

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

Montevideo, octubre de 2017

4	RESUMEN GENERAL
6	I ANTECEDENTES
9	II EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION
10	III LA ADMINISTRACION
16	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
21	V EL ENTORNO
28	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

**ACTUALIZACIÓN CALIF Oferta pública de: Certificados de Participación escriturales por
USD 50.000.000
30-octubre-2017**

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 2018 ¹
Comité de Calificación:	Ing. Julio Preve y Cr. Martín Durán Martínez
Calificación:	BBB +(uy)
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 actualizó la calificación de los Certificados de Participación del Fideicomiso Forestal Bosques del Uruguay, manteniendo la categoría BBB + (uy) de grado inversor.

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

- La inexistencia de riesgo jurídico de estructura, oportunamente destacada y ratificada en el correr del tiempo.
- Un negocio con una adecuada consistencia entre los supuestos del prospecto, las acciones de compra de tierra y áreas plantadas y que desde el punto de vista económico financiero para el inversor, soporta los stresses ajenos al negocio a los que razonablemente la emisora y la calificadora han sometido el proyecto (incluso se actualizó nuevamente el cálculo del WACC). A su vez, los informes sectoriales son coincidentes con las perspectivas generales del negocio planteado.
- Los informes del Operador y del Comité de Vigilancia resultan satisfactorios para la marcha del proyecto.
- 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.
- En este caso, ya oportunamente, se dio cuenta de que se había completado la totalidad del proceso de compra de los campos y de las campañas de plantación. CARE contrató, en su momento, 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 años, ya hay más consistentes indicios de comienzo de la etapa de recuperación. Esa baja de precios, afectó momentáneamente los precios en el corto plazo. Sin embargo, en el largo plazo la tendencia de incremento de la demanda se mantiene. En la Sección V 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. ANTECEDENTES

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. 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 el Ing. Julio Preve. Del mismo modo CARE contrató los servicios del estudio jurídico Herrera profesionales asociados cuyo informe se adjuntó a la calificación original. Asimismo CARE contó oportunamente con el asesoramiento de Juan Peyrou.

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 han 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:

- o Estados contables intermedios de EF Asset Management al 30 de junio de 2017.
- o Estados contables del Fideicomiso al 30 de junio de 2017
- o Balance de Agroempresa Forestal al 31 de diciembre de 2016
- o Informes correspondientes al primer y segundo trimestres de 2017 de Agroempresa Forestal
- o Informes Comité de vigilancia del BDU de primer y segundo trimestre del 2017, Ingeniero Agrónomo Forestal Rosario Linares Silveira.
- o Entrevistas con Agroempresa Forestal

3. Datos generales

La propiedad forestal de BDU I tiene una superficie bruta total de 9.572 ha, que comprende 14 propiedades ubicadas en el centro este y sureste de Uruguay en el Cerro Largo (26%), Durazno (16%), Florida (49%), Lavalleja (6%) y Treinta y Tres (3%).

La superficie cubierta al 30 de junio de 2017 es de 5.779 hectáreas (ha). Las especies establecidas son *Eucalyptus grandis* (55%), *E. grandis* clones (9%), *E. dunnii* (27%), fundamentalmente.

4. Noticias Significativas del semestre

Al haber completado la operación de compra de tierras y plantación de montes las operaciones del proyecto esencialmente corresponden a tareas de mantenimiento, control de malezas y plagas, vigilancia, etc. Entre ellas se encuentran los raleos que correspondan y alguna tala rasa (caso del establecimiento Reboledo), que implica la posterior tarea de replantación.

Se ha dado razonable cumplimiento a la proyección de ventas en el primer semestre, con desvíos de relativa significación a consecuencia fundamentalmente, de la postergación de un raleo para el año próximo, que permite concentrar y optimizar actividades. Los costos, en línea con lo anterior, fueron menores a lo presupuestado.

II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

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

1. Descripción general

Denominación	Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay
Fiduciario	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Administrador:	Agroempresa Forestal S.A.
Entidad Registrante:	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Entidad Representante:	Bolsa Electrónica de Valores S.A.
Organizador:	Agroempresa Forestal S.A.
Títulos a emitirse:	Certificados de Participación
Activos del Fideicomiso:	El Fideicomiso invertirá en la compra de inmuebles rurales para desarrollar una explotación forestal.
Moneda:	Dólares
Importe de la Emisión:	USD 50.000.000
Fecha de Emisión:	5 de agosto de 2011
Plazo de la emisión:	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 venta de los Activos del Fideicomiso o por la distribución final de los Fondos Netos Remanentes
Calificación 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 casi nulo*.

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

III. LA ADMINISTRACIÓN

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

1. Ef Asset Management (EFAM)

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

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

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

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

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

El Directorio está integrado de la siguiente manera:

Presidente	Diego Rodríguez Castagno
Vicepresidente	Nelson Mendiburu

En la administración actúa el Sr. Nelson Mendiburu como responsable del resguardo de la información y documentación y como responsable de la atención de reclamos. La administración de sus operaciones se realiza a través de la contratación de los servicios de la firma CPA Ferrere,

En la sindicatura actúan: El Sr. Bruno Gili como síndico y el Sr. Gonzalo Icasuriago como suplente.

