaria) y AF (administrador). El 18/3/19 el BCU autorizó la inscripción del Fideicomiso en el Registro del Mercado de Valores y consecuentemente la emisión de CP's por un monto de hasta u\$s 330 millones.

En virtud de lo antedicho, se emitieron CP's por u\$s 330 millones (el máximo autorizado) ya totalmente integrados en tres emisiones sucesivas realizadas entre el 11/4/19 y 26/8/19 y de esa forma cumplir con el inicio del plan de negocios forestal descrito en otra sección de este informe.

A continuación se presentan los EE.CC del Fideicomiso al cierre del primer semestre de 2021.

Cuadro 3: Estado de Situación del Fideicomiso (miles de u\$s)			
Concepto	30/06/2021	31/12/2020	31/12/2019
Activo Corriente	14.276	10.259	6.576
Activo no Corriente	410.909	411.156	321.617
Total Activo	425.185	421.415	328.193
Pasivo Corriente	13.719	8.490	1.843
Pasivo no Corriente	4.608	5.439	201
Total Pasivo	18.327	13.929	2.044
Patrimonio	406.859	407.487	326.149
Total Pasivo y Patrimonio	425.185	421.415	328.193
Razon Corriente	1,04	1,21	3,57

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Al no haber nuevas tasaciones por tratarse de un cierre intermedio, no se registran variantes por cambio de valor razonable ni en la tierra ni en los activos biológicos. El patrimonio, tal como se explicitara ampliamente en la anterior actualización, experimentó por ese motivo un fuerte incremento que, en términos generales, mantiene en el periodo informado, situándose un 23 % por encima de la emisión recibida⁶.

En cuanto al pasivo, se registran créditos bancarios con un saldo a la fecha de cierre de USD 9.3 millones, de los cuales el más importante es un crédito por USD 8 millones que se está amortizando en 36 cuotas mensuales iguales y consecutivas desde marzo 2020 por lo que se ha cancelado ya, aproximadamente un 50 %. El resto se trata de créditos bancarios de corto plazo.

⁵. Ante la situación de crisis sanitaria, de incierta definición, se advierte que podría afectar los valores de los activos en el corto plazo, pero tratándose de un negocio a largo plazo, se entiende que al momento de liquidación del patrimonio el tema se habrá superado.

⁶. La pertinencia del incremento de valor producto de la última tasación practicada, es analizada en otra sección de este informe.

Cuadro 4: Estado de Resultados Fideicomiso (miles de u\$s)

Concepto	30/06/2021	30/06/2020	31/12/2020
Ingresos operativos	19.647	15.590	27.451
Cambio valor activo biológico			86.949
Costo de los bienes vendidos	(15.904)	(11.416)	(19.790)
Resultado Bruto	3.743	4.173	94.610
Gastos administración y ventas	(3.722)	(3.683)	(7.457)
Resultados financieros	(93)	(118)	(131)
Resultados diversos	-		(3.188)
Resultados antes IRAE	(72)	372	83.834
IRAE	(556)	(1.161)	(2.496)
Resultado del ejercicio	(628)	(789)	81.338
Costos de emisión			-
Resultado integral del periodo	(628)	(789)	81.338

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Los ingresos registrados en el periodo, según cuadro precedente, responden casi en su totalidad a venta de madera siendo marginales los ingresos por conceptos tales como pastoreo y otros menores.

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 constatare 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 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

El proyecto en el prospecto original para el escenario base presentaba una Tasa Interna de Retorno del 7,67% para el inversor. Para la actualización de abril de 2021 se contó con un nuevo flujo financiero para el período 2021-2039, que permite calcular una nueva TIR para el inversor.

Los supuestos considerados en esta última estimación, los cuales resultan razonables a juicio de CARE, fueron los siguientes:

- Los rendimientos proyectados se mantienen alineados al comportamiento real que se viene observando en los montes⁷.
- Los costos de cosecha, poda y fletes están ajustados a los valores actuales reales.
- Los precios de la madera son los actuales según el tipo de producto y el destino.
- Se incorpora la venta a UPM2 a partir del 2023 lo que permite reducir costos de fletes.
- Los precios de los productos ajustan según la Inflación de EEUU (proyectada por BEVSA). No se proyectan aumentos reales en los precios, ni en madera para pulpa ni en la sólida.
- Se proyecta la devaluación y la inflación de Uruguay en base a los criterios de BEVSA para realizar las valuaciones.
- El aumento en el precio de la tierra es de un 3% anual en dólares corrientes.

Para CARE estos supuestos son compatibles en su totalidad.

En base a esta proyección, CARE estimó cual sería la TIR para el período completo del proyecto. Se considera la inversión en el año en que se realizó la emisión (tres emisiones, todas en el año 2019) y los ingresos son los proyectados en el nuevo flujo que comenzarían a partir de 2023 y terminarían con la liquidación del Fideicomiso en 2039. En este caso la TIR sería de 9,5% y sería el escenario base.

CARE también realizó una sensibilización de ese flujo, suponiendo una situación más favorable y otras menos. Los resultados se presentan en el cuadro siguiente, siempre suponiendo la inversión en el año 2019 y los ingresos proyectados a partir de 2023 y hasta 2039.

