

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

Montevideo, Abril de 2018

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

Actualización de la Calificación de la Emisión de CPs Oferta Pública Del Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay II 06-de abril de -2018

Fiduciario:	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión.
Operador (Administrador) y Organizador:	Agroempresa Forestal S.A.
Agente de Registro y Pago:	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión
Entidad Representante:	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.
Títulos a emitidos:	Certificados de participación
Moneda:	Dólares americanos
Importe de la emisión:	USD 70.000.000
Fecha de emisión:	19 de enero de 2015
Plazo:	Hasta liquidación de activos y obligaciones del fideicomiso
Distribuciones:	Según resultados acumulados de acuerdo a procedimiento establecido
Activos del Fideicomiso:	El Fideicomiso invierte en la creación de un patrimonio forestal. Esto incluye la compra y/o arrendamiento de inmuebles rurales y la plantación de los montes.
Calificación de Riesgo:	BBB+ (uy) ¹
Vigencia:	noviembre de 2018
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 II, manteniendo la categoría BBB+ (uy) de grado inversor.

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

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico ofrece las garantías necesarias tal como se aprecia en el informe jurídico de la calificación original de noviembre 2014.
- 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 realizó una nueva estimación satisfactoria del Costo del Capital y del Valor Presente Neto del Proyecto, recogiendo las variaciones en la tasa de interés internacional y en el riesgo país.
- Los informes del Operador (Agroempresa Forestal SA) y del comité de vigilancia, resultan satisfactorios para la marcha del proyecto. Esto ha sido debidamente corroborado en el campo por profesionales de CARE que visitaron algunos establecimientos en enero de 2018. Los informes que se encuentran en poder de CARE, confirman el buen estado de los montes así como también una adecuada gestión. Se destaca que la misma empresa ya administra dos proyectos de similares características (Bosques del Uruguay y Bosques del Uruguay III).
- 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).
- Al finalizar el primer trimestre de 2017, se completó la compra de campos, y al 31 de diciembre de 2017 el patrimonio del fideicomiso alcanza las 16.443 hectáreas con 9.167 hectáreas plantadas. La superficie plantada supera el área propuesta, en la medida que parte importante de lo adquirido, ya estaba forestado. Esto excede los compromisos asumidos en cuanto a los estándares mínimos de desempeño, establecidos en el Prospecto de Emisión. Se ha dado por completada la compra de tierras, superando en un 17% el área propuesta y a precios inferiores 12%, y se ha superado la máxima superficie proyectada para forestar inicialmente (8.680 has) en un 5,6%.

- Aunque los precios de los commodities agrícolas y de la tierra han registrado un descenso en años recientes, desde hace ya algún tiempo las proyecciones más confiables señalan una relativa estabilidad de los mismos, y particularmente la celulosa ha mostrado una clara 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 V se actualiza la información y se profundiza 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.

I. ANTECEDENTES

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para actualizar la calificación de los Certificados de Participación del Fideicomiso Financiero nominado "Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay II", por un valor nominal de USD 70.000.000 (setenta millones de dólares de los Estados Unidos).

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 entre otros. CARE no audita ni verifica la exactitud de la información presentada, la que sin embargo procede de fuentes confiables a su juicio.

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

CARE Calificadora de Riesgo es una calificadora con registros y manuales aprobados por el Banco Central del Uruguay a partir de abril de 1998. Califica conforme a su metodología oportunamente aprobada por dicha autoridad, seleccionando los profesionales necesarios para integrar en cada caso el comité de calificación, el que juzga en función de sus manuales. Estos, su código de ética, registros y antecedentes se encuentran disponibles en el sitio web: www.care.com.uy así como en el del regulador: www.bcu.gub.uy. El comité de calificación estuvo integrado en este caso por el Cr. Martín Durán, el Ing. Agr. Adrián Tamber y el Ing. Julio Preve. CARE contrató los servicios del Dr. Leandro Rama para la evaluación del riesgo jurídico en ocasión de la calificación original. Asimismo CARE contó con el asesoramiento de Juan Peyrou en la calificación original y recurre cuando lo entiende necesario a la Ing. Agr. Martha Tamosiunas para los informes de campo.

2. Antecedentes generales y hechos salientes del período

El objeto principal del "Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay II" es: (a) la emisión de los Certificados de Participación y su suscripción por parte de los Beneficiarios según términos y condiciones que surgen del Contrato de Fideicomiso y del Documento de Emisión (etapa cumplida), (b)

invertir en la compra y/o arrendamiento de inmuebles rurales situados dentro del territorio de la República Oriental del Uruguay, los cuales serán destinados al desarrollo de la actividad forestal. La adquisición de inmuebles rurales se podrá realizar también mediante la celebración de promesas de enajenación de inmuebles a plazo, y (c) la distribución de los fondos resultantes de tal implementación del Proyecto entre los Titulares, en la forma que se establece en el Contrato de Fideicomiso.

Las principales características del proyecto son:

- Estructuración de una opción de inversión a largo plazo, respaldada por el retorno de operaciones que involucran el mercado de la madera y el mercado inmobiliario de tierras de uso agropecuario, sin perjuicio de otros ingresos por venta de bonos de carbono y pastoreo.
- El plazo del Fideicomiso es de 30 años o hasta el momento en que se cancelen en forma total los Certificados de Participación emitidos por el Fiduciario, y se cancelen las demás obligaciones del Contrato.
- Administración a cargo de Agroempresa Forestal S.A. (en adelante AF), una compañía con probada habilidad en la administración de patrimonios forestales. En este sentido, un aspecto positivo a destacar es que AF viene operando a satisfacción los Fideicomisos Financieros Forestal Bosques del Uruguay y Bosques del Uruguay 3, cumpliendo a entera satisfacción con los planes de negocios originales.
- El patrimonio de tierras de BDU 2 al 31 de Diciembre de 2017 alcanza a las 16,443 hectáreas de las cuales 9,167 hectáreas se encuentran forestadas, lo que representa un porcentaje del 55% por el momento; si bien ya se compró toda la tierra aún faltan forestar algunos campos. El prospecto establecía la compra de 14.000 hectáreas y que se alcanzara una plantación de 7.800 hectáreas.
- Las tierras adquiridas se encuentran en Lavalleja (29%), Cerro Largo (41%), Florida (18%) y Treinta y Tres (11%).
- Con respecto a los ingresos; el Prospecto proyectaba una cosecha total de 3.5 millones de m³: tres cuartas partes del volumen para la producción de pulpa, y el resto para aserrado. No obstante, más de la mitad del margen por ventas de madera proviene de la madera de alto valor. Respecto al ingreso por ventas total estimado, un 78% corresponde a venta de madera, 20,5% a la venta de la tierra al final del proyecto, y menos del 1,5 % a ingresos por venta de bonos de carbono y pastoreo².
- Al finalizar el primer año, la nueva estimación de TIR esperada para el inversor, según informes del operador, corroborados por CARE, alcanzaba a 11.77%; los cambios en el ritmo de las inversiones así como los precios pagados por la tierra, hacen suponer una mejora en los indicadores de resultados, pero aún no se dispone de la información necesaria para su estimación.