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 al 30 de junio de 2017, sigue mostrando una sólida situación de la firma en su solvencia. Como se ilustra en los cuadros siguientes, el patrimonio contable a junio de 2017 sigue siendo positivo. El ratio de liquidez se mantiene ligeramente por debajo de la unidad. Cabe mencionar que el activo no corriente se compone en buena medida por los depósitos en garantía a que está obligada la firma, según normativa vigente, por los fideicomisos que administra y en consecuencia son de disponibilidad restringida. Esto explica los pasivos financieros, que son contraídos para constituir estas garantías y que una vez liberadas, los mismos son cancelados. En cuanto a la eventual necesidad temporal de fondos para atender obligaciones de corto plazo, la firma cuenta con financiamiento con partes relacionadas por lo que el riesgo de liquidez es muy acotado.

Cuadro 1: Estado de Situación de EFAM (miles de \$)			
Concepto	30/06/17	31/12/16	31/12/15
Activo Corriente	11.164	12.515	8.892
Activo no Corriente	81.418	79.870	51.122
Total Activo	92.583	92.385	60.013
Pasivo Corriente	12.076	12.998	5.161
Pasivo no Corriente	54.674	55.330	32.069
Total Pasivo	66.750	68.328	37.230
Patrimonio	25.833	24.056	22.784
Total Pasivo y Patrimonio	92.583	92.385	60.013
Razon Corriente	0,92	0,96	1,72

Fuente: EE.CC EFAM

Los resultados finales de la firma para el primer semestre de 2017, si bien positivos, disminuyen respecto al mismo período del año anterior explicado fundamentalmente por los resultados financieros ya que los resultados operativos muestran un incremento del orden del 10 % en moneda corriente.

Cuadro 2: Estado de Resultados de EFAM (miles de \$)			
Concepto	30/6/17	30/6/16	31/12/16
Ingresos Operativos	19.295	14.378	31.697
Gastos Adm. y Vtas.	(15.799)	(11.191)	(26.921)
Resultado Operativo	3.496	3.187	4.776
Resultados Financieros	(1.027)	378	(1.852)
Resultados antes de impuestos	2.469	3.565	2.924
IRAE	(693)	(903)	(1.132)
Resultado del período	1.776	2.661	1.792
Res Operativos/Ingresos	18,12%	22,17%	15,07%
Res Ejercicio/Ingresos	9,20%	18,51%	5,65%

Fuente: EE.CC de EFAM

Administra una importante cartera de fideicomisos, en cantidad y diversidad; a junio de 2017 contaba con unos 38 de distinto tipo en administración, por lo que su idoneidad para esta función no ofrece dudas.

2. Agroempresa Forestal S.A. (AF)

La empresa operadora ya ha sido analizada por CARE en ocasión de la calificación original de este fideicomiso, 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 de aquí en más y salvo que ocurran hechos que aconsejen otra cosa, 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 la que puede consultarse en anteriores informes.

Sintéticamente se puede decir que AF lleva 17 años de operación en Uruguay y más de 10 años administrando patrimonios de distinto porte que a la actualidad superan las 100.000 hectáreas. En Uruguay, AF brindó servicios forestales a más de 300.000 hectáreas forestadas en los últimos años y administra activos forestales valuados en US\$ 150 millones. También desarrolla actividades en el sector forestal en Chile y Brasil.

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

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

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

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

Gestión 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, al igual que en la anterior actualización, con el cierre al 31/12/16; en consecuencia en este aspecto no hay cambios respecto a lo comentado entonces.

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

Por lo expuesto, agregado al hecho que CARE califica otros dos fideicomisos similares a este, gestionados por el mismo operador con desempeño también satisfactorio, 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 ha culminado 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 31/12/16, ascendieron a USD 13.200.000, 16,8 % superior (en dólares) que el valor asignado un año atrás. A la fecha de tasación había 5.779 há plantadas y 3.793 há no plantadas. Los cambios en los activos biológicos se reflejan en el estado de resultados en los ingresos por operaciones continuadas.

Por su parte, la tasación de la tierra supuso un incremento de algo más de \$ 72 millones, equivalente a unos USD 2.5 millones.

Estas tasaciones se hacen una vez al año en ocasión del cierre del ejercicio económico (la última fue al 31/12/16) por lo que al 30/6/17 se mantienen incambiadas.

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

Cuadro 3: Estado de Situación del fideicomiso			
En millones de \$	30/6/17	31/12/16	31/12/15
Activo Corriente	44	80	137
Activo no Corriente	1.344	1.365	1.294
Total Activo	1.388	1.445	1.431
Pasivo Corriente	10	16	14
Pasivo no Corriente	24	27	24
Total Pasivo	34	43	38
Patrimonio	1.354	1.401	1.393
Total Pasivo y Patrimonio	1.388	1.445	1.431
Razon Corriente	4,40	5,00	9,79

Fuente: EE.CC.F.F. BDU

El patrimonio contable del fideicomiso al 30/6/17 asciende a USD 47.51 millones según se desprende del cuadro precedente convertido a dólares en función de la cotización utilizada a fin del periodo (28,495); el valor de la emisión de los CP's fue de USD 50 millones.

Cuadro 4: Estado de resultados del fideicomiso			
Expresado en miles de \$	30/6/17	30/6/16	31/12/16
Ingresos Operativos	4.297	-	4.461
Activos biológicos	-	-	(12.261)
Operaciones Continuas	4.296	-	(7.800)
Costo de los bs. vendidos	(2.828)	-	(3.484)
Resultado Bruto	1.469	-	(11.284)
Gastos de administración y ventas	(11.895)	(3.223)	(21.442)
Resultado Operativo	(10.426)	(3.223)	(32.726)
Resultados Diversos	-	21	83
Resultados Financieros	(437)	458	387
Resultados antes de impuestos	(10.862)	(2.744)	(32.255)
IRAE	3.851	(5.630)	(3.447)
Resultado del período	(7.011)	(8.374)	(35.702)
Otros resultados integrales (1)	(40.395)	31.444	44.439
Resultado Integral total final	(47.407)	23.070	8.736

Fuente: EE.CC.F.F. BDU

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

Dadas las características del negocio forestal, es lógico esperar resultados negativos en los primeros años por cuanto el rubro principal a vender es la madera cosechada; en tal sentido, la primera tala está prevista aproximadamente a 10 años de su plantación (año 2022 en adelante). Mientras tanto, los ingresos son marginales: venta del producto de podas y

raleos, pastoreos etc. Cabe agregar que la moneda funcional del proyecto es el dólar norteamericano y que por disposiciones domésticas los EE.CC deben presentarse en moneda local. La cotización del dólar a junio de 2016 fue de \$ 30,617 mientras que a junio de 2017 fue de 28,495 eso explica la diferencia entre ambos periodos del rubro "otros resultados integrales" producto de dicha conversión lo que hizo que, en moneda nacional, los resultados integrales en el comparativo de los cierres a junio fueran sensiblemente menores a los del anterior.

Riesgos considerados

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

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

Riesgo de conflictos, derivado de la posibilidad de juicios capaces de interferir con el mandato recibido y en tanto la existencia de previsiones para enfrentarlos. Por iguales razones que el anterior, resulta poco probable que aun dándose conflictos, el fiduciario y la administradora no pudieran resolverlos a satisfacción del proyecto. *Riesgo muy bajo.*

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

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

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y FLUJO FUTURO DE FONDOS

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 son 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.

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.

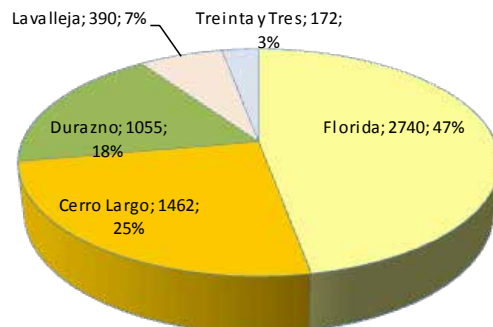
A la fecha de confección de la presente actualización, el Fideicomiso ha cumplido con la compra de tierras y la implantación de los árboles. La superficie total adquirida –según lo informado por la tasadora Indufor- es de 9.572 has, de las que han sido plantadas 5.819 has, lo que significa un 61% de aprovechamiento. El 64% (3.735 has) han sido plantadas con E. grandis, el 28% (1.599 has) por E. dunii, en tanto que el 6% con E. saligna, y un 2% de E. globulus.

Cuadro 5. Descripción del área de BDU I al 31 de diciembre de 2016, por departamento y según especie (has)

Departamento	Área plantada por especie					Área total plantada	Área total
	E. grandis	E. dunii	E. saligna	E. globulus	Otros Eucalyptus		
Cerro Largo	1.155	307				1.462	2.476
Durazno	664	391				1.055	1.541
Florida	1.541	714	345	135	5	2.740	4.723
Lavalleja	264	126				390	591
Treinta y Tres	111	61				172	240
Total	3.735	1.599	345	135	5	5.819	9.572

Fuente: Indufor

Gráfica 1 . BDU I; Distribución del área plantada por departamento



Fuente: el Operador

Las proyecciones financieras se han ido actualizando por el operador y así han sido mencionadas en otras actualizaciones. La última TIR esperada, estimada en abril de 2016, es de 9.44%, superior a la estimada en el prospecto de emisión, ubicada en 8,58%. No ha habido cambios sustanciales que justifiquen un nuevo cálculo de los indicadores de resultado económico.

Esta TIR se compara adecuadamente con estimaciones internacionales como la de NCREIF²

1. Nueva estimación del Costo del Capital y Valor Presente Neto del Proyecto

Con el objetivo de testear algunos supuestos introducidos en las proyecciones del plan de negocios presentado en ocasión de la calificación original CARE, profundizó el análisis del costo de oportunidad del capital para descontar los flujos de fondos³. Para ello se calculó el costo promedio ponderado del capital (WACC⁴) del presente proyecto.

El punto fundamental para el cálculo del WACC, cuando no existe endeudamiento, es la estimación de la retribución de los fondos propios. Para esto se utilizó el modelo de valoración CAPM (Capital Asset Pricing Model) y, siguiendo a Damodaran⁵ se adicionó a éste una prima que contempla el riesgo específico del mercado en el que se ejecuta el proyecto. En consecuencia para el cálculo del costo de los fondos propios se aplica la siguiente fórmula:

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

Donde:

E(ri): Tasa de retorno esperada del capital

β_{im} : Riesgo sistemático propio respecto del riesgo de mercado.⁶

rf: tasa libre de riesgo

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

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

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

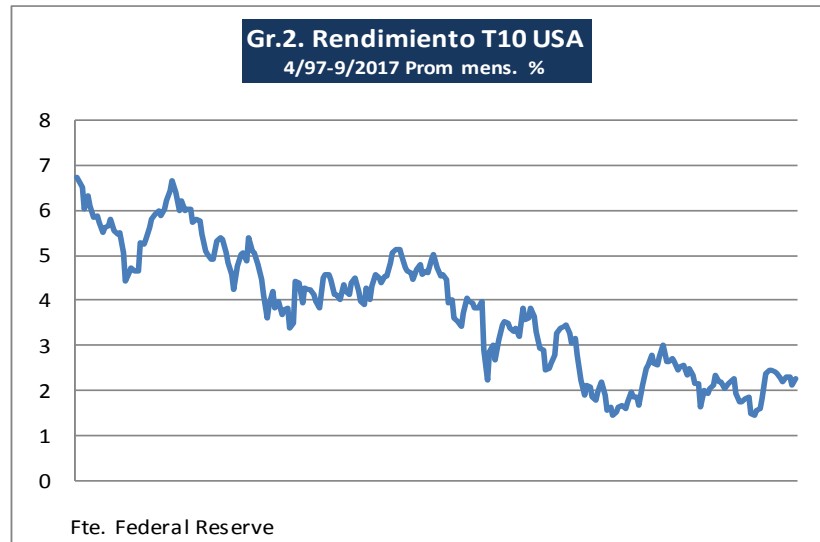
². <https://www.ncreif.org/data-products>

³. El prospecto de emisión supone una tasa de descuento del 8%.

⁴. Weighted Average Cost of Capital

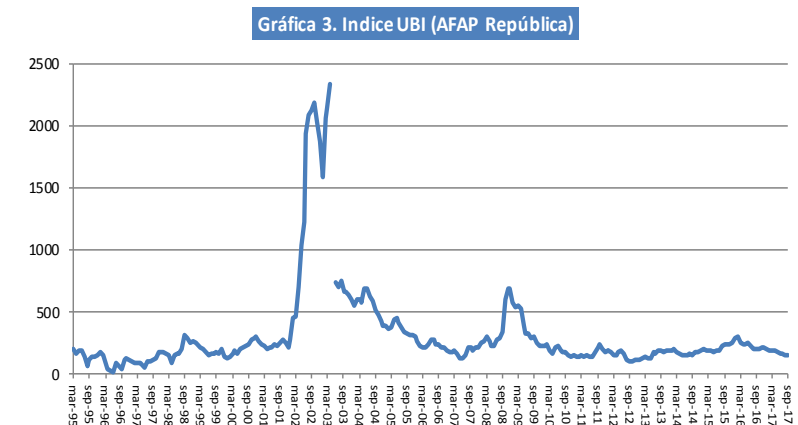
⁵. A. Damodaran, "Estimating Equity Risk Premiums" Stern School of Business.

⁶. Se consideraron los betas promedio de empresas de producción primaria de bienes agrícolas en mercados emergentes según A. Damodaram

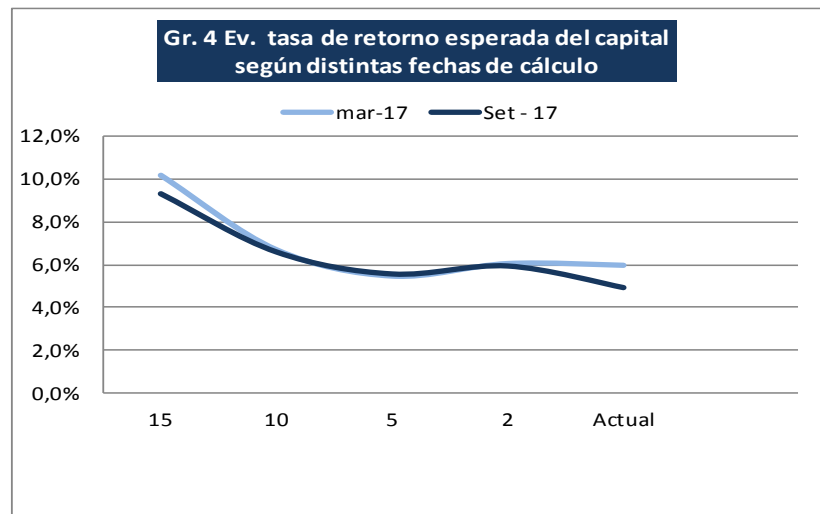


Se entiende en general, que si bien es razonable esperar un incremento en las tasas de interés en el corto plazo, no se espera que alcancen niveles tan altos como en el período referido, debido al abundante ahorro que existe en la economía mundial.

Por su parte el riesgo país, medido a través del índice UBI de República AFAP, también incorpora datos “anómalos” cuando se incluye el período de la crisis de 2002. Si bien es una realidad que la economía uruguaya atraviesa en determinados períodos crisis de esa magnitud, no se considera muy probable que ello pueda ocurrir en el futuro mediano plazo.



En esta ocasión y a la luz de estas discusiones, se calculó el $E(r_f)$ en distintos escenarios (el parámetro “beta unlevered” de Damodaram, ha permanecido igual desde la última actualización, en 0.79). Si se consideran los datos para estos indicadores promedio de los últimos 20, 15, 10, 5 ó 2 años, e incluso a valores actuales, se arriba a tasas menores (véase gráfica 4). Se puede concluir que el $E(r_f)$ resultante, ha ido descendiendo como consecuencia de la baja de la tasa libre de riesgo y el riesgo país, lo que mejora el valor actual neto del flujo. La mejoría en los índices mencionados, permite que se manifiesten diferencias en el cálculo del indicador a pocos meses del último cálculo.



Aplicando valores actuales, que recogen el rendimiento de los TB10Y, se llega a una tasa de retorno esperada para el capital en el entorno del 5%. Este valor es sensiblemente inferior a la TIR esperada del inversor en CPs (8.58%), lo que nos indicaría que la tasa prevista para ellos es superior a la teórica. Si bien estas comparaciones no pueden tomarse en sentido estricto, constituyen una referencia que –entre otras- ayuda a conformar un juicio acerca del retorno proyectado de los CPs.

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

2. 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 80% de la venta de madera por lo que, es determinante el manejo y seguimiento del bosque. Al cierre del primer semestre se estima que el monto total de ventas será de USD 507.168, inferior en un 25.4% a lo presupuestado, fundamentalmente debido al precio de la venta de la tala rasa para pulpa (véase cuadro 6). El operador reporta que también incidirá en esta reducción, la postergación de algunos raleos comerciales para 2018.

Cuadro 6. Ventas estimadas el cierre del año 2017 por destino y tipo (Área, volumen y valor US\$)

Ventas	Volumen físico (m3)			Monto total (USD)			Monto por m3		
	Estim.	Presup.	Dif. (%)	Estim.	Presup.	Dif.	Estim.	Presup.	Dif.
Venta stock 2016*	4.851	5.240	-7,40%	87.993	95.934	-8,30%	18,14	18,31	-0,90%
Eucal. pulpa (t. rasa)	20.700	20.700	0,00%	419.175	558.900	-25,00%	20,25	27	-25,00%
Eucal. pulpa (raleo)	0	2.350		0	24.675			10,5	
Total	25.551	28.290	-9,70%	507.168	679.509	-25,40%		24,02	

Se presupuestó oportunamente, la replantación de las áreas objeto de tala rasa o de evolución insatisfactoria de algunas áreas por efecto del clima o plagas. Esta actividad se encuentra por debajo de lo presupuestado, y el operador entiende que la cierre del año, la ejecución será aún menor. La replantación que correspondía al predio Reboledo que se cosecharía en el correr del año. La venta fue hecha en 2016 y el comprador tiene por contrato, un año para efectuar la cosecha. Esta fue diferida al tercer trimestre de 2017, lo que posterga todas las tareas de preparación de tierras y plantación.

No se registraron costos de producción, ya que se postergaron las actividades para el segundo trimestre de 2018.

Los gastos al cierre del 1er. Semestre han sido sensiblemente menores que lo presupuestado y la estimación para el año 2017 proyecta una disminución de ese retraso.

Cuadro 7. Gastos al cierre del 1er. semestre y estimación para el año 2017 por tipo de actividad (USD).

GASTOS	PRIMER SEMESTRE			TOTAL 2017		
	Real	Presup.	Diferencia	Real	Presup.	Diferencia
Protección	18.977	2.258	-16.719	63.190	63.190	0
Mediciones	2.146	44.300	-42.154	64.300	134.300	-70.000
Mantenimiento	13.296	52.871	-39.575	122.532	122.532	0
Gerenciamiento	273.180	272.538	642	545.076	545.076	0
Fletes	2.242	0	2.242	0	0	0
Otros gastos	32.791	91.766	-58.975	242.214	242.214	0
Total	342.632	463.733	-121.101	1.037.312	1.107.312	-70.000

Fuente: el operador

Se estima por parte del operador, que al cierre del 2017 se alcanzarán los objetivos trazados y el nivel de ejecución presupuestal esperado en lo que refiere a podas y manejo silvicultural.

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 Comité de Vigilancia en sus dos informes no reporta dificultades de importancia en el buen desarrollo del proyecto.

3. Riesgos considerados:

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

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

V. EL ENTORNO

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

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

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

5.1 Riesgo Económico y de Mercado

Cabe destacar los siguientes aspectos favorables sobre el negocio forestal y de la celulosa en particular que son sustentados en profundidad en los estudios de la calificadoradora⁷: en este caso, el informe se va a concentrar en el tema de los precios de la madera y de la tierra.

5.2 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 80% de los retornos de la inversión se explican por el valor de la madera.

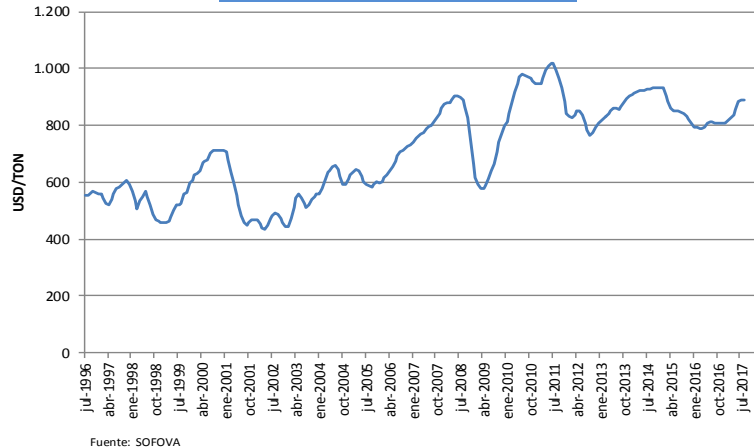
Los precios de la madera; a nivel internacional, regional y doméstico han evidenciado trayectorias acordes a las planteadas en el prospecto de emisión. No obstante, CARE actualizó un informe sectorial sobre el mercado forestal y una revisión bibliográfica sobre las proyecciones internacionales del precio de la madera (Ver Informe Sectorial del Sector Forestal⁸). En el mismo se constata que los supuestos son coincidentes con la literatura y los informes de organismos especializados en la materia.

La demanda y los precios de los productos forestales se presentan firmes y se proyectan crecientes, según la revisión bibliográfica citada. El precio relevante para el proyecto, es el de la celulosa, que ha venido mostrando una tendencia de largo plazo, alcista, aunque en los últimos años parece oscilar en torno a una tendencia estabilizada.

⁷. Ver actualización del Informe Sectorial del Mercado Forestal de febrero de 2017 en www.care.com.uy

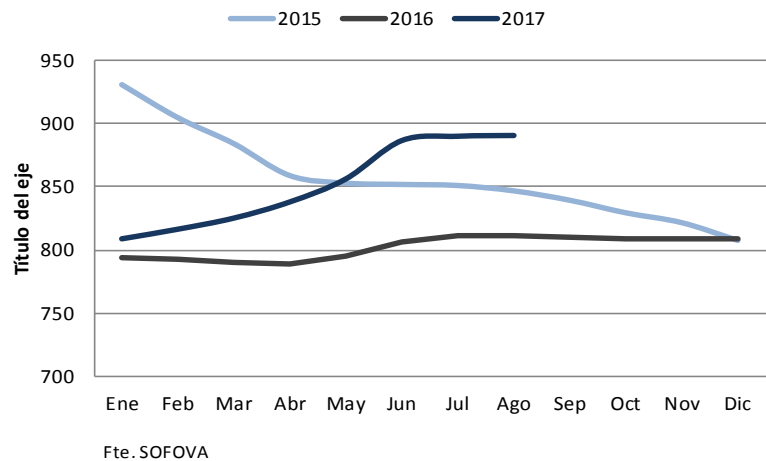
⁸. www.care.com.uy

Gráfica 5. Evolución del precio de la celulosa



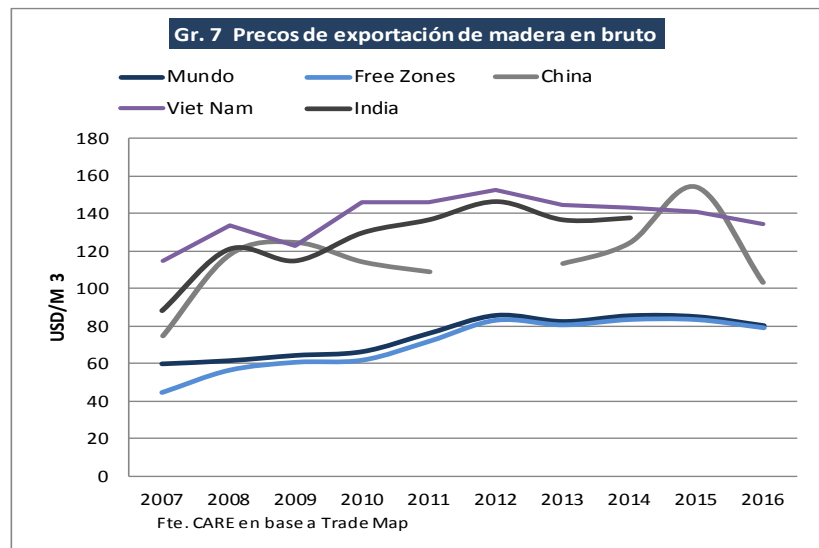
La gráfica 6 muestra en detalle el comportamiento en los últimos tres años, y se puede observar la recuperación relativa en el año en curso

Gr. 6 Precio de la celulosa en años recientes

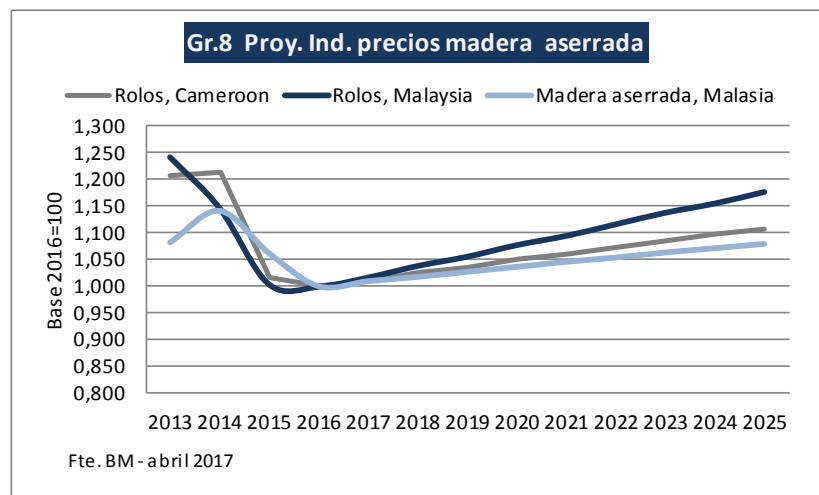


Otro indicador relevante a los efectos del proyecto, lo constituye el mercado de la madera en rolo, o madera en bruto, dado que por la ubicación de los montes, el destino más probable de la producción sea la exportación como madera en bruto.

Los precios que se alcanzan en esos mercados, son mayores a lo que se obtienen en la "exportación a zona franca", actualmente en un 50%, pero se debe destacar que esa diferencia se ha venido reduciendo en la última década (véase gráfica 7)



No se dispone de proyecciones de precios a futuro para la celulosa, de fuentes representativas, se toman las formuladas por el Banco Mundial respecto de la materia prima, que reporta tendencias alcistas a partir de 2017.



5.3 El precio de la tierra

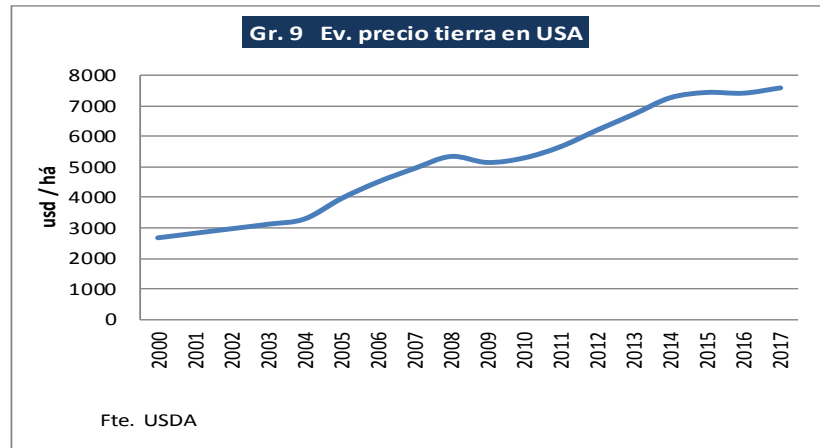
El precio de la tierra, ha visto modificada su evolución de fuerte apreciación en dólares, con una caída en 2015 que continuó en 2016, aunque a una tasa menor, y una recuperación en el primer semestre de 2017.

Las perspectivas de demanda internacional por tierra son alentadoras y ubican los precios en niveles crecientes para el corto y mediano plazo. En el Informe Sobre el Precio de la Tierra ⁹ se presenta un detallado análisis sobre el precio de la tierra. En este caso se actualiza el comportamiento de los precios en diferentes países considerados de importancia

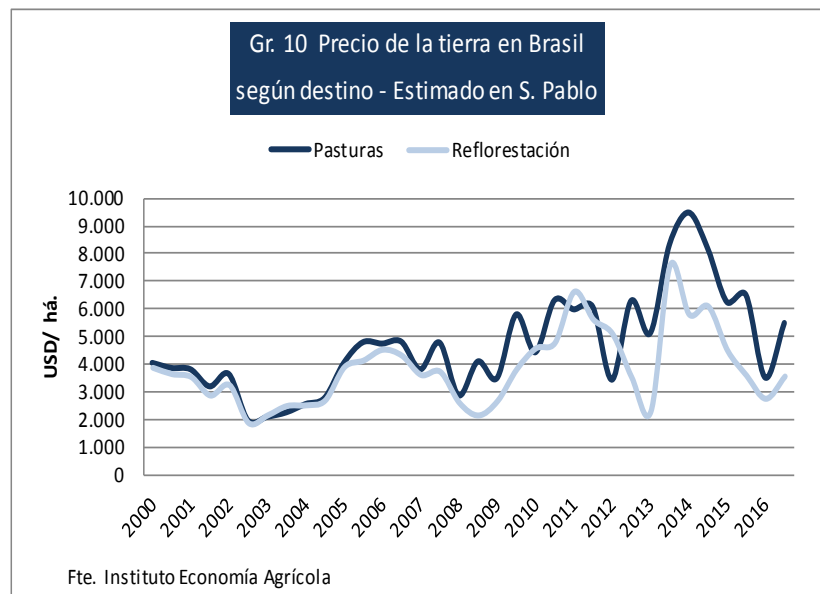
En lo que respecta, en particular al precio de la tierra en Estados Unidos, continúa la fase ascendente hasta 2015 para estabilizarse, mostrando una leve caída en 2016, y -según cifras preliminares- retomaría la tendencia al

⁹. Idem

crecimiento en 2017. 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 menor medida, después de la crisis financiera de Lehman Brothers, y en forma muy moderada (véase gráfica 9). Cualquiera de los dos shocks negativos en el nivel de precios, fueron revertidos en pocos años.



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, parece comenzar a revertirse en 2017, según cifras preliminares (véase gráfica 10)



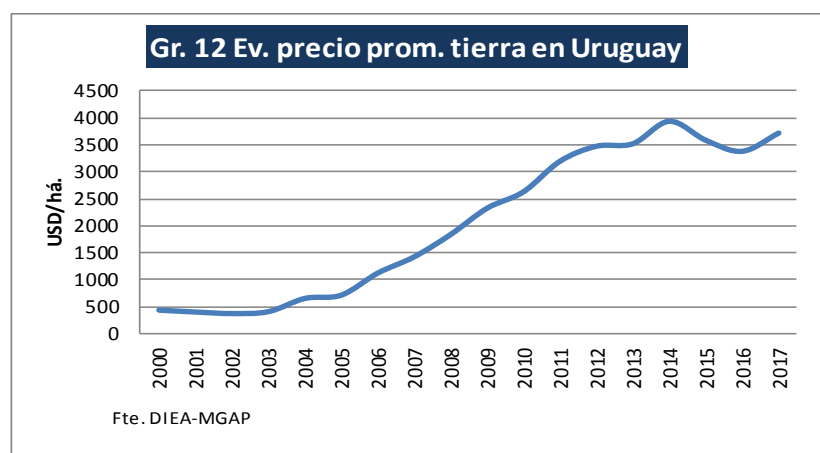
CARE no ha venido utilizando la referencia del mercado argentino de tierras a consecuencia de las características de la situación económico y de política cambiaria de ese país. Pero dados algunos cambios en el escenario, parece

razonable considerar el comportamiento de ese mercado en especial en las regiones más comparables con la realidad del Uruguay. La Compañía de Argentina de Tierras ha reportado una información que permite constatar que la tonificación de los precios referidos en Estados Unidos y Brasil, también se está registrando en la Argentina, al menos en la Provincia de Entre Ríos (véase gráfica 11)

**Gráfica 11. Precio de la tierra en Argentina
Provincia de Entre Ríos**



En el caso de Uruguay, la información reportada por DIEA MGAP, da cuenta de un cambio en la tendencia declinante del precio iniciada en 2015, luego de alcanzar el máximo valor en 2014 y que continuaba en 2016. En efecto, las cifras del primer semestre de 2017 muestran una franca recuperación, mostrando un comportamiento con cierta similitud a la evolución del precio en los demás países analizados (véase gráfica 12).



Por otra parte, CARE actualizó en análisis del 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, en función de los datos preliminares reportados por DIEA para 2017. La información

evidencia que se mantiene 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 8).

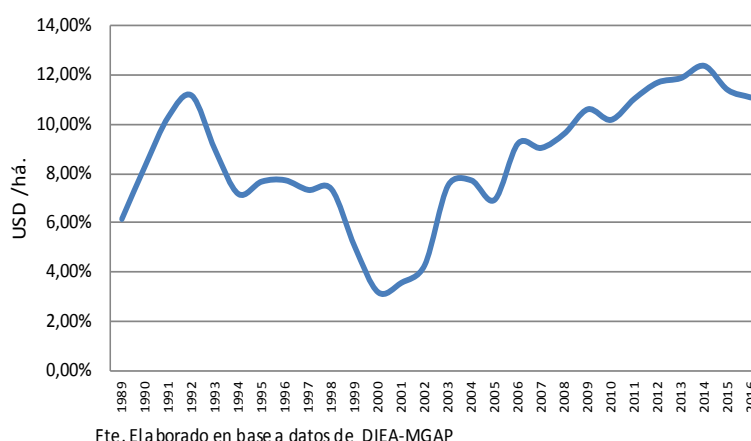
Cuadro 8. Tasas de evolución y variabilidad del precio de la tierra en distintos intervalos

Variable	Periodo considerado (años)					
	7	8	9	12	15	20
Tasa promedio	9,20%	9,10%	9,00%	8,30%	10,20%	8,60%
Desv. St.	10,20%	9,40%	8,40%	6,00%	3,40%	2,50%
Coef. Var.	111,20%	102,70%	93,60%	72,70%	33,00%	29,40%

Fuente: elaborado en base a datos de DIEA-MGAP

La evolución anual de este indicador –para intervalo de 12 años, por ejemplo– muestra una tendencia al alza que se atenúa hacia el final del período y parece estabilizarse en 2017, pero se mantiene en valores en el entorno del 15% de crecimiento anual.

Gr. 13 Tasa var. prom. anual precio de la tierra en períodos de 20 años - Uruguay



5.4 Las políticas públicas, el riesgo político

El riesgo de políticas públicas refiere a la amenaza, de parte del Estado, de actuar contra las modalidades de propiedad y explotación que propone el fideicomiso. El gobierno discute con frecuencia diferentes propuestas que pueden afectar el clima de la inversión en tierras, si aparecieran leyes gravando nuevamente la tierra, o si se detuviera en alguna medida la inversión de fondos como el proyectado, o si se afectara la inversión extranjera directa. Todos estos elementos componen un riesgo político que al momento no puede preverse cómo será su desenlace.

No se perciben condiciones que permitan advertir mayores amenazas de las que se mencionaron líneas arriba. La introducción del nuevo impuesto de primaria, si bien constituye un cambio normativo, no afectaría significativamente el negocio en cuestión ni tampoco incidiría de tal manera en las expectativas del negocio sectorial en general.

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

VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos-, tanto los presentados por la Fiduciaria y el Operador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité calificador de CARE entiende que la Emisión califica en la categoría BBB + (uy) de la escala del Manual de CARE¹⁰.

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez

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