⁷ Los flujos de ingresos se ajustaron a los resultados de las mediciones continuas de las parcelas permanentes.

Cuadro 5: Resultados de la en diversos escenarios

Escenario	mar-21
1 Madera ajusta por inflación USA; costos ajustan por Inflación UY; madera tiene aumento del 1% adicional y la tierra aumenta un 3%	12,4%
2 Madera ajusta por inflación USA; costos ajustan por Inflación UY y la tierra aumenta un 3%	9,5%
3 Aumento precio de tierra (3%)	8,2%
4 Todos los valores constantes	7,7%

Fuente: CARE en base a información del operador

El escenario 2, es el más probable para CARE y es también el escenario base que se describió precedentemente. Sería con un aumento en el precio de la madera en el entorno de la inflación de EEUU, o sea un mantenimiento en términos reales. Las proyecciones del Banco Mundial para los próximos diez años suponen un aumento entre un 1,1 y un 1,3% anual dependiendo del origen (ver Sección V). Para el caso de la tierra un incremento de un 3% anual parece razonable en la situación actual ya que el precio ha tenido un ajuste muy importante entre 2004 y 2014.

El escenario 1 supone además un ajuste a largo plazo en los precios de la madera de un 1% anual (por encima de la inflación de USA).

En el escenario 3 se supuso que los precios de la madera y los costos de producción se mantuvieran constantes en términos nominales durante todo el período y solamente aumentara el precio de la tierra en un 3%

El escenario 4 es el más desfavorable. Como puede observarse, aún en el caso que no haya ningún aumento en los precios de la madera, ni en el precio de la tierra en 20 años, la TIR seguiría siendo razonable (7,7%).

2. Nueva estimación del costo de oportunidad del capital.

El costo de oportunidad del capital teóricamente pone un piso a la rentabilidad esperada de un proyecto y es el indicador clave para descontar los flujos de fondos esperados. En este sentido CARE realizó una actualización de la estimación del costo de oportunidad del capital, utilizando el modelo de valoración CAPM (Capital Asset Pricing Model) y, siguiendo a Damodaran⁸ se adicionó a éste una prima que contempla el riesgo específico del mercado en el que se ejecuta el proyecto (se consideró el riesgo país en este caso). En consecuencia para el cálculo del costo de los fondos propios se aplica la siguiente fórmula:

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

Donde:

E(ri): Tasa de retorno esperada del capital

β_{im} : Riesgo sistemático propio respecto del riesgo de mercado⁹.

r_f: tasa libre de riesgo (Trasuty Bond de USA a 10 años).

E (R_m) – R_f: Prima de Riesgo de mercado. Es el premio por riesgo específico al mercado que opera el proyecto (diferencia entre los rendimientos de los activos de renta variable¹⁰ y la tasa libre de riesgo).

⁸. A. Damodaran, "Estimating Equity Risk Premiums" Stern School of Business.

⁹. Se consideraron los betas promedio de compañías del sector forestal en mercados emergentes según A. Damodaram

¹⁰. Equity Risk Premium del S&P 500

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 (5 a 7%), así como también los valores muy bajos de los últimos años (cerca de cero en 2020). En los últimos diez años, ese rendimiento se ubicó en 2,01%, y en la actualidad se encuentra en aproximadamente un 1,3%¹¹.

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 2021 se ubica en 0,89 (1,01 para el promedio de los últimos 5 años), lo que indica que la inversión en la producción forestal tiene casi el mismo riesgo y variabilidad que el promedio de todas las actividades en ese mercado.

A los efectos de calcular estos indicadores se tuvieron en cuenta los valores promedio de los últimos 5 años, que son aquellos sobre los cuales los inversores deben tomar las decisiones. En este sentido, para el caso del rendimiento de los bonos americanos se consideró 1,94% y para el riesgo país (índice UBI), se consideraron 1,50 puntos básicos. Ambos valores son particularmente bajos en relación con los históricos.

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 6,36%. Este valor es menor a la TIR estimada para el escenario más probable (9,5%), lo que indicaría que la rentabilidad sería mayor 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, esto es consecuencia de la caída en los retornos de los bonos del tesoro de EEUU (tasa libre de riesgo) y del riesgo país.

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

3. Manejo Económico- Productivo

Las 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.

¹¹ . En la actualidad los rendimientos de estos bonos están con tasas relativamente más bajas que el promedio de los últimos 10 años, en el entorno al 1,5%. Durante la peor parte de la crisis sanitaria estuvieron aún mucho más bajas, por debajo del 1%.

En este Fideicomiso como ya se informó se adquirieron campos ya forestados por lo tanto ya desde el primer año se verifican ingresos por concepto de venta de madera.

Si se mantiene la tendencia del segundo trimestre del año 2021 el fideicomiso mostraría para el año completo un volumen y valor de las exportaciones superior al proyectado en el presupuesto. Si bien hubo algunas dificultades relacionadas con la disponibilidad de fletes internos y marítimos que incrementaron los precios de esos servicios, la fuerte demanda de madera, especialmente de pino, sería la principal determinante de este aumento en las ventas..

Cuadro 6. Ventas brutas estimadas y presupuesto 2021 (USD).