². Capítulo IV del Prospecto: Objetivo y característica de la inversión.

- Los objetivos trazados para el 2017 se centraron en promover el crecimiento de los árboles y alcanzar los estándares de producción y calidad de madera del proyecto, principalmente en las forestaciones adquiridas en los trimestres anteriores; en tal sentido las actividades realizadas se concentraron en:
 - o Podas y raleos
 - o Control de hormigas y malezas, y laboreos primarios en los establecimientos que iban a ser plantados
 - o Arreglos de alambrados, infraestructura y caminería
- La Ing. Martha Tamosiunas que a solicitud de la calificadora visitó en enero de 2018 los predios ende El Estribo, Cruz Roja, Los Morchos, Vicentinos y las Vertientes da cuenta de que *“el fideicomiso BDU II no muestra riesgos de gestión, más allá de los comentados con la elección de nuevos clones o la reconversión en las áreas húmedas, se evidencia un gran esfuerzo de reconversión y ajuste en el calendario de manejo así como en la consolidación de la infraestructura vial. Esta última mejora es muy importante para la rápida accesibilidad a los rodales en caso de incendio”*.
- El 7 de noviembre de 2017 se firmó el acuerdo entre el gobierno uruguayo y la empresa finlandesa UPM para la construcción de una planta de celulosa, lo que de concretarse podría generar mayores oportunidades, ya que se verá incrementada la demanda por materia prima para pulpa. Por otra parte las expectativas de nuevas oportunidades para la forestación habrían presionado los precios de las tierras forestales al alza.

3. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- Estados contables auditados de EF Asset Management al 31/12/17.
- Estados contables auditados del Fideicomiso al 31 de diciembre de 2017
- Balance de Agroempresa Forestal al 31 de diciembre de 2016
- Informe anual y del cuarto trimestre de 2017 de Agroempresa Forestal
- Entrevistas con Agroempresa Forestal
- Informe de Tasación (Indufor Asian Pacific Limited), al 31 de diciembre de 2017
- Informe de la Ing. Martha Tamosiunas para CARE de enero de 2018.
- Informes del Comité de Vigilancia de diciembre de 2017

II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

Se comercializaron en oferta pública certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay II, creado por contrato correspondiente de fideicomiso financiero. Este contrato, los certificados y los demás contratos citados se analizaron en el informe jurídico realizado en ocasión de la calificación.

1. Descripción general

Denominación:	Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay II
Fiduciario:	EF Asset Management Administradora de fondos de Inversión S.A.
Operador administrador:	Agroempresa Forestal S.A.
Agente de Registro y Pago:	EF Asset Management Administradora de fondos de Inversión S.A.
Entidad Representante:	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.
Cotización bursátil:	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.
Organizador:	EF Asset Management Administradora de fondos de Inversión S.A.
Títulos a emitirse:	Certificados de participación
Activos del Fideicomiso:	El Fideicomiso invertirá en la creación de un patrimonio forestal. Esto incluye la compra y/o arrendamiento de inmuebles rurales y la plantación de los montes.
Moneda:	Dólares
Importe de la Emisión:	USD 70.000.000
Plazo:	Hasta liquidación de activos y obligaciones del fideicomiso
Fecha de emisión:	19 de enero de 2015
Distribuciones:	Según resultados acumulados de acuerdo a procedimiento establecido
Calificación de Riesgo:	BBB+ (uy)

2. El análisis jurídico

El análisis jurídico se agregó en el Anexo I del informe original de calificación. El mismo, descartó cualquier eventualidad de conflictos derivados por ejemplo de la construcción jurídica, los contratos respectivos, el cumplimiento con normas vigentes, etc.

La conclusión del informe es: ***“...En conclusión y contemplando todos los aspectos involucrados, el negocio fiduciario cuenta con un razonable grado de cobertura, no advirtiendo riesgos sustanciales asociados a contingencias jurídicas en el proceso de emisión”***

Riesgos considerados

Riesgo jurídico de estructura. Comprende el análisis de la eventualidad de incumplimientos en el pago a los beneficiarios, derivado de defectos en la estructura jurídica por no cumplir con alguna norma vigente, así como eventualmente por la aplicación de sentencias judiciales derivadas de demandas de eventuales perjudicados por la creación oportunamente descrita. Visto el informe antes mencionado, que reitera en lo esencial el del Fideicomiso anterior y abundando en el análisis de responsabilidades, se concluye que el *riesgo jurídico de estructura se considera casi nulo*.

Riesgo por iliquidez. Los certificados se han diseñado para ser líquidos. Por este motivo, la liquidez puede considerarse adecuada dadas las características del mercado uruguayo. No obstante este proceso no es instantáneo, puede llevar un tiempo difícil de determinar y en algunos casos podría ocasionar una pérdida de parte del capital invertido. *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.

Situación económica y financiera

El análisis de los EE.CC al 31 de diciembre de 2017 sigue mostrando una sólida situación de solvencia. Como se ilustra en los cuadros siguientes, el patrimonio contable al cierre del último ejercicio siendo positivo. El ratio de liquidez se mantiene por debajo de la unidad. Cabe mencionar que el activo no corriente se compone en buena medida por los depósitos en garantía a que está obligada la firma, según normativa vigente, por los fideicomisos que administra y en consecuencia son de disponibilidad restringida. Esto explica los pasivos financieros, que son contraídos para constituir estas garantías y que una vez liberadas, los mismos son cancelados. En cuanto a la eventual necesidad temporal de fondos para atender obligaciones de corto plazo, la firma cuenta con financiamiento con partes relacionadas por lo que el riesgo de liquidez es muy acotado.

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

Concepto	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015
Activo Corriente	9.391	12.515	8.892
Activo no Corriente	81.968	79.870	51.122
Total Activo	91.360	92.385	60.013
Pasivo Corriente	13.068	12.998	5.161
Pasivo no Corriente	52.817	55.330	32.069
Total Pasivo	65.885	68.328	37.230
Patrimonio	25.474	24.056	22.784
Total Pasivo y Patrimonio	91.360	92.385	60.013
Razon Corriente	0,72	0,96	1,72

Fuente: EE.CC EFAM

Los resultados parciales de la firma a diciembre de 2017, si bien positivos, disminuyen respecto al mismo período del año anterior.

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

Concepto	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015
Ingresos Operativos	38.189	31.697	22.426
Gastos Adm. y Vtas.	(33.804)	(26.921)	(17.546)
Resultado Operativo	4.385	4.776	4.880
Resultados Financieros	(1.647)	(1.852)	2.176
Resultados antes de impuestos	2.738	2.923	
IRAE	(1.040)	(1.132)	(1.956)
Resultado del período	1.699	1.792	5.100
Res Operativos/Ingresos	11,48%	15,07%	21,76%
Res Ejercicio/Ingresos	4,45%	5,65%	22,74%

Fuente: EE.CC de EFAM

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

2. Agroempresa Forestal S.A. (AF)

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

Sintéticamente se puede decir que AF inicia sus operaciones en Uruguay en el año 2000; en el 2007 lo hace en Chile y en 2010 en Brasil. Sumando los tres países, AF opera en más de 100.000 hás. forestales.

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.

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 más de 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 no se contó con el último cierre a diciembre pasado. Nada hace pensar que hayan ocurrido cosas fuera de lo normal por lo que se mantienen los comentarios anteriores en el sentido que la firma no ofrece dificultades en este aspecto

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 2 fue creado por contrato del 14/8/14; el BCU autorizó su inscripción el 5/12/14. El 19/1/15 se colocaron en BEVSA CP's por USD 70 millones en un régimen de integración diferida según se estableció en el documento de emisión y que estaba anunciado en el prospecto informativo.

Se ha integrado la totalidad de la emisión prevista, es decir, USD 70 millones.

El valor razonable de los activos biológicos (plantaciones), según tasación de perito independiente, ascendió al 31/12/17 a USD 15.7 millones, menor a los USD 16.3 millones establecido el año anterior. Este valor se estima mediante técnicas de tasación descritas en la documentación pertinente que combina: crecimiento biológico; cambios en los precios, costos y gastos. Esto se realiza una vez al año en ocasión del cierre del ejercicio económico, la tasación realizada a fin del último ejercicio se corresponde con 9.178 hárs plantadas y 7.265 hárs no plantadas lo que arroja un total de 16.443 hárs propiedad del fideicomiso.

Lo mismo ocurre con el valor de la tierra que es tasada en ocasión del cierre del ejercicio anual. En este caso, el valor estimado de la tierra al cierre de 2017 fue de USD 49.5 millones.

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

Cuadro 3: Estado de Situación del fideicomiso			
En millones de \$	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015
Activo Corriente	136	415	711
Activo no Corriente	1.816	1.529	807
Total Activo	1.951	1.944	1.517
Pasivo Corriente	44	17	15
Pasivo no Corriente	-	-	9
Total Pasivo	44	17	23
Patrimonio	1.908	1.927	1.494
Total Pasivo y Patrimonio	1.951	1.944	1.517
Razon Corriente	3,09	24,41	47,40

Fuente: EE.CC.F.F. BDU 2

El patrimonio contable al 31/12/17 según se desprende del cuadro precedente ascendía a USD 66.23 millones, algo por debajo de la emisión que fue de USD 70 millones.

Cuadro 4: Estado de resultados del fideicomiso

Expresado en miles de \$	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015
Ingresos Operativos	113.471	8.824	-
Activos biológicos (1)	(106.981)	23.598	115.198
Operaciones Continuas	6.490	32.422	115.198
Costo de los bs. vendidos	(115.916)	(7.591)	-
Resultado Bruto	(109.427)	24.831	115.198
Gastos Adm. Y Ventas	(56.223)	(48.217)	(27.313)
Resultado Operativo	(165.650)	(23.386)	87.885
Resultados Diversos	(1.025)	-	-
Resultados Financieros	413	(79)	(800)
Resultados antes de impuestos	(166.261)	(23.465)	87.085
IRAE	(7.829)	16.888	(9.909)
Resultado del período	(174.090)	(6.577)	77.176
Otros resultados integrales (2)	(32.481)	(48.904)	103.986
Resultado Integral total final	(206.570)	(55.481)	181.163

Fuente: EE.CC.F.F. BDU 2

(1) cambio en las plantaciones

(2) refleja diferencia de cambio

Los resultados operativos se consideran normales dadas las características de un negocio de larga maduración cuyo principal producto, la madera, recién comenzará a explotarse aproximadamente 10 años después de realizadas las plantaciones (a partir de 2025). Mientras tanto, los ingresos son el producto de raleos, pastoreos, etc todos de relativa menor cuantía.

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 *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 EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

El patrimonio fiduciario estará constituido por los siguientes bienes y derechos que conforman el presente Fideicomiso: "(i) los montos resultantes de la integración de los Certificados de Participación objeto de la Emisión, (ii) los Inmuebles, Bosques, Madera y las mejoras e inversiones realizadas en ellos, si correspondiere, (iii) los ingresos y/o créditos recibidos o derivados por el Fideicomiso por la venta de los rubros mencionados en el literal (ii), (iv) los derechos y garantías emergentes de los boletos de reserva, compromisos o promesas de compraventa, promesas de enajenación de inmuebles a plazos o transferencias definitivas relativas a los Inmuebles (tanto cuando el Fideicomiso es adquirente como si fuera enajenante), (v) los ingresos y/o derechos de crédito generados en relación a las Actividades Accesorias; (vi) las Inversiones Permitidas y el Resultado de las Inversiones Permitidas, (vi) los fondos existentes en la Cuenta Fiduciaria y Cuenta de Gastos o que correspondan a la Reserva Final; y (vii) cualquier bien o derecho derivado o producido, directa o indirectamente, de los bienes o activos (tangibles o intangibles) antes mencionados (muebles o inmuebles)"³.

1. Evaluación de la rentabilidad de la inversión y Tasa Interna de Retorno.

El Proyecto planteado en el prospecto original presentaba una Tasa Interna de Retorno del 8.55% para el Inversor. En una anterior actualización el operador presentó una adecuación del flujo en función de las condiciones en que se estaba operando, que arroja una TIR de 11.77% (véase actualizaciones anteriores). Al momento actual, no se dispone de una nueva proyección, pero hay elementos para suponer que los indicadores de rentabilidad se verán mejorados, en la medida que se logró un menor precio de compra por ha, y en la medida que se han adquirido superficies importantes ya forestadas, lo que determina un menor plazo para el comienzo de la explotación.

2. 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 fondos⁴. Para ello se calculó el costo promedio ponderado del capital (WACC⁵) 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 Damodaran⁶ 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:

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

³. Artículo 2.1 del "Contrato de Fideicomiso Financiero de Oferta Pública".

⁴. El prospecto de emisión supone una tasa de descuento del 8%.

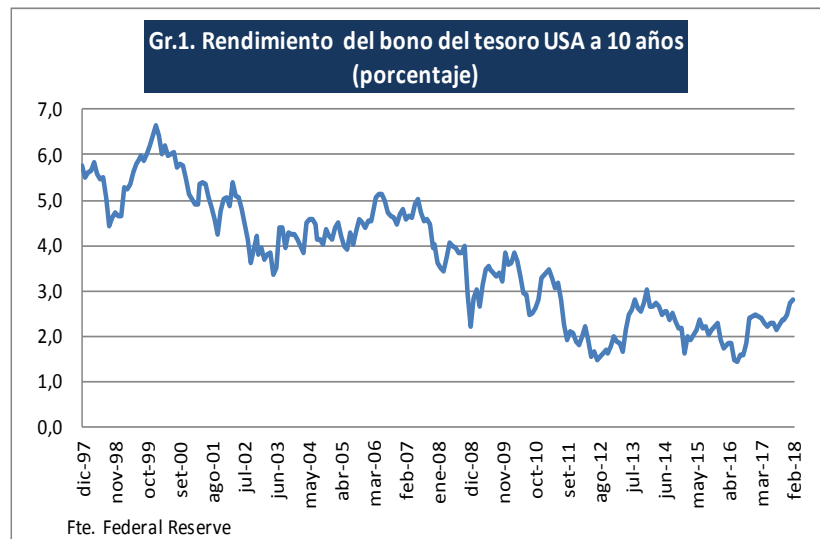
⁵. Weighted Average Cost of Capital

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

Donde:

- E(ri): Tasa de retorno esperada del capital
 β_{im} : Riesgo sistemático propio respecto del riesgo de mercado⁷.
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

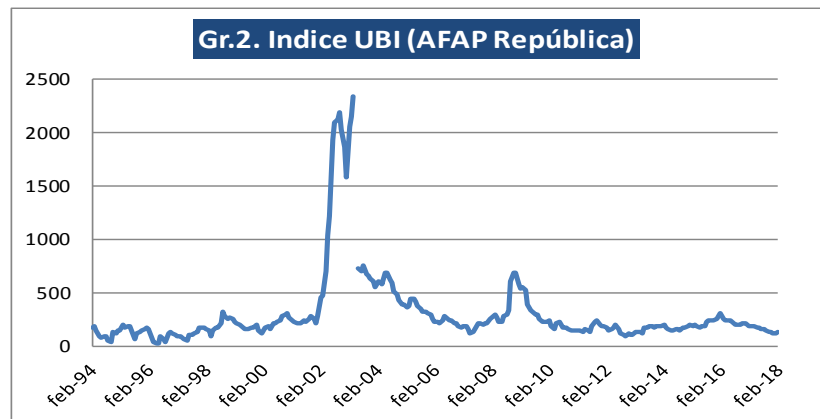
Para efectuar este cálculo se opta normalmente por utilizar los promedios de 20 años de los rendimientos de los Treasury Bonds 10 Years de la Reserva Federal de los Estados Unidos. Ese promedio resulta exigente respecto al costo de oportunidad del capital, dado que incluye valores de fines de la década 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 del repunte del último año (gráfica 1).



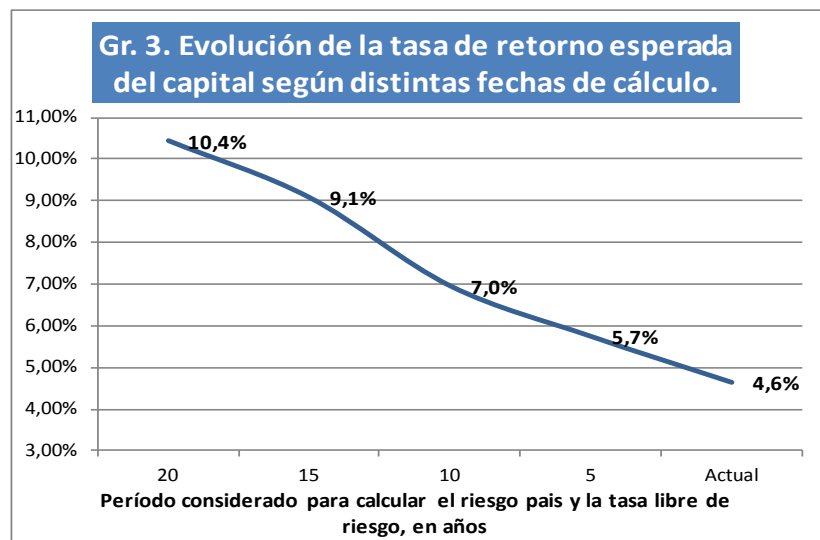
Se entiende en general, que si bien es razonable esperar un incremento en las tasas de interés en el corto plazo, no se espera que alcancen niveles tan altos como en el período referido, debido al abundante ahorro que existe en la economía mundial.

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 (gráfica 2).

⁷. Se consideraron los betas promedio de empresas de producción primaria de bienes agrícolas en mercados emergentes según A. Damodaram



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 aumentado levemente desde la última actualización (pasando de 0,79 a 0,92). Si se consideran los datos para estos indicadores promedio de los últimos 20, 15, 10 o 5 años, e incluso a valores actuales, se arriba a tasas menores (véase gráfica 3). Se puede concluir que el $E(r_f)$ resultante, ha ido descendiendo como consecuencia de la baja de la tasa libre de riesgo y el riesgo país, lo que mejora el valor actual neto del flujo.



Aplicando valores actuales, que recogen el rendimiento de los TB10Y, se llega a una tasa de retorno esperada para el capital en el entorno del 4,6%. Este valor es sensiblemente inferior a la TIR esperada del inversor en CPs (8,55%) y por supuesto a la recalculada posteriormente por el operador del 11,77%. 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.

3. Manejo Económico- Productivo

Las características del proyecto hacen que los resultados económicos, sean especialmente sensibles a las acciones llevadas a cabo por el operador en los inicios del mismo: compra de tierras y establecimiento de los montes, por lo cual se incluyeron en el Contrato de Fideicomiso, estándares mínimos de desempeño para el administrador.

En este aspecto se ha verificado un comportamiento eficaz del operador, en la medida que se ha realizado la adquisición de tierras, existe ya una superficie forestada mayor a la prevista y se encuentra muy cerca de lograrse la proporción de tierra forestada.

- El primer punto de los estándares mínimos de desempeño establece: **(a) Compra de tierras:** dentro de los primeros 4 (cuatro) años, a contar desde la Fecha de Emisión, deberá comprarse y/o arrendarse al menos el 50% de las tierras definidas en el Plan de Negocios. La realidad muestra que a tres años ya se han adquirido 16.443 has un 17% más de lo proyectado, que eran 14.000 hectáreas.
- El segundo aspecto estipulado refiere al área plantada, que debe *superar el 80% del área comprada y evaluada como plantable, en un plazo de 2 años desde la entrega de los campos por parte de los vendedores*. Al 31 de diciembre de 2017 se encuentran forestadas en total 9.167 has, que representan el 56% del total bajo administración, y más del 90% del área evaluada como forestable.
- El área total corresponde a 21 establecimientos, que totalizan las referidas 16.443 has, cuyo detalle obra en poder de la calificadoradora.

Como se han adquirido campos ya forestados, los plazos de inicio de las ventas de madera de tala rasa, se han modificado respecto a la proyección original, adelantando los ingresos del fideicomiso por estos conceptos. A su vez, los costos de implantación se postergan en aquellas áreas adquiridas ya forestadas, ya que los mismos serán efectuados, una vez que se haya llevado a cabo la tala rasa pertinente.

De esta manera se da un buen nivel de cumplimiento de los compromisos de desempeño.

Cuadro 5. Cumplimiento del proyecto al 31 de diciembre de 2017

Concepto	Presupuesto	Logrado
Precio de la tierra (USD/ha)	3.200	2.823
Distancia a Montevideo (km)	270	267
Aprovechamiento forestal (%)	62,00%	63,00%
Rel. Area E. Grandis/E Dunii	2,7	2,2
Area total	14.000	16.443

(1) El 17% del área forestal adquirida tiene Pino
Fuente: el operador

Las ventas del fideicomiso en el año 2017 alcanzaron a USD 3,84 millones de dólares, un 20% por debajo de lo proyectado. No obstante se estima que quedó en el campo un stock de madera que se estima en 53,400 m3, valuado en US\$ 1.7 millones.

Cuadro 6. Ventas registradas en el año 2017

Ventas	Volumen en m3			Ingreso en miles de USD		
	Real	Presupuesto	Diferencia	Real	Presupuesto	Diferencia
Stock 2016	23.736	23.698	38	603	713	(110)
E. Globulus	0	33.984	-33.984		884	(884)
E. Grandis (raleo, pulpa y tala rasa)	10.807	28.210	-17.403	1.021	552	469
Eucalyptus pulpa	37.615	51.032	-13.417	2.177	2.689	(512)
Tala rasa pino	7.700		7.700	30	-	30
Leña	1.343	0	1.343	10	-	10
Total	81.201	136.924	-55.723	3.841	4.838	(997)

Fuente: El Operador

Los costos de producción han sido un 37% más elevados a lo previsto en el presupuesto, alcanzando a los 2,81 millones de dólares. Parte del desvío presupuestal se explica por la realización de la tala rasa de un monte de E. Grandis de 70 hectáreas que se había presupuestado para vender en pie. Se decidió asumir el costo de la cosecha dado que las condiciones del mercado se modificaron (desde que se presentó el presupuesto) y era posible extraer más valor de la madera producida que en el caso que se vendiera en pie. La realización de la tala rasa determinó también que hubiera que responsabilizarse de la caminería de extracción, la carga de los camiones a borde de camino, el flete y los costos de exportación. Para todos estos ítems el gasto fue superior a lo presupuestado.

Cuadro 7. Costo de producción del del año 2017 (miles de USD)

Costo de producción	2017		
	Real	Presupuesto	Diferencia
Tala Rasa	413,54	0	413,54
Raleo	473,53	743,66	-270,13
Marcación	22,48	40,14	-17,66
Caminería	182,6	162,8	19,8
Control de cepas	18,63	23,61	-4,98
Carga	70,26	85,18	-14,92
Fletes	1480,82	1011,65	469,17
Costos de Exportación	179,95	0,00	179,95
Total	2.841,81	2.067,04	774,77

Fuente: el operador

Por último, las inversiones en implantación y manejo fueron levemente menores a lo presupuestado, en un 19%.

Cuadro 8. Inversiones del año 2017 (miles de USD)

Inversión	2017		
	Real	Presupuesto	Diferencia
Implantación	2.318	2.740	-422
Manejo	420	573	-153
Total	2.738	3.313	-575

Fuente: el operador

Las inversiones en implantación de montes alcanzaron a US\$ 2.3 millones un 15% inferior de lo presupuestado. Esto se explica porque los laboreos y las plantaciones se vieron demorados por las condiciones del clima, por la demora en la aprobación de algunos proyectos (Los Morocho y Zapican) y por el atraso en la entrega de un campo (Cruz Roja). La principal actividad relativa a la plantación de BDU 2 se centraliza actualmente en la zona de Cerro Colorado,

predio Cruz Roja. Durante el 2do semestre de 2017 se focalizó el trabajo en preparación de suelo para la plantación de primavera. Se plantaron 320 ha en BDU 2 en primavera, totalizando 1400 ha durante 2017.

Finalmente, los gastos se alinearon perfectamente con lo presupuestado, alcanzando a los USD 1.65 millones.

4. Tasación de la Tierra y los Montes Forestales

Para la presente actualización, se contó con una nueva tasación de los activos la cual fue realizada a diciembre de 2017 por Indufor Asia Pacific Limited. En opinión de Indufor, basado en los datos provistos por Agroempresa Forestal y en las inspecciones realizadas a los predios al 31 de diciembre el valor total de los activos del fideicomiso es de 67,2 millones de dólares, compuesto de la siguiente manera: 15,7 millones de la cosecha forestal, 2,0 millones por el valor presente del pastoreo y 49,5 millones por la tierra productiva. El valor total actual del activo ya casi alcanza al valor de la emisión.

En el cuadro 9 se presenta la evolución de los valores de los campos del Fideicomiso, según la información proveniente de las tasaciones realizadas anualmente. Se presenta en una columna el valor de la hectárea de tierra sola (sin plantaciones) y en otra columna el valor de la hectárea promedio del fideicomiso lo cual considera también los montes forestales plantados y los ingresos potenciales esperados por el pastoreo.

Cuadro 9: Evolución de la valuación de la tierra y de las plantaciones

	En dólares por hectárea	
	Tierra	Tierra, montes y pastoreo
2015	2.696	4.090
2016	2.845	4.291
2017	3.000	4.087
Tasa 2013-17	5,49%	0,00%

Fuente: Care en base al Operador

La evolución muestra una clara tendencia creciente en el caso de la tierra y un estancamiento en el precio si se considera el valor total (tierra y montes). Esto último se explica por la caída en el valor de los activos biológicos entre 2016 y 2017, como consecuencia del corte de unos montes de alto valor que no fue compensado por la incorporación de nuevos montes de bajo valor (pino) o de nuevos.

Cabe acotar, que para el caso del Fideicomiso el precio de la tierra creció continuamente, mientras a nivel global del país, según información de DIEA, los precios de la tierra han tendido un comportamiento con tendencia a la baja (Ver Sección V. Entorno) lo que destaca el valor de la tasa de incremento alcanzada.

5. Riesgos considerados:

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

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

V. EL ENTORNO

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

Por políticas públicas se entiende no solo las domésticas sino las de los países con los que existe comercio. En el caso de los productos forestales, al menos hasta el momento de la calificación, 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

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

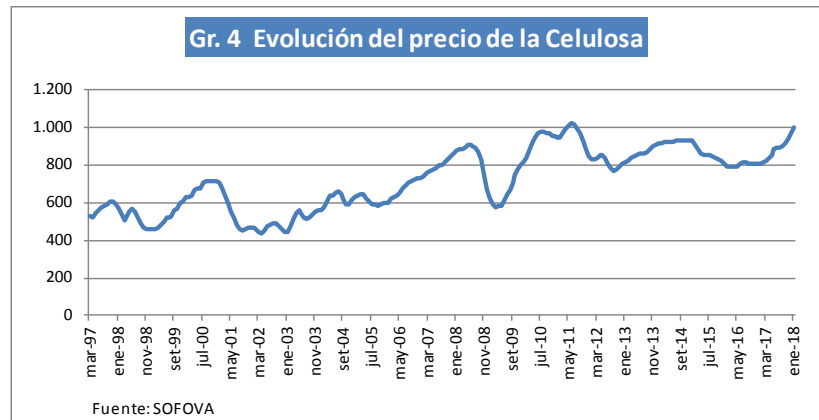
5.2 El precio de la madera

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

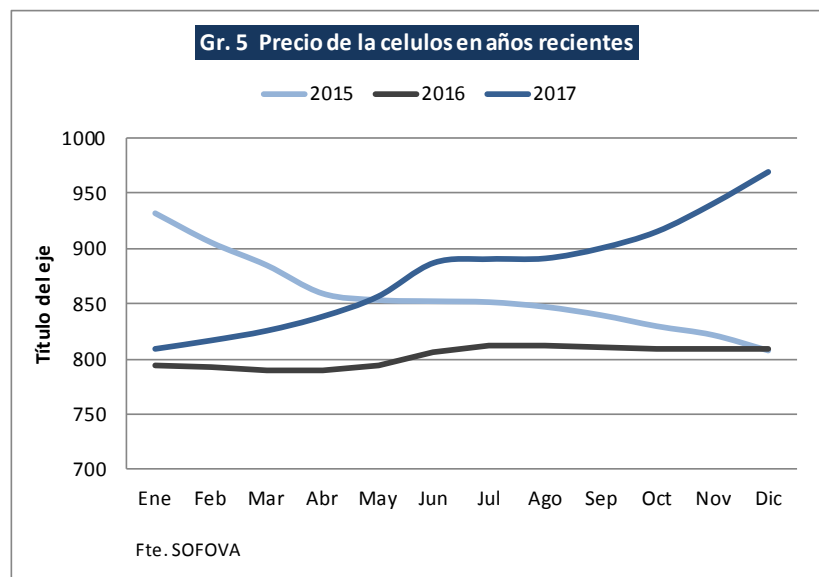
La tendencia de largo plazo esperada para los precios de la madera, es que todo indica que los precios deberían mostrar una tendencia creciente, y ello se sustenta en el hecho de que la demanda crecerá de la mano del incremento de la población mundial y del crecimiento económico de los países emergentes. Ese incremento de la demanda enfrenta una oferta que se ha visto limitada por crecientes medidas de protección de los bosques nativos, así como también el control que se realiza sobre los de rendimiento.

Los precios de la madera; a nivel internacional, regional y doméstico han evidenciado trayectorias acordes a las planteadas en el prospecto de emisión. Para esta calificación CARE realizó una actualización de la información clave del sector confirmando que no hay mayores desvíos respecto de la trayectoria esperada, ya que la demanda y los precios de los productos forestales se presentan firmes y se proyectan crecientes.

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.

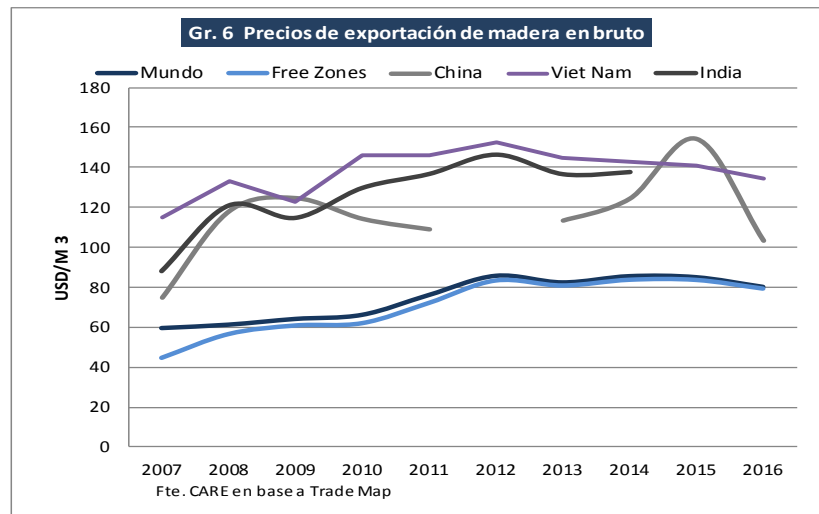


Durante el año 2017 y especialmente en el último semestre el precio de la celulosa ha mostrado un aumento importante como consecuencia de que el incremento de la demanda supera a la oferta y los stocks se mantienen en niveles bajos. La bibliografía consultada estima que estos precios tonificados se mantendrán seguramente por algún tiempo.



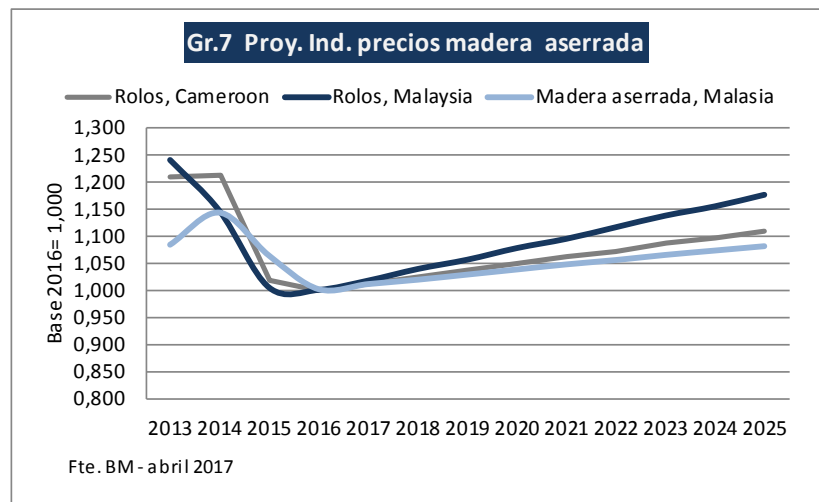
Otro indicador relevante a los efectos del proyecto, lo constituye el mercado de la madera en rolo, o madera en bruto, dado que por la ubicación de los montes, el destino más probable de la producción sea la exportación como madera en bruto.

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 6). Cabe destacar, que más del 95% de las exportaciones uruguayas de madera en bruto tienen como destino las plantas de celulosa que se encuentran en zona franca.



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

Otro destino muy importante para la producción del emprendimiento forestal es el mercado de la madera de calidad, para aserrío o aserrada, el cual también muestra la misma tendencia que para el caso de la celulosa, o sea un crecimiento en el largo plazo, tal cual lo detalla el Banco Mundial en la siguiente gráfica.

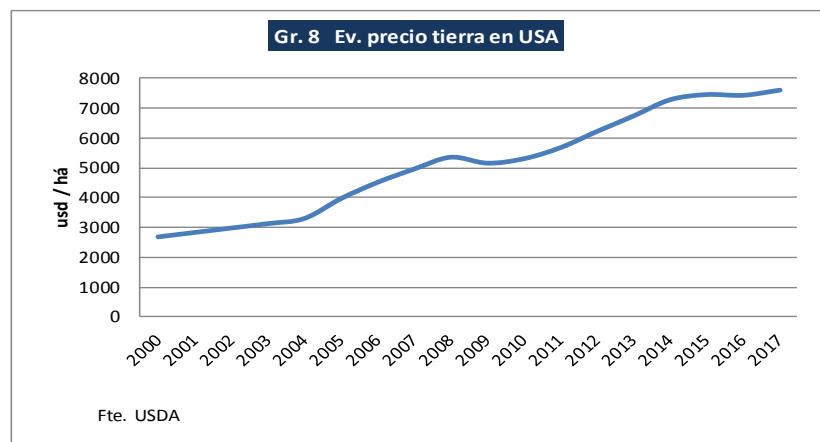


5.3 El precio de la tierra

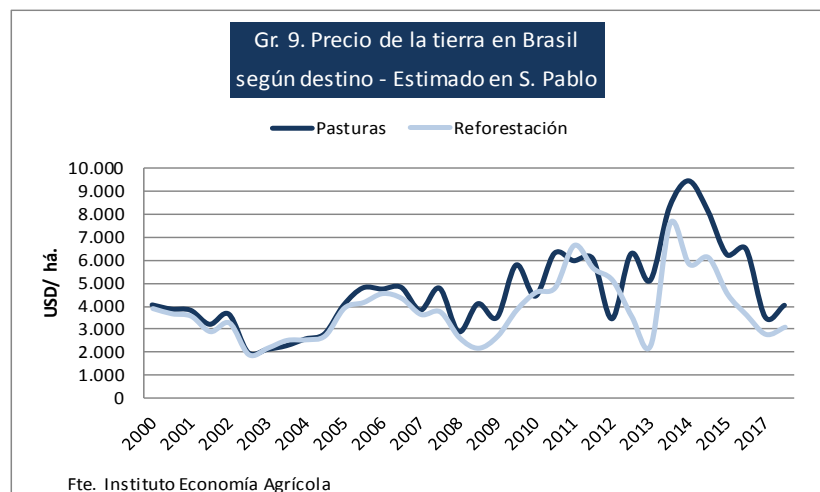
El precio de la tierra, ha visto modificada su evolución de fuerte apreciación en dólares, con una caída en 2015 que continuó en 2016, aunque a una tasa menor, y una leve recuperación en el 2017, según reporta la Dirección de Estadísticas Agropecuarias del MGAP para el promedio de las operaciones en todo el país.

Las perspectivas de demanda internacional por tierra son alentadoras y ubican los precios en niveles crecientes para el corto y mediano plazo. En este caso se actualiza el comportamiento de los precios en diferentes países considerados de importancia.

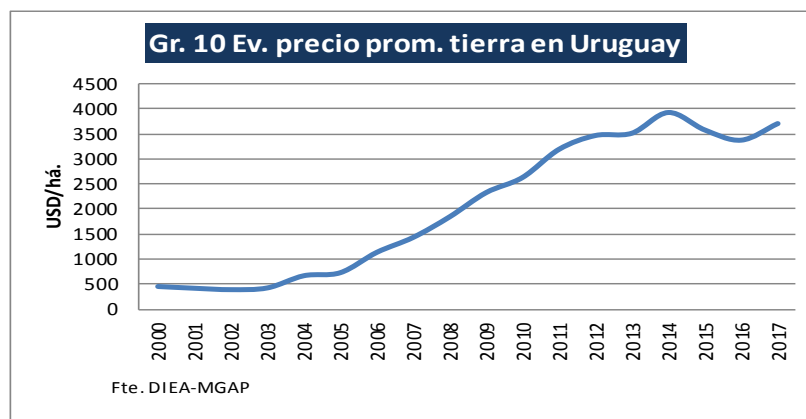
En lo que respecta, en particular al precio de la tierra en Estados Unidos, continúa la fase ascendente hasta 2015 para estabilizarse, mostrando una leve caída en 2016, y -según cifras preliminares- retomaría la tendencia al crecimiento en 2017. El precio en Estados Unidos cayó únicamente en los primeros años de la década del ochenta ante el cambio de la política monetaria denominado "Plan Volker (véase informe de actualización anterior) y en menor medida, después de la crisis financiera de Lehman Brothers, y en forma muy moderada (véase gráfica 8). 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 (véase gráfica 9).



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, recientemente confirmadas también para el segundo, muestran una franca recuperación, mostrando un comportamiento con cierta similitud a la evolución del precio en los demás países analizados (véase gráfica 10)⁸.



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 10).

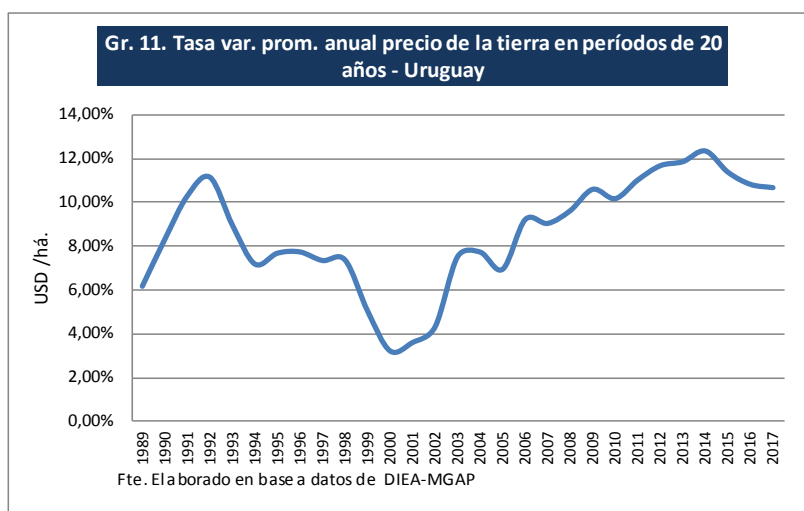
Cuadro 10. Tasas de evolución y variabilidad del precio de la tierra en distintos intervalos

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 20 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 10% de crecimiento anual.

⁸. Esta información refiere al promedio de transacciones en todo el país y por lo tanto de tierras destinadas a diferentes usos y de diversas calidades. En el año 2017 y para el promedio del país el precio de la tierra subió casi un 10% aunque hubo departamentos en donde los precios bajaron (Colonia -13%, Durazno -33%, Rivera -32%)



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 de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación BBB+ (uy)⁹ de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.

Comité de Calificación



Ing. Julio Prieve



Sr. Martín Durán Martínez



Ing. Adrián Tambler

⁹. BBB+(uy). Se trata de instrumentos que presentan un riesgo medio bajo para la inversión, ya que evidencian un desempeño aceptable y suficiente capacidad de pago en los términos pactados. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, y las características del entorno, dan en conjunto moderada satisfacción a los análisis practicados, sin perjuicio de alguna debilidad en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo. Podría incrementarