

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

Montevideo, octubre de 2016

4	RESUMEN GENERAL
5	I INTRODUCCIÓN
8	II EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION
10	III LA ADMINISTRACION
17	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO DE FONDOS
20	V EL ENTORNO
28	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

**Actualización Calificación de la Emisión de Certificados de Participación
escriturales por USD 50.000.000 – Oferta Pública
Octubre 17, 2016**

Fecha de Emisión:	5 de agosto de 2011
Plazo :	Hasta liquidación de activos y obligaciones del fideicomiso
Denominación:	Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay
Distribuciones:	toda vez que existan Fondos Netos Distribuibles luego de cada Cierre de Ejercicio, o al procederse a la venta de los Activos del Fideicomiso o por la distribución final de Fondos Netos Remanentes.
Estructurador:	Ferrere Abogados
Operador:	Agroempresa Forestal SA
Entidad Representante:	Bolsa Electrónica de Valores S.A.
Entidad Registrante:	EFAsset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A
Fiduciario	EFAsset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A
Vigencia de la actualización:	hasta el 30 de abril de 2017 ¹ .
Calificadora de Riesgo:	CARE Calificadora de Riesgo
Calificación:	BBB + (uy)
Comité de Calificación:	Ing. Julio Preve , Cr. Martín Durán Martínez y Ing. Juan Peyrou
Manual:	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros

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

Resumen General

CARE calificó en su momento los Certificados de Participación del Fideicomiso Forestal Bosques del Uruguay, por un monto de USD 50.000.000, con la categoría BBB (uy) de grado inversor. En la actualización de noviembre de 2014 el comité de evaluación resolvió mejorar la nota a BBB + (uy), la que se mantiene en esta ocasión.

El presente trabajo es una nueva actualización del juicio de la calificadora, establecido con el fin de dar cumplimiento a lo dispuesto por el artículo 73 del Título III (Régimen de Información Permanente) del Libro II (Valores y Emisores) de la Recopilación de Normas del Mercado de Valores, del Banco Central del Uruguay.

Del conjunto de los principales elementos de juicio en esta oportunidad, el comité de calificación destaca los siguientes:

- La inexistencia de riesgo jurídico de estructura, oportunamente destacada y ratificada en el correr del tiempo.
- Un negocio con una adecuada consistencia entre los supuestos del prospecto y las acciones de compra de tierra y áreas plantadas.
- Un diseño de gobierno corporativo que minimiza el riesgo a los inversionistas y que hasta la confección del presente informe ha funcionado en forma adecuada (informes del operador, asambleas de titulares de Certificados de Participación e informes del comité de vigilancia).
- Una liquidez adecuada en función de la naturaleza del papel y de la realidad del mercado doméstico.
- La capacidad de gestión de la empresa administradora del proyecto – Agroempresa Forestal – se mantiene bajo los estándares de eficiencia evaluados en la actualización anterior, lo que se ratifica en los distintos informes de las partes involucradas.
- Se ha completado la totalidad del proceso de compra de los campos y de las campañas de plantación. Oportunamente CARE contrató el informe de la Ing. Agr. Martha Tamossiunas quien ratificó estas apreciaciones.
- Aunque los precios de los commodities agrícolas y de la tierra, han registrado un descenso en los últimos dos años, ya hay indicios de comienzo de la etapa de recuperación. Esta baja de precios, afecta las decisiones de oferta y demanda de estos bienes en el corto plazo. Sin embargo, en el largo plazo la tendencia de incremento de la demanda se mantiene. En la Sección IV se profundizará sobre este aspecto, en particular la evolución del precio de la tierra y de la madera.
- No se advierten amenazas en lo que respecta a las políticas públicas. La introducción de nuevos impuestos sectoriales, si bien constituyen un cambio normativo, no afectaría significativamente el negocio en cuestión y no alteraría mayormente las expectativas del negocio sectorial en general.

i. Introducción

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

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

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

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

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

2. Objeto de la actualización de la calificación, información analizada

El objeto de la actualización de calificación, supone un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica el desempeño esperado del fideicomiso, conforme al proyecto de ejecución del negocio forestal e inmobiliario que su administración está mandatada a realizar. Como fue mencionado en la calificación, 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.

El cumplimiento mínimo esperado o lo que se denomina requisitos mínimos de desempeño, se ha cumplido satisfactoriamente. Los mismos refieren a los avances en la compra de los campos, en las plantaciones y posteriormente al crecimiento de los árboles.

La información analizada en esta ocasión fue la siguiente:

- Estados contables intermedios de EFAset Management al 30 de junio de 2016.
- Balance auditado de Agroempresa Forestal al 31 de diciembre de 2015
- Informe correspondiente al primer trimestre de 2016 de Agroempresa Forestal
- Informe correspondiente al primer trimestre de 2016 de Agroempresa Forestal
- Estados contables intermedios del Fideicomiso al 30 de junio de 2016
- Entrevistas con Agroempresa Forestal

3. Noticias Significativas del semestre

Al cierre del primer semestre no se han realizado ventas. Las mismas se van a ejecutar en el segundo semestre. Se realizó un llamado de precios durante el 1er semestre y se están revisando las ofertas y cerrando contratos.

Por el motivo citado, no se han realizado cosechas en el primer semestre, y los costos incurridos responden fundamentalmente a lo realizado en materia de caminería, habiéndose invertido USD 42.037, algo menos de un tercio de lo presupuestado.

Se realizaron actividades de poda y raleo, y el volumen obtenido del raleo comercial es un 15% superior al presupuestado; la venta, concretada el semestre anterior, arrojó un precio de venta a borde de camino de un 22% inferior al estimado. La venta de este bosque se cerró en un momento en que los compradores estaban muy abastecidos. Las ofertas recibidas para ventas futuras realizadas a posteriori de esta venta, muestran precios mayores a los estimados inicialmente.

Las inversiones han consistido en el establecimiento de 337 has, (41 más de lo presupuestado) y el raleo de 831 has (131 menos de lo presupuestado). El monto invertido ha sido de USD 522.168, un 11% más de lo presupuestado. El operador reporta que las buenas condiciones climáticas del primer trimestre han permitido una más rápida preparación de tierras para el plantío de otoño.

De esta forma se alcanzó en el primer semestre a las 831 has de podas y raleo. Se había presupuestado un área de 962 has para poda y raleo, pero la menor cantidad, es consecuencia de procesos anteriores que adelantaron estas tareas.

Los gastos incurridos en el primer semestre ascendieron a USD 331.574, un 10% inferior a lo presupuestado.

II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION

Se colocaron mediante oferta pública Certificados de Participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay, creado por contrato correspondiente de fideicomiso financiero. Este contrato, los certificados y los demás contratos citados se analizan en la presente sección.

1. Descripción general

Denominación: Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay
Fiduciario: EF Asset Management Administrador de Fondos de Inversion S A

Administrador: Agroempresa Forestal S.A.

Entidad Registrnte: EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversion S.A.

Entidad Representante: Bolsa Electronica de Valores S.A.

Organizador: Agroempresa Forestal S.A.

Titulos a Emitirse: Certificados de Participacion

Activos del Fideicomiso: El Fideicomiso invertirá en la compra de inmuebles rurales para desarrollar una explotación forestal.

Moneda: Dolares

Importe de la Emision: U\$D 50.000.000

Fecha de la Emision: 5 de agosto de 2011

Plazo de la Emision: Hasta liquidación de activos y obligaciones del fideicomiso

Distribuciones: Toda vez que existan Fondos Netos Distribuibles luego de cada Cierre de Ejercicio, o al procederse a la vena d elosActios del Fideicomiso o por la distribución final de los Fondos Netos Remanentes

Precio: 100%

Calificadora de Riesgo: CARE Calificadora de Riesgo

Calificacion de Riesgo: BBB + (uy)

2. El análisis jurídico

El análisis jurídico se agregó oportunamente en la calificación original (Informe de Contingencias Jurídicas). El mismo concluía *"A modo de síntesis y contemplando todos los aspectos involucrados, se constata un razonable grado de cobertura, no advirtiéndose riesgos sustanciales asociados a contingencias jurídicas en el proceso de emisión proyectado"*.

Riesgos considerados

Riesgo jurídico de estructura. Comprende el análisis de la eventualidad de incumplimientos en el pago a los beneficiarios, derivado de defectos en la estructura jurídica. CARE contrató en su momento el asesoramiento del Herrera Profesionales Asociados cuyo informe se anexó a la calificación original. Practicados los correspondientes análisis, debido a que no ha existido cambio alguno en lo que refiere a la construcción jurídica y teniendo presente el paso del tiempo sin controversias, se concluye nuevamente el riesgo es mínimo.

Riesgo por iliquidez. Los certificados se han diseñado para ser líquidos. Por este motivo, la liquidez puede considerarse adecuada dadas las características del mercado uruguayo. No obstante, este proceso no es instantáneo y puede llevar un tiempo imposible de determinar para el período. El riesgo es medio bajo.

III. LA ADMINISTRACION

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

1. Ef Asset Management (EFAM)

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

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

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

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

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

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

Administración

La composición del Directorio se integra de la siguiente forma:

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

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

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

Situación económica y financiera

El análisis de los EE.CC intermedios del 30 de junio de 2016, que se presentan con informe de revisión limitada (Deloitte), siguen mostrando una sólida situación de la firma tanto en su solvencia como en su liquidez. Como se ilustra en los cuadros siguientes, el patrimonio contable a junio de 2016 representa un incremento de 11,68 % (en moneda corriente) respecto a diciembre de 2015. El ratio de liquidez se mantiene en niveles altos. 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.

CUADRO 1: Datos del Estado de Situación de EFAM (miles de \$)

Concepto	30/6/16	31/12/15	31/12/14
Activo Corriente	14.899	8.892	7.242
Activo no Corriente	51.589	51.122	45.193
Total Activo	66.489	60.013	52.435
Pasivo Corriente	8.928	5.161	4.232
Pasivo no Corriente	32.115	32.069	30.520
Total Pasivo	41.044	37.230	34.752
Patrimonio	25.445	22.784	17.684
Total Pasivo y Patrimonio	66.489	60.013	52.435
Razon Corriente	1,67	1,72	1,71

Fuente: EE.CC EFAM

Consistentemente con lo anterior, los resultados de la firma siguen una tendencia positiva y creciente. En el cuadro siguiente, a modo informativo, se expresan resumidamente los resultados intermedios a junio 2016 y su comparativo con junio 2015 y el comparativo de los dos últimos ejercicios completos cerrados.

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

Concepto	30/6/16	30/6/15	31/12/15	31/12/14
Ingresos Operativos	14.378	9.780	22.426	12.900
Gastos Adm. y Vtas.	(11.191)	(7.336)	(17.546)	(10.194)
Resultado Operativo	3.187	2.444	4.880	2.707
Resultados Financieros	378	1.112	2.176	1.848
Otros resultados				
IRAE	(903)	(788)	(1.956)	(968)
Resultado Integral del Ejercicio	2.661	2.767	5.100	3.587
Res Operativos/Ingresos	22,17%	24,99%	21,76%	20,98%
Res Ejercicio/Ingresos	18,51%	28,29%	22,74%	27,81%

Fuente: EE.CC de EFAM

En este caso, el incremento de los ingresos operativos representa un 47 % de los alcanzados en el mismo periodo del año anterior, es decir, en el comparativo de seis meses a junio de 2016 y junio 2015. Si bien el resultado integral es levemente inferior al del período anterior este se explica por los resultados financieros ya que el resultado operativo es superior.

La cartera de fideicomisos administrados sigue aumentando; a junio de 2016 contaba 33 de distintos tipos en administración por lo que su idoneidad para esta función es incuestionable.

2. Agroempresa Forestal S.A. (AF)

La empresa operadora ya ha sido analizada por CARE en ocasión de la calificación de este fideicomiso, otro análogo a este (BDU II), sus sucesivas actualizaciones y, más recientemente aún, en ocasión del lanzamiento de una tercera operación denominada BDU III, también similar a estas. 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 en esta ocasión solo se hará un seguimiento de la misma incorporando las actualizaciones pertinentes en cuanto a sus actividades, gestión y situación económica financiera sin reiterar su historia que puede consultarse en anteriores informes.

En consecuencia, a continuación se presenta en forma sintética las principales características de la firma al momento actual, que administra unas cien mil has.

Directorio: El Directorio sigue estando integrado por los socios; la dirección ejecutiva está a cargo del Ingeniero Agrónomo-MBA Francisco Bonino, presidente del grupo y fundador, mientras que la vicepresidencia la ejerce el Dr. Veterinario Gerardo Díaz Beltrán, socio fundador y empresario que se desempeña en varias áreas de negocios en Argentina (agropecuario, salud y alimentos para mascotas). El Dr. Díaz es además Presidente de la Confederación Económica de Misiones, entidad que nuclea empresas de esta provincia.

Al menos alguno de ellos participa regularmente de las reuniones bimensuales que en cada país realizan los grupos de dirección integrados por el Gerente General y los jefes de cada unidad de negocio.

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

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

Gestión Comercial: AF ha cosechado y vendido más de 1.8 millones de m3 durante los últimos 10 años.

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

Estructura del Grupo

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

Situación económica financiera

La firma cierra balance el 31 de diciembre; en la oportunidad se contó con el cierre al 31/12/15 auditado por Deloitte.

En cuadros siguientes se exponen las principales partidas de los EE.CC citados y su comparativo con el ejercicio anterior. El ejercicio 2015 arrojó resultados inferiores al ejercicio anterior debido fundamentalmente a pérdidas por diferencia de cambio y al pago de demandas laborales de ejercicios anteriores. De todas formas, los resultados siguen siendo positivos y la firma sigue distribuyendo dividendos lo que explica la caída del patrimonio.

CUADRO 3: Estado de Situación Patrimonial A.F (miles de u\$s)

Concepto	31/12/15	31/12/14	31/12/13
Total Activo	1.593	1.432	1.846
Activo Corriente	743	969	1.419
Activo no Corriente	850	464	427
Total Pasivo	1.240	822	1.001
Pasivo Corriente	911	822	1.001
Pasivo no Corriente	329	-	-
Patrimonio	353	610	845
Total Pasivo y Patrimonio	1.593	1.432	1.846
Razón Corriente	0,82	1,18	1,42

Fuente: EE.CC AF

CUADRO 4: Estado de Resultados A.F (miles de u\$s)

Concepto	31/12/15	31/12/14	31/12/13
Ingresos Operativos netos	2.707	3.699	3.345
Costo Bs y Servicios	(1.501)	(2.271)	(1.813)
Resultado Bruto	1.206	1.428	1.532
Gastos Adm y Ventas	(1.111)	(1.037)	(609)
Resultado Operativo	95	391	923
Resultados Financieros	(81)	(11)	(24)
Resultados Diversos	-	119	
Resultados antes impuestos	14	499	898
IRAE	2	(112)	(223)
Resultado del Ejercicio	17	387	676
Res Bruto/Ingresos	44,55%	38,61%	45,80%
Res Ejercicio/Ingresos	0,63%	10,46%	20,21%

Fuente: EE.CC AF

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

El Fideicomiso

El Fideicomiso BDU fue creado en mayo de 2011 y en agosto del mismo año, EFAM (la fiduciaria) emitió por cuenta del mismo, Certificados de Participación escriturales por un valor nominal de USD 50 millones. Ya en informes anteriores se daba cuenta que se había completado la etapa de adquisición de tierras así como la campaña de plantación por lo que la empresa operadora está abocada a los trabajos de manejo y mantenimiento que corresponden a este tipo de explotación según las distintas especies.

Los activos biológicos, tasados por perito independiente a valor razonable al 31/12/15, ascendieron a USD 11.300.000, menor al valor asignado un año antes que fue de USD 10.927.244. Esto fue explicado en los informes del operador y tiene que ver fundamentalmente con pérdida de plantaciones por causa de contingencias climáticas. A la fecha de tasación había 5.533 has plantadas y 4.039 has no plantadas. Los cambios en los activos biológicos, en este caso negativos, se reflejan en el estado de resultados en los ingresos por operaciones continuadas, lo que explica el resultado negativo del último

ejercicio. Esta tasación se hace una vez al año en ocasión del cierre del ejercicio económico por lo que a junio de 2016 se repite el valor de tasación más los costos reales incurridos en la formación de los bosques en el período.

Otro tanto ocurre con el valor de la tierra que es el mismo que surgió de la tasación al cierre del año anterior por parte de un perito independiente.

Un resumen del estado de situación y resultados del fideicomiso se exponen en los cuadros siguientes.

CUADRO 5: Estado de Situación del fideicomiso

En millones de \$	30/6/16	31/12/15	31/12/14
Activo Corriente	118	137	165
Activo no Corriente	1.338	1.294	1.036
Total Activo	1.456	1.431	1.201
Pasivo Corriente	10	14	9
Pasivo no Corriente	30	24	5
Total Pasivo	40	38	14
Patrimonio	1.416	1.393	1.187
Total Pasivo y Patrimonio	1.456	1.431	1.201
Razon Corriente	11,80	9,79	18,33

Fuente: EE.CC.F.F. BDU

El patrimonio del fideicomiso al 30/06/16 asciende a USD 46.2 millones según se desprende del cuadro precedente convertido a dólares según cotización de la fecha (30.617) en términos de dólares se mantiene prácticamente incambiado respecto a diciembre de 2015.

CUADRO 6: Estado de resultados del fideicomiso

Expresado en miles de \$	30/6/16	30/6/15	31/12/15	31/12/14
Ingresos Operativos	-	-	459	1.033
Activos biológicos (1)	-	-	(30.097)	24.608
Operaciones Continuas	-	-	(29.639)	25.641
Costo de los bs. vendidos	-	-	-	(626)
Resultado Bruto	-	-	(29.639)	25.014
Gastos Adm. Y Ventas	(3.223)	(17.270)	(32.237)	(29.939)
Resultado Operativo	(3.223)	(17.270)	(61.876)	(4.925)
Resultados Diversos	21	-	-	4.828
Resultados Financieros	458	(4.361)	(6.059)	(4.895)
Resultados antes de impuestos	(2.744)	(21.631)	(67.935)	(4.992)
IRAE	(5.630)	(7.992)	(18.600)	(10.621)
Resultado del período	(8.375)	(29.624)	(86.536)	(15.613)
Otros resultados integrales (2)	31.444	130.381	292.705	143.740
Resultado Integral total final	23.069	100.757	206.169	128.127

(1) no corresponde a mitad de ejercicio

(2) refleja conversión de la moneda funcional (u\$s) a \$

Fuente: EE.CC.F.F. BDU

Riesgos considerados

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

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

Riesgo 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 por cambio de fiduciario está adecuadamente previsto en los casos correspondientes, que dejan esta posibilidad a los inversores adecuadamente representados.

Riesgo por cambio de administrador forestal, se encuentra también previsto en función de diversos resultados.

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

Según el contrato de Fideicomiso Financiero y el resumen recogido en el Prospecto de Emisión, la finalidad del “Fideicomiso Financiero Bosques del Uruguay” es invertir en la compra inmuebles rurales situados dentro del territorio de la República Oriental del Uruguay, los cuales serán destinados a la actividad forestal.

En el mismo documento, se estableció el marco dentro del cual se desarrollaría la estrategia del Fideicomiso para cumplir con su fin.

A la fecha de confección de la presente actualización, el Fideicomiso ha cumplido con la compra de tierras y la implantación de los árboles.

Las proyecciones financieras actualizadas por el operador y mencionadas en la actualización de abril se volvieron a estimar. La TIR esperada a ese momento se había modificado de un 8.93% en que se había situado en la anterior actualización de la calificación, a un 9.44%. En el prospecto de emisión esa variable se ubicaba en 8,58%. No ha habido cambios sustanciales que justifiquen un nuevo cálculo de los indicadores de resultado económico.

Como fue mencionado anteriormente, el retorno proyectado es consistente con similares opciones de inversión a nivel internacional, comparándose favorablemente en la consideración internacional, al reportado por el NCREIF TimberlandIndex .²

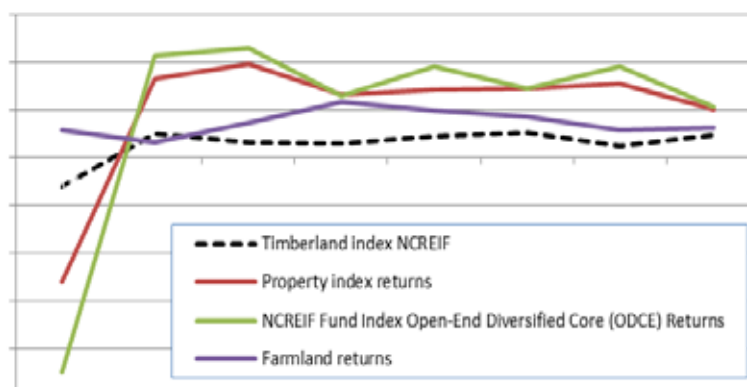
El Consejo Nacional de Fiduciarios de Inversión Inmobiliaria (NCREIF) es una asociación de profesionales de bienes raíces institucionales estadounidenses. Son gestores de inversión, patrocinadores de planes, académicos, consultores, contadores, tasadores y otros proveedores de servicios que tienen una participación significativa en las inversiones inmobiliarias institucionales.³

Publican sistemáticamente indicadores de retornos esperados en los distintos tipos de inversiones; entre las ramas que evalúan, además de la de las propiedades inmobiliarias (PropertyIndex y NCREIF ODCE), elaboran una estadística de las inversiones en madera (TimberlandIndex) y de actividades agrícolas. De la comparación de estos índices se verifica en los últimos años, una mayor estabilidad de las forestales y agrícolas –especialmente en lo que fue la crisis de Lheman Brothers y su “rebote”-, aunque en el últimos trimestres se han mantenido algo por debajo, tendiendo a converger a valores similares (gráfica 1)

² El NCREIF TimberlandIndex es una medida trimestral del rendimiento de las inversiones de un gran grupo de propiedades de la madera individuales adquiridas en el mercado privado de los Estados Unidos con fines de inversión

³ www.ncreif.org

Gráfica1. EVOLUCIÓN DE LOS INDICADORES DE INVERSIÓN



Fuente: elaborado en base a información de NCREIF

En esta sección se evaluará el manejo económico – productivo.

Manejo Económico- Productivo

Los desvíos evidenciados en el período respecto a los proyectados no inciden de forma relevante el retorno esperado de la inversión.

El retorno de la inversión depende en más de un 70% de la venta de madera por lo que, es de gran importancia el manejo y seguimiento del bosque.

En lo que va de 2016 se re plantaron 462 has, -de las que 172 fueron hechas en el segundo trimestre-, para reponer las pérdidas que las heladas de 2015 y que se encuentran en buenas condiciones sanitarias a pesar de las inclemencias del tiempo fruto de heladas y lluvias en exceso.

CUADRO 7. Inversiones realizadas en el primer semestre de 2016

Actividad	Primer semestre 2016								
	Hectáreas			USD			USD/ha		
	Real	Presupuesto	Dif.	Real	Presupuesto	Dif.	Real	Presupuesto	Dif.
Establecimiento	462	261	201	299.728	259.473	40.255	649	994	-345
Pda & Raleo	831	9592	-128	222.440	210.059	12.381	268	219	49
Total inversión	1.168	1.258	-90	522.168	469.532	52.636			

Fuente: Operador

La gestión reportada por el operador, arroja un monto de inversión en establecimiento de plantas y de poda y raleo de USD 522.168, que supera a lo presupuestado en un 11%.

En materia de gastos, la gestión en el primer semestre de 2016 muestra también un desvío del orden del 10% respecto a lo presupuestado, ya que se gastaron USD 331.574, cuando lo previsto era de USD 368.226. Estas diferencias se generaron en ambos trimestres, con signo contrario (véase cuadro 8)

CUADRO 8. Gastos del primer semestre 2016

Período	Real	Presupuesto	Dif.
Primer trimestre	179586	157248	22338
Segundo trimestre	151988	210978	-58990
Total	331574	368226	-36652

La empresa ha demostrado capacidad de avance en los procesos propuestos, las actividades se ejecutan con una alta calidad y con un cronograma ajustado a lo informado. A la fecha todas las actividades planificadas se encuentran en ejecución y los campos han completado su cronograma de plantación inicial.

El patrimonio forestal, incluido la tierra, está valuado en 44.2 millones de dólares aproximadamente a diciembre de 2015 (véase cuadro 9). Si se proyecta esta cifra al presente y se le suma el valor de los activos corrientes e inversiones financieras que mantiene el Fideicomiso se podría afirmar que continúa siendo mayor que el valor total de la emisión del 2011.

CUADRO 9. Valor de Bosques del Uruguay I (tasa de descuento 9.0%)

Componente	Valor 2015 (millones de USD)
Montes	11.3
Pastoreo	0.9
Tierra	31.9
Total	44.2

Fuente: Appraisal of Bosques del Uruguay Fund I; diciembre de 2015; Reporte Final; Indufor

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

Riesgo de gerenciamiento. Implica evaluar la capacidad de la empresa administradora de cumplir con los planes y el proyecto presentado. La empresa administradora continúa demostrando una adecuada capacidad de reacción, flexibilidad y habilidad frente a los obstáculos presentados en el proyecto, por lo que el riesgo es bajo.

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

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 al fideicomiso 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.

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 las tres variables que más influyen en el retorno del Proyecto. Estas son: el crecimiento biológico de los árboles, la evolución del precio de la madera y el precio de la tierra.

En esta sección se tendrá en cuenta la situación económica nacional y global y las eventuales modificaciones de política pública que pudieran afectar el curso del Proyecto.

En este sentido, cabe destacar que CARE actualizó los Informes Sectoriales de la Tierra y de la Madera que están disponibles en su página web. De dichos informes se extraen, a los efectos de esta actualización de la calificación, algunos de los conceptos más relevantes.

Los aspectos favorables ya comentados en la calificación se mantienen vigentes en la actualidad tal como se expresa en los correspondientes informes sectoriales ⁴. Se refiere al desempeño biológico y a la evolución esperada de los precios de la tierra y la madera.

Riesgo Económico y de Mercado

En la economía mundial se han suscitado cambios respecto a la situación en que se lanzó la emisión, caracterizados por un enlentecimiento del crecimiento de la economía, y en el comercio en forma más pronunciada, ya mencionados en actualizaciones anteriores.

⁴ Puede consultarse en care@care.com.uy



Ese escenario se complementa con políticas monetarias expansivas en las principales economías del mundo, con la excepción de Estados Unidos, que luego de la expansión monetaria en respuesta a la crisis de Lehman Brothers, ha intentado revertir esa política, pero ha encontrado dificultades para ello. Si bien ha finalizado con el “quantitative easing”⁵, la etapa de recompra de títulos de deuda, ha intentado iniciar un proceso de fortalecimiento del dólar en base al incremento de las tasas de interés. Este proceso pautado en sucesivas etapas ha sido obstaculizado por eventos económicos de diversa índole. De todas formas se ha registrado una caída de los precios de las principales commodities, aunque hay señales de que ese proceso estaría llegando a su fin.

Si bien todo ello constituye –como se mencionó más arriba- cambios respecto al escenario cuando se lanzó esta emisión, se entiende que los mismos no alteran el comportamiento proyectado para los mercados en el largo plazo, en especial para los temas más importantes para este fideicomiso. Incluso el FMI estima que luego de 2016, se registrará una paulatina mejora a tasas algo menores que en el pasado

Los factores que se entienden determinantes para el comportamiento futuro de los mercados, tiene mucho en común entre el mercado de la tierra y el de la madera,:

- Los cambios demográficos (aumento del 40% en la población al 2050) y al crecimiento económico, particularmente, en las economías en desarrollo.
- La demanda de biocarburantes, que ejerce una demanda adicional por la tierra y por los recursos forestales.
- El avance de la urbanización, con la consecuente reducción del área agrícola disponible
- Las regulaciones ambientales cada vez más estrictas, excluirán áreas forestadas, en particular, los bosques nativos.
- Las bajas tasas de crecimiento de la productividad agrícola

⁵ Es un instrumento de política monetaria no convencional que se utiliza por algunos bancos centrales para aumentar la oferta de dinero, aumentando el exceso de reservas del sistema bancario, por lo general mediante la compra de bonos del propio Gobierno central para estabilizar o aumentar sus precios y con ello reducir las tasas de interés a largo plazo. Se utiliza cuando los métodos de control de la oferta de dinero habituales no brindan los resultados esperados (tasa de interés de descuento o la tasa de interés interbancaria están cerca de cero).

- Elevada presencia de los fondos institucionales en el sector forestal en América Latina. De hecho Uruguay es el segundo destino después de Brasil, en lo que respecta a inversiones forestales de fondos norteamericanos. La superficie plantada en Uruguay por parte de los fondos superaba las 250.000 hectáreas en el año 2009.

Sobre 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 80% de los retornos de la inversión se explican por el valor de la madera, calculado como el rendimiento físico de los bosques implantados y el precio obtenido por dicha producción.

CARE actualizó un informe sectorial sobre el mercado forestal y una revisión bibliográfica sobre las proyecciones internacionales del precio de la madera. En el mismo se constata que los supuestos son coincidentes con la literatura y los informes de organismos especializados en la materia.

En lo que respecta a Uruguay, el sector forestal se ha multiplicado por 30 en los últimos 30 años. Pasó a ser un referente del comercio internacional del país, así como de la inversión extranjera directa.

La demanda y los precios de los productos forestales se presentan firmes y se proyectan crecientes, según la revisión bibliográfica citada.

La demanda y los precios de los productos forestales se presentan firmes y se proyectan crecientes, según la revisión bibliográfica citada.

Del Informe Sectorial de la Madera se destaca lo siguiente:

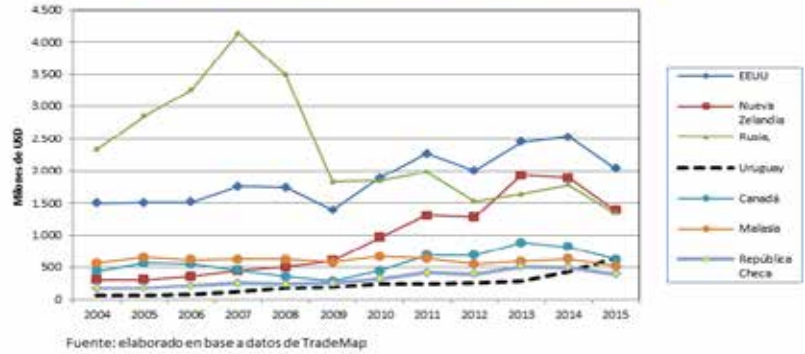
“El sector forestal ha exhibido un importante dinamismo tanto en los países desarrollados como los emergentes. Presenta importantes desafíos para los próximos años donde el aprovisionamiento de la materia prima será estratégico para las empresas del sector. Las políticas medioambientales que protegen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

⁶ Base de datos de TradeMap

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

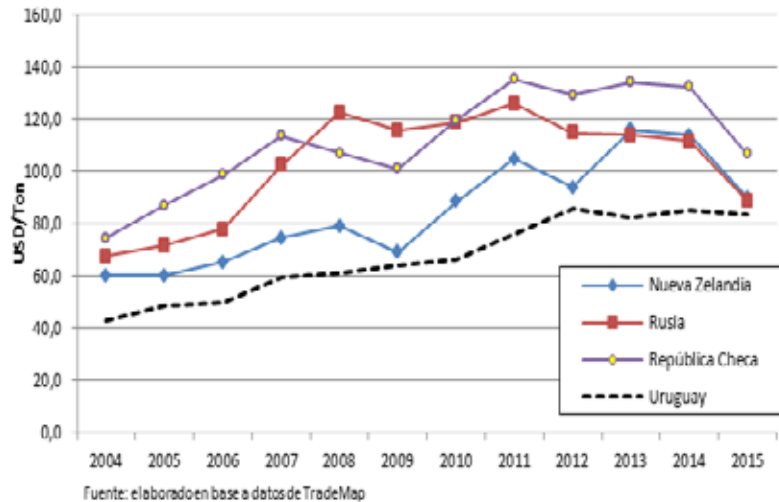
En el mercado de madera relevante para el proyecto, el de madera en bruto (NCM 4403), Uruguay ha venido ganado protagonismo rápidamente en los últimos años, situándose en 2015 en el quinto puesto en el ranking según el valor de las exportaciones ⁶. El mismo es liderado por Estados Unidos, Nueva Zelanda y Rusia

Gráfica 3. Exportaciones de madera aserrada en bruto por país



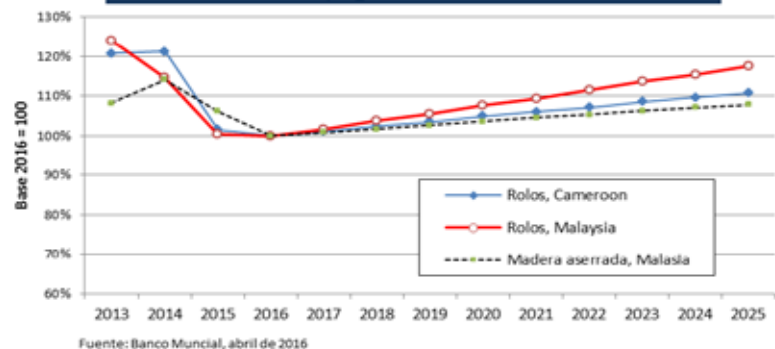
El precio de exportación de este producto ha mostrado una tendencia creciente en todos los países exportadores, mostrando Uruguay el menor de los valores entre los cuatro países seleccionados, pero mostrando también mayor estabilidad en su evolución.

Gráfica 4. Precio de exportación de madera en bruto en algunos países



Por último, las últimas proyecciones presentadas por el Banco Mundial, en abril de 2016, para un período de nueve años, plantean un incremento sostenido de los precios desde 2016 hasta el fin del período, tanto para madera en rolos –con tasas superiores al 1% anual- como para madera aserrada -0.85% anual- (gráfica 5).

Gráfica 5. Proyección del índice de precios de la madera aserrada y en rollos, según el Banco Mundial



El precio de la tierra

El precio de la tierra, el segundo en nivel de importancia, ha visto modificada su evolución de fuerte apreciación en dólares, con una caída en 2015, y una insinuada estabilidad en 2016, según datos del primer semestre.

Las perspectivas de demanda internacional por tierra y madera son alentadoras y ubican los precios en niveles crecientes para el corto y mediano plazo. En el Informe Sectorial de la Madera se destaca lo siguiente:

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

“La coyuntura macro monetaria mundial ha exhibido un importante cambio en la última década configurando un escenario más que propicio para la inversión en tierra. La quiebra de Lehman Brothers y la crisis financiera internacional del 2008 conjuntamente con las políticas de flexibilidad cuantitativa de los principales Bancos Centrales del mundo han generado una externalidad positiva para la inversión en tierras. Si bien esta coyuntura está en proceso de cambio, es probable que el shock negativo que recibirá el precio de la tierra sea de corto plazo y que los factores estructurales (aumento de demanda, innovación, urbanización, etc.) lo amortigüen.”

El comportamiento del precio de la tierra en Uruguay, ha mostrado una tendencia creciente, con una marcada aceleración desde 2003 en adelante, que se revierte en 2015 y parece mantenerse en 2016, según cifras del primer semestre de este año⁷. Este cambio de tendencia a partir de 2015, es consistente con lo que se verifica en otros países, como Estados Unidos y Brasil.

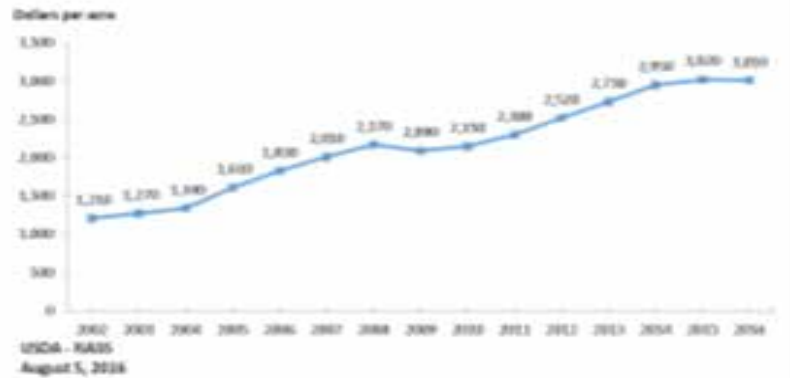
En lo que respecta, en particular al precio de la tierra en Estados Unidos, éste continúa la fase ascendente hasta 2015 para estabilizarse, en 2016, según cifras preliminares⁸. El precio en Estados Unidos cayó únicamente en los primeros años de la década del ochenta ante el cambio de la política monetaria denominado “Plan Volcker (véase informe de actualización anterior) y en

⁷. SERIE “PRECIO DE LA TIERRA”
Compraventas Primer Semestre 2016,
publicado el 19 de septiembre de 2016

⁸. Land Value, Summary 2016. USDA -
NASS

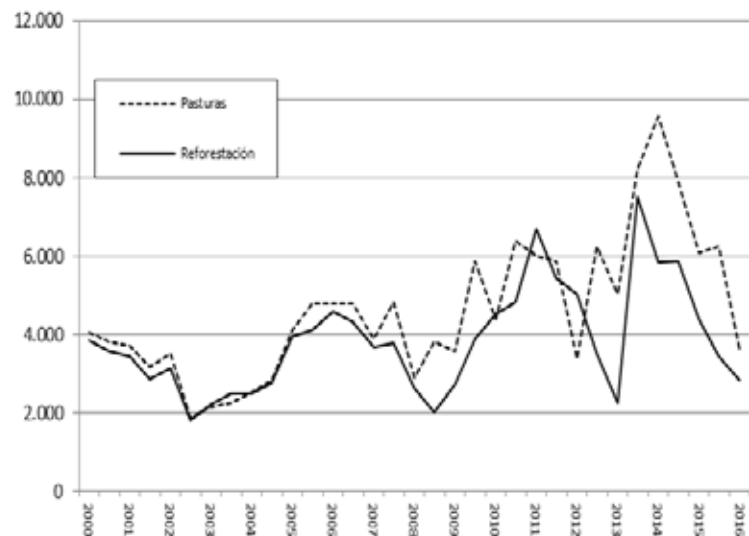
menor medida, después de la crisis financiera de Lehman Brothers, y en forma muy moderada (véase cuadro 4). Cualquiera de los dos shocks negativos en el nivel de precios, fueron revertidos en pocos años.

Gráfica 6. Evolución del precio de la tierra USA



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 hasta mediados de 2016 aún no se ha detenido.

Gráfica 7. Precio de la tierra en Brasil, según destino
Estado de Sao Paulo - USD/ha.



De todas formas, CARE analizó el comportamiento de las tasas promedio de evolución del precio de la tierra en intervalos de diferente cantidad de años, sobre una base de datos que se inicia en 1969. Los datos muestran una muy alta tasa de valorización en términos de dólares corrientes, para todos los intervalos considerados; es de destacar, por el contrario, la marcada caída en la variabilidad a medida que se aumenta el intervalo entre compra y venta. Para el intervalo de veinte años, se registra un desvío standard del 2.5% y un coeficiente de variación del 30%.

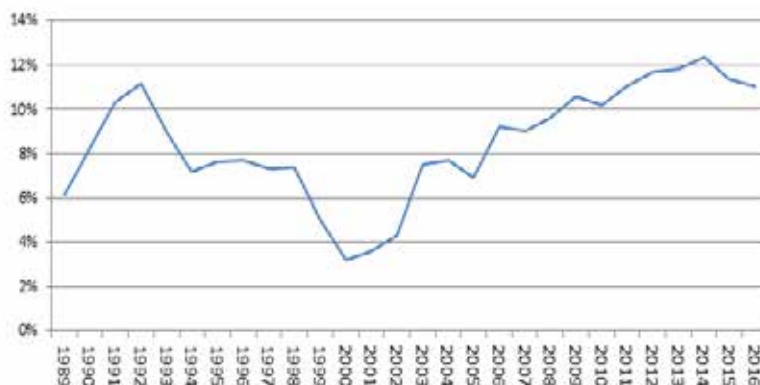
CUADRO 10. Tasas de evolución y variabilidad precio de la Tierra

	Período considerado (años)					
	7	8	9	12	15	20
Tasa promedio	9%	9%	9,10%	8,10%	10,10%	8,50%
Desv. St	10%	9%	8,30%	6,30%	3,20%	2,50%
Coef. Var.	109%	99%	92%	78%	32%	30%

Fuente: CARE

La evolución anual de este indicador muestra una tendencia que se atenúa hacia el final del período, pero se mantiene en valores por encima del 10% de crecimiento anual (gráfica 8).

Gráfica 8. Evolución de la tasa de variación promedio anual del precio de la tierra en intervalos de 20 años



Fuente: elaborado en base a datos de DIEA - MGAP

Las políticas públicas, el riesgo político

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

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

Otro factor que mitiga el riesgo político es que tanto la especie (eucaliptos grandis) como los ecosistemas elegidos están en sintonía con las disposiciones de política pública. Esto se debe a que el principal destino de la plantación es el de madera de calidad para la industria de aserrado⁹ y las tierras elegidas son de aptitud forestal en departamentos donde la forestación cobra una importante dinámica sectorial.

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

⁹ De relativamente reciente reorientación de la política forestal

VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos-, tanto los presentados por la Fiduciaria y el Operador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité calificador de CARE entiende que la Emisión califica en la categoría BBB + (uy) de la escala del Manual de CARE .¹⁰

Comité de Calificación

p. Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Juan Peyrou

Ing. Juan Peyrou

¹⁰ BBB. Se trata de instrumentos emitidos por empresas o sociedades que presentan un riesgo medio-bajo para la inversión. Su capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados es buena. El propio papel, la condición de la empresa, la calidad del proyecto y las características del entorno, dan en conjunto moderada satisfacción a los análisis practicados, sin perjuicio de alguna debilidad en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo (papel, proyecto, empresa, entorno). Podría incrementarse el riesgo del instrumento ante eventuales cambios previsibles en el proyecto tal como fue presentado, en la sociedad emisora, en el sector económico a la que pertenece, o en la economía en su conjunto. La probabilidad de cambios desfavorables previsibles en el entorno es de baja a media - baja, y compatible con la capacidad de la empresa de manejarlos aunque incrementando el riesgo algo más que en las categorías anteriores. La inclusión del signo + indica que la calificación se acerca más a la categoría superior. Grado de inversión mínimo.