	Real	Presupuesto	Diferencia
Stock 2020 grandis	11.003.421	8.312.004	2.691.417
Raleo Pino	1.332.638	3.629.784	-2.297.146
Talarasa Pino	23.528.551	5.584.352	17.944.199
Eucaliptus +30	12.451.119	6.046.172	6.404.947
Eucaliptus +20	4.127.083	1.763.396	2.363.687
Eucaliptus pulpa	831.600	4.048.650	-3.217.050
Leña	15.759	0	15.759
Venta en pie pino	40.794	0	40.794
Total	53.330.965	29.384.358	23.905.813

Fuente: el operador

Los costos de producción se proyecta que serán sustancialmente mayores al presupuesto, explicado básicamente por la mayor cosecha y los mayores volúmenes exportados. En tal sentido, se destacan los fuertes desvíos en costos de talarasa y raleos, los fletes internos y los gastos de exportación.

Por su parte, las inversiones en plantaciones y en manejo seguramente terminarán el año en línea con lo presupuestado. Esto es muy importante, ya que retorno de la inversión depende en un 86% a la venta de madera, por lo tanto es clave el manejo y seguimiento del bosque.

Cuadro 7. Costos e Inversiones estimadas y presupuesto 2021 (USD).

	Estimado	Presupuesto	Diferencia
Costos de Producción	41.197.403	21.177.808	20.019.595
Inversiones Implantación	1.377.924	1.499.179	-121.255
Inversiones Manejo	320.260	284.436	35.824
Gastos	6.241.782	5.869.037	372.745
Total	49.137.369	28.830.460	20.306.909

Fuente: el operador

4. Resultados de la medición de parcelas permanentes

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

El último ajuste al modelo financiero realizó algunos cambios en las curvas de crecimiento generando un aumento en el IMA, estimado a los 20 años, del 10%. Las mediciones realizadas en las parcelas permanentes durante 2020 estarían alineadas con estas nuevas curvas utilizadas para los cálculos de volumen de madera. En los próximos años se seguirán ajustando las curvas según la información que surja de las mediciones.

5. Tasación de la Tierra y los Montes Forestales

Los proyectos forestales son altamente sensibles a la valoración que se hace de la tierra y de los activos biológicos. Anualmente, deben hacerse tasaciones de ambos conceptos según métodos que difieren sensiblemente según sea el perito que lo haga, a efectos de reflejar su valor razonable en los EE CC. CARE entiende que tales diferencias de criterio alteran (en más o en menos) significativamente el valor patrimonial contable dependiendo del criterio adoptado y de supuestos que no siempre son compartidos. Por esa razón, CARE considera estas tasaciones como un insumo más, entre otros, para formar su juicio.

La primer tasación de los campos y montes del Fideicomiso se realizó a diciembre de 2020 con la empresa BM2C. En esa oportunidad el operador solicitó también la realización de una tasación adicional de los campos (solamente la tierra) a una empresa nacional (Agroclaro), con el objetivo de complementar la información de la tasación.

La tasación determinó un valor total para los activos al 31 de diciembre de 2020 de 388,44 millones de dólares. Esta tasación se compone de 275,46 millones de bosques y 112,98 millones de dólares por concepto de la tierra.

Como ya fuera comentado en profundidad en la última actualización Care tiene alguna dificultad con la metodología utilizada, lo que se puede resumir en los siguientes puntos:

- a) El valor actual es el flujo futuro de ingresos descontado al 8%¹², y supone la venta de la tierra inmediatamente después de que se realiza la cosecha. De esta manera tiene la desventaja de que no recoge el valor de las plantaciones que se realizan sobre los campos que se cosechan, que por otra parte es lo central del plan de negocios de este fideicomiso.
- b) El precio de la tierra se estima descontando su flujo de ingresos (renta forestal) al 8% suponiendo que durante todo el periodo aumenta apenas un 10,6% su precio, de forma tal que su valor a los efectos contables es de 2.041 dólares/ha, un precio menor al de mercado según el propio tasador (2.680 USD/ha). Si se asumiera un aumento anual en el precio de la tierra, como parece razonable suponer, del entorno al 3 o al 4%, el valor de la venta futura descontado al 8% determinaría un valor muy similar al actual en el mercado, lo que resulta bastante más razonable. De esta forma, el valor del activo forestal considerando el flujo de la madera más un precio de la tierra de mercado alcanzaría a 423,82 millones de dólares en vez de 388,44 millones.

Por otra parte la valoración de la madera, que se recoge en los EECC en los activos biológicos, considera situaciones promediales que no necesariamente reflejan el valor más ajustado de los mismos.

¹². Valor superior a la estimación realizada del costo de oportunidad (6,36%).

Para BM2C el valor del activo tierra solamente, según su metodología de cálculo, sería de 112,98 millones de dólares. Mientras que Agroclaro en base a la metodología del potencial de rentas y considerando el valor de tierras comparables, estima un valor actual para las tierras en 148,37 millones de dólares.

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. Con relación a la política sectorial del país, se destaca el proyecto de ley que propone limitar la forestación a los suelos de prioridad forestal y poner un tope a la plantación de montes de rendimiento; ese proyecto tiene ya media sanción aunque no parece claro que vaya a aprobarse en la cámara de senadores tal como se encuentra ahora. La primera lectura es que esa ley sería perjudicial para el sector, aunque no para este fideicomiso ya que ha culminado las inversiones en campos y plantaciones. En lo que refiere al mercado internacional de los productos forestales, al menos hasta el momento, el cúmulo de barreras está relativamente sujeto a disciplinas predecibles, por lo que no se prevén mayores riesgos; y en cuanto a la probable extensión de barreras de tipo medio ambiental, el país y especialmente este proyecto, destacan por su cuidado y certificaciones a él vinculadas.

La aparición de la pandemia derivada del Covid/19 ha tenido impacto tanto en la oferta como en la demanda internacional de la madera durante buena parte del año 2020, pero a partir de 2021 ha mostrado una marcada recuperación en la demanda y los precios han recuperado en gran medida los registros más elevados de los años más recientes.

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

1.- Riesgo Económico y de Mercado

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

2.- El precio de la madera

El precio más importante y por tanto el juicio más determinante para la calificadoradora es el de la madera. Esto se fundamenta en que más del 84% de los retornos de la inversión se explican por el valor de la madera.

Para el caso concreto de este proyecto, el precio que mayor incidencia tendrá en el resultado final, es el de la madera de calidad de eucalipto y de pino. Como ya fuera comentado el plan de negocios supone la sustitución de los pinos por eucaliptos manejados para la obtención de madera de calidad. Si bien el objetivo de largo plazo será la madera sólida de eucalipto el patrimonio adquirido tenía un 39% plantado con pino, los que se irán comercializando durante los primeros años. Finalmente, como en todos los proyectos forestales hay superficies plantadas con destino a celulosa y también tienen ese destino los raleos y desechos comerciales de los montes de calidad.

¹¹. Valor superior a la estimación realizada del costo de oportunidad.

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

Ese incremento de la demanda enfrenta una oferta que se ha visto limitada por crecientes medidas de protección de los bosques nativos, así como también el control que se realiza sobre los de rendimiento. Por su parte, las políticas destinadas a atenuar los impactos del cambio climático también promueven la protección de los montes al ser éstos importantes sumideros de carbono.

No obstante, esa tendencia de largo plazo puede verse afectada por coyunturas desfavorables que tengan efectos depresivos sobre la demanda y en consecuencia sobre los precios, como lo ocurrido entre 2019 y 2020. Fue así, que luego de un marcado pico al alza de precios durante 2018, los valores de la madera a nivel internacional, regional y doméstico, mostraron una caída muy significativa del orden del 35-40%, la mayor caída se verificó en 2019 para luego atenuarse o mantenerse en esos niveles deprimidos, prácticamente durante todo el año 2020. Esa caída coyuntural de precios se inicia como consecuencia de algunos conflictos comerciales entre EEUU y China, la existencia de elevados stocks y de una abundancia de pulpa de celulosa en el mercado producto de una sobreoferta de algunos países. Los efectos de la pandemia del Covid 19 sumaron distorsiones en el comercio de la madera ya que la demanda cayó en forma coyuntural en algunos países desarrollados como consecuencia de la recesión económica, los confinamientos y la menor movilidad.

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

Para el caso de la madera de eucalipto con destino aserrío, el comportamiento de los precios y de la demanda ha mostrado un comportamiento similar al de la celulosa, aunque la recuperación de la demanda comenzó antes que en el caso de la celulosa. Tras un comienzo de año 2020 muy incierto, marcado por el enlentecimiento en las exportaciones registrado sobre fines de 2019 y la declaración de pandemia a comienzos de 2020, el segundo semestre de ese año ya mostró un gran empuje, consolidando la recuperación que se mantuvo durante todo el año 2021. Por el momento ha mejorado la demanda y hay diversos mercados de exportación, sin embargo los precios aún se mantienen por debajo de los de 2017 y 2019.

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

Para el largo plazo no existen elementos para suponer cambios en las tendencias planteadas en el prospecto de emisión, aunque no habría que descartar puntualmente coyunturas desfavorables como la verificada entre 2019 y 2020. Para esta calificación CARE realizó una actualización de la información clave del sector confirmando que no deberían existir en el futuro mayores desvíos respecto de la trayectoria esperada.

El Fondo Monetario Internacional (FMI), en sus previsiones de crecimiento de la economía mundial para los próximos años ha venido ajustando sus proyecciones las cuales califican de altamente inciertas dado el impacto que está teniendo la pandemia del Covid 19, lo que ha llevado al mundo a transitar por una crisis sin precedentes. En su último informe del julio de 2021 el FMI proyecta que la economía mundial crezca 6,0% en 2021 y 4,9% en 2022.



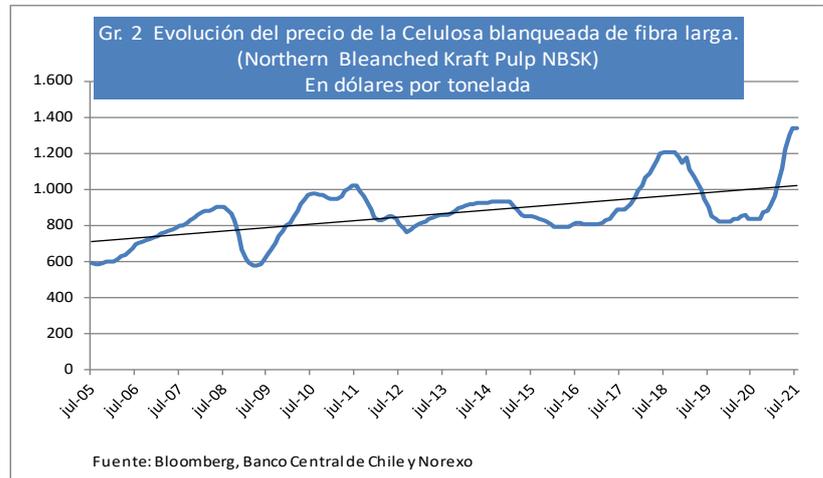
Según las últimas proyecciones del FMI para 2021, “el pronóstico mundial para 2021 no ha variado con respecto al informe de abril de 2021. Las perspectivas de las economías de mercados emergentes y en desarrollo para 2021 se han revisado a la baja, especialmente para las economías emergentes de Asia. En cambio, las proyecciones para las economías avanzadas se han revisado al alza. Estas revisiones reflejan la evolución de la pandemia y los cambios en las políticas de apoyo. El aumento de 0,5 puntos porcentuales para 2022 se deriva principalmente de la revisión al alza del pronóstico de las economías avanzadas, particularmente Estados Unidos, que refleja la adopción prevista de legislación para proporcionar apoyo fiscal adicional en el segundo semestre de 2021 y una mejora de los indicadores sanitarios, en general, en todo el grupo.”

Particular atención hay que tener con los precios, el FMI establece que “las recientes presiones sobre los precios en gran parte reflejan la inusual evolución relacionada con la pandemia y los desajustes transitorios entre la oferta y la demanda. Se prevé que la inflación regrese a los rangos que se registraban antes de la pandemia en la mayoría de los países en 2022 una vez que estas perturbaciones vayan quedando reflejadas en los precios, pero persiste una gran incertidumbre.”

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

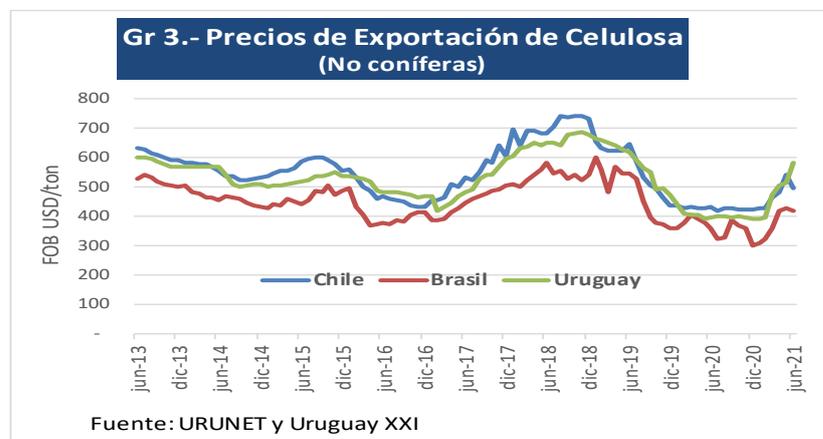
los mercados más exigentes del mundo.

Los precios en Europa de la celulosa de pulpa de fibra larga, que se toman como referencia en general para definir la tendencia (coníferas NBSK¹³), se ubican en la actualidad en el entorno de los 1.340 dólares la tonelada, superando ya los 1.230 dólares de fines del año 2018.



Luego de haberse mantenido relativamente estable y en valores bajos durante el año 2020, sobre fines de ese año y durante todo el 2021 se produce una marcada recuperación, que va en línea con el resto de las commodities (alimenticias y no alimenticias). Para el mediano plazo, los asesores de J.P.Morgan Chase proyectan que los precios de la celulosa en los puertos de China aumentarían en los próximos 4 años un 5,2 y 3,3% acumulativo anual para la BHKP¹⁴ y la NBSK respectivamente.

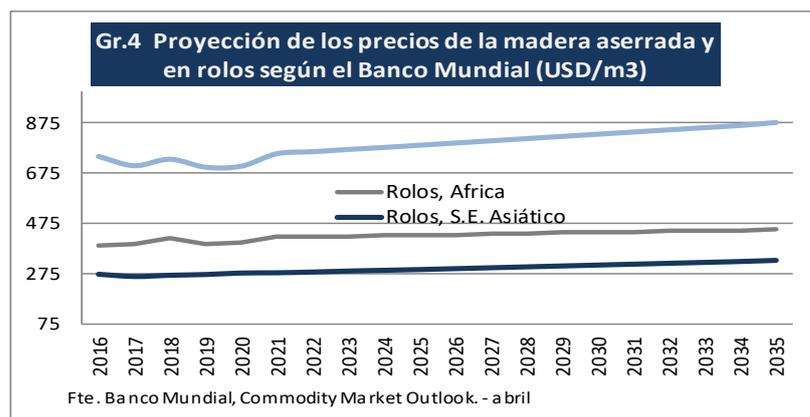
Las bruscas oscilaciones en los precios internacionales fueron recogidas por las exportaciones locales y regionales y de esta forma los precios regionales de las exportaciones de celulosa mostraron variaciones interanuales mayores al 30% entre enero de 2018 y diciembre de 2019. Para los tres países los valores FOB de las exportaciones se recuperan significativamente, pero aún estarían por debajo de los valores de fines de 2018. Para el caso de Uruguay, el precio FOB de exportación de la celulosa para el período enero-agosto de 2021 fue un 28% más elevado que el precio para el mismo período del año anterior.



¹³. Northern Bleached Softwood Kraft. Pulpa de celulosa blanqueada de fibra larga

¹⁴. Bleached Hardwood Kraft Pulp

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 leve crecimiento en valores nominales en el largo plazo, tal cual lo detalla el Banco Mundial¹⁵ en la siguiente gráfica. Para el caso de la madera en bruto, el último reporte del BM muestra un crecimiento leve de aquí al 2035, promediamente de un 1,0% acumulativo anual para rolos y un 1,2% anual para madera aserrada. Estos aumentos de precios, no alcanzarían a cubrir la devaluación del dólar, por lo que podrían estar cayendo levemente en términos reales.



Como resultado a esta coyuntura internacional para el rubro, se verifica en el Uruguay una recuperación importante de los ingresos por exportaciones forestales para el semestre del año 2021 respecto del mismo período del año anterior. Es así, que en los primeros 6 meses de 2021 se verifican aumentos en el valor de las exportaciones para todos los productos forestales.

Cuadro 8. Exportación de productos forestales seleccionados (en millones de dólares FOB)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	1er sem 2020	1er sem 2021	Variación
Celulosa	1.266	1.222	1.310	1.660	1.527	1.107	562	644	15%
Rolos (excepto eucalipto)	1	5	88	150	89	132	50	128	155%
Tableros de madera contrachapados	62	58	64	76	55	67	29	60	108%
Chips (eucalipto y pino)	57	82	64	95	102	21	21	31	47%
Madera Aserrada coníferas y no coníferas	66	65	93	115	97	104	47	72	54%
Papel y Cartón	79	52	31	29	28	18	11	14	21%
Rolos de eucalipto	24	17	21	29	14	21	6	12	110%
Total	1.555	1.500	1.670	2.156	1.914	1.471	726	961	32%

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

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

Como puede observarse, el valor de las exportaciones de celulosa –principal producto de exportación- aumenta un 15%, explicado exclusivamente por los mayores precios internacionales ya que los volúmenes exportados se mantuvieron prácticamente invariables. El resto de los productos forestales (madera sólida, chips, tableros, etc), muestran incrementos de mayor magnitud, ya que en ese caso también hay aumento en los volúmenes exportados. De esta forma, para el sector forestal en su conjunto, el valor de las exportaciones viene siendo un 32% más alto en el primer semestre del año 2021 respecto del mismo período del año anterior.

¹⁵ World Bank Commodity Price Forecast. Abril de 2021

Las exportaciones de rolos de Eucalyptus para aserrío mostraron una fuerte recuperación respecto a lo exportado en igual período en los últimos 2 años, aunque sin alcanzar aún el récord del año 2018. Se observa una mayor diversificación, en cuanto a los mercados, con la aparición de Malasia (5% del total exportado en valor), la disminución de la participación de China y el aumento de la participación de Vietnam y Camboya. La concentración continúa siendo elevada, con Vietnam, China y Camboya concentrando el 92% de las exportaciones en valor. El precio FOB medio ponderado de exportación de los rolos de Eucalyptus de aserrío se ubicó un 10% por debajo del de 2019.

Las exportaciones de rolos de Eucalyptus para aserrío mostraron una fuerte recuperación respecto a lo exportado en igual período en los últimos 2 años, aunque sin alcanzar aún el récord del año 2018. Se observa una mayor diversificación, en cuanto a los mercados, con la aparición de Malasia (5% del total exportado en valor), la disminución de la participación de China y el aumento de la participación de Vietnam y Camboya. La concentración continúa siendo elevada, con Vietnam, China y Camboya concentrando el 92% de las exportaciones en valor. El precio FOB medio ponderado de exportación de los rolos de Eucalyptus de aserrío se ubicó un 10% por debajo del de 2019.

Las exportaciones de pino continúan la tendencia al alza evidenciada en 2020, año en el cual se alcanzó un récord de las mismas. El volumen exportado en el primer semestre de 2021 fue un 32% más alto que el del mismo período del año anterior. De esta forma, siempre considerando los primeros semestres, las exportaciones de rolos de Pino alcanzaron el récord tanto en volumen como en valor, destacándose la consolidación de la recuperación respecto a la caída registrada en el primer trimestre del año anterior. A partir de 2020, se verifica un cambio relevante en el destino de las exportaciones de Pino. Previa a esa fecha casi totalidad de las exportaciones de Pino tenían como destino la China, pero a partir de 2020 aparece con fuerza el mercado de India que se transforma en el destino para el 40% de las exportaciones de rolos de pino.

3.- El precio de la tierra

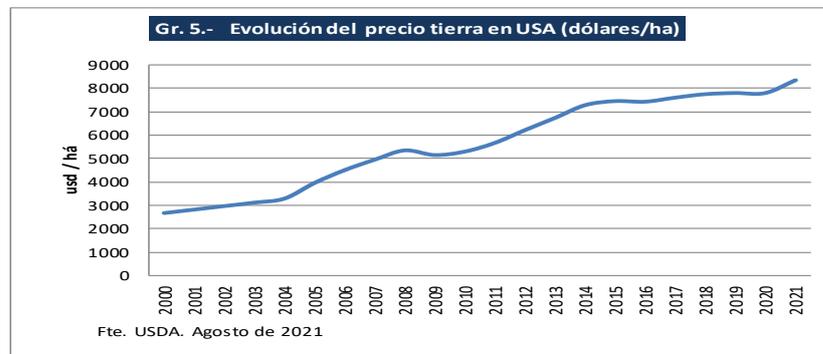
El precio de la tierra, el segundo en nivel de importancia, ha visto modificada su evolución de fuerte apreciación en dólares, con una caída a partir de 2015, y una insinuada estabilidad en los últimos años con las variaciones propias de un escaso número de operaciones; según reporta la Dirección de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

Las perspectivas de demanda internacional por tierra siguen siendo alentadoras y ubicarían los precios en niveles crecientes para el corto y mediano plazo, pero a tasas más moderadas que en el pasado. Sin embargo cabría esperar para el corto plazo incrementos en los precios por encima de la tendencia. La baja en la tasa de interés a nivel internacional, la política expansiva de los países desarrollados y la debilidad del dólar, pudieran traer efectos positivos a mediano plazo sobre los valores de la tierra debido a un mayor flujo de capitales en búsqueda de activos reales, aunque este efecto no es inmediato.

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

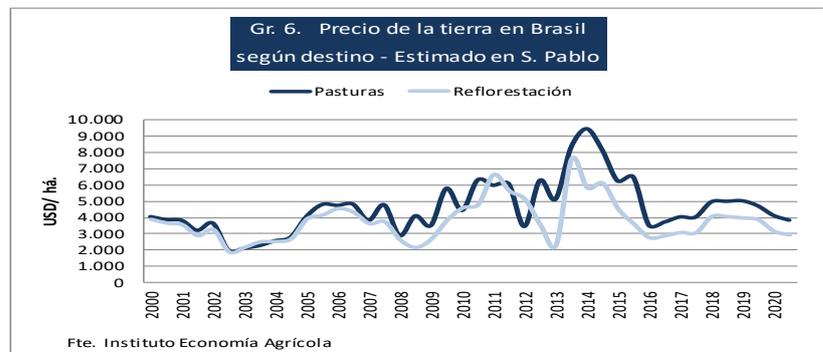
En lo que respecta al precio de la tierra en Estados Unidos, en lo que va del siglo XXI se observa una continua fase ascendente, con alguna excepción (2009 y 2015) en donde se verificaron mínimas reducciones, pero que no modifican la tendencia. El precio en Estados Unidos cayó únicamente en los primeros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

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



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

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

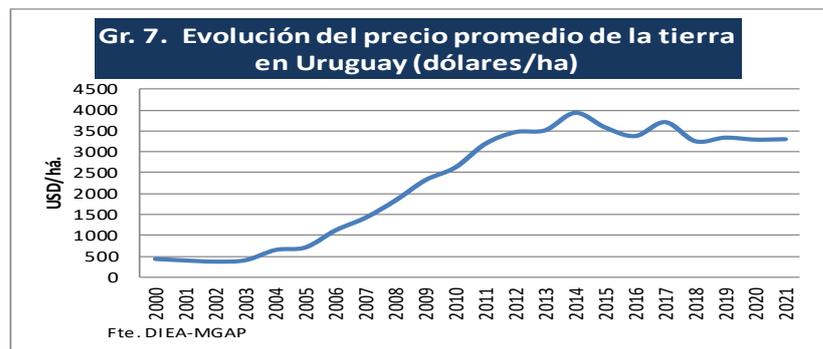


La particular situación de Argentina hace imposible disponer de una serie de precios actualizada y confiable de la tierra. La alta volatilidad de las políticas,

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

En el caso de Uruguay, la información reportada por DIEA-MGAP para el promedio de las transacciones de tierras da cuenta de una muy fuerte valorización a partir de 2004 y hasta el 2014 cuando se verifica el valor máximo. A partir de 2015 comienza un cierto ajuste a la baja pero con un comportamiento un tanto errático, consecuencia seguramente de un bajo número de transacciones en donde la calidad y la localización de los campos comercializados tienen una gran influencia en los valores medios. Fue así que en 2017 DIEA reportó un aumento de un 9,8% en el valor de la tierra, luego en 2018 la misma oficina da cuenta de una reducción de un 12,3%, en 2019 se reporta un leve aumento de un 2,6%, en 2020 el precio promedio de la hectárea media del país vuelve a caer (-1,4%) y para el primer trimestre de 2021 DIEA reporta un leve incremento (0,3%)¹⁶.

El escaso número de transacciones verificado en estos últimos años genera algunas dudas en cuanto a los valores obtenidos, lo que deberá ser corroborado en los siguientes años.



Existen otras fuentes de información realizadas por consultoras y operadores del mercado¹⁷, las que tratan de contemplar la calidad de las tierras corrigiendo los valores por el índice CONEAT y de esta forma hacer más comparable los valores. Existe una proporcionalidad comprobada¹⁸ entre el índice de CONEAT y el precio con valores de campo con CONEAT por encima de 100, pero cuando los índices están por debajo de 100, los precios también caen pero no exactamente en la misma proporción que cuando están por encima de 100. Esto básicamente se explica porque muchos de los campos por debajo de 100 son demandados para producciones diferentes a la carne y a la lana (arroz, forestación), rubros considerados para determinar el valor del índice. Realizando estas correcciones a la información disponible se obtienen series de precios que también muestran un comportamiento muy similar al obtenido por DIEA: un aumento sostenido y muy importante hasta el año 2014 y luego un descenso continuo hasta el presente. Con la diferencia de que ubican el precio actual con una caída mayor (30%) que la que se nota utilizando los valores medios de la Serie de DIEA (16%). Esto se explicaría por la elevada proporción de campos agrícolas y forestales (algunos ya forestados) en las compraventas de los últimos años.

¹⁶. "Precio de la Tierra" Compraventas Primer Semestre de 2021, publicado el 27 de setiembre 2021.

¹⁷. SERAGRO, Agroclaro y operadores privados

¹⁸. B. Lanfranco y G. Sapriza (Serie Técnica N° 187 de INIA, "El índice CONEAT como medida de productividad y valor de la tierra" 2011)

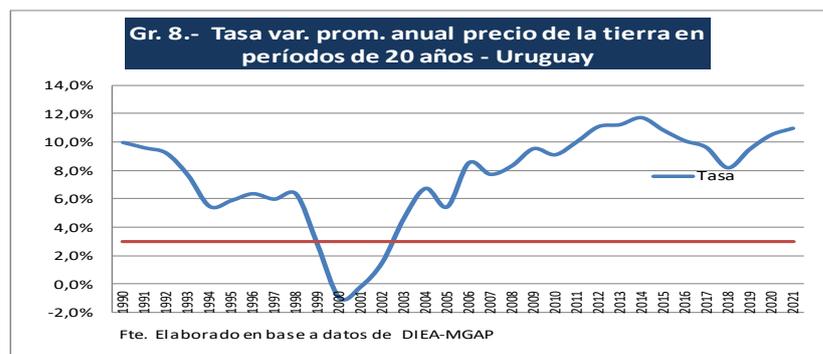
La valorización del precio de la tierra es un componente relativamente importante de ingreso final del fideicomiso (20%) por lo que lo que finalmente ocurra con su comportamiento tendrá una contribución sustancial con el retorno final de la inversión. El modelo financiero supuso una valorización acumulativa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

Para ello CARE analizó con la información de los precios de la tierra (en dólares corrientes) de una serie de 52 años (1970 a 2021) la variación anual en períodos de 20, en donde se observa lo siguiente:

- En promedio, la evolución anual del precio de la tierra en períodos móviles de 20 años fue de 7,6%.
- La tasa anual de crecimiento solamente fue menor al 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 la tasa de crecimiento anual cae levemente (7,3%), y el mínimo crecimiento anual es de 5% y en ningún período estaría por debajo del valor considerado en el prospecto.

La evolución anual de este indicador –para intervalos de 20 años- muestra una tendencia al alza hasta el 2014, para luego comenzar a caer pero se mantiene en valores muy por encima del 3% (en el entorno del 11% de crecimiento anual).



CARE entiende que si bien cabe esperar para el mediano y largo plazo aumentos sostenidos en los precios de la tierra, éstos no serían de similar magnitud que el pasado. Muy probablemente los aumentos de precios compensarán la inflación de Estados Unidos, más un pequeño componente por incremento de la productividad de la tierra, de esta forma se deberían ubicar entre el 2 y el 4% anual.

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 este sentido, interesa destacar la existencia de un proyecto de ley para regular la forestación que ya cuenta con media sanción en el Parlamento. Dicho proyecto en lo medular propone limitar la plantación de montes forestales a las tierras de prioridad forestal, así como poner un tope para la superficie total forestada de un 10% de la superficie agropecuaria del país. Este proyecto de Ley no afecta a este emprendimiento en concreto, ya que culminó tu etapa de inversión en tierras y en plantaciones. No obstante, de aprobarse esta norma se estaría implementando una regulación que puede tener efectos sobre el sector forestal. La ley tiene media sanción y es muy probable que sufra cambios en su tratamiento en la cámara de senadores, o eventualmente que no se promulgue, por lo que aún no se conocen los efectos que pueda llegar a tener sobre el sector.

En resumen, habrá que esperar para conocer como se dilucida el trámite parlamentario y evaluar si habrá o no amenazas desde las políticas públicas.

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}¹⁹ de la escala de nuestra metodología. La inclusión del signo + indica que la calificación se acerca más a la categoría superior. Se trata de una calificación de grado inversor.

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrian Tamber

¹⁹. **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. La inclusión del signo + indica que la calificación se acerca más a la categoría superior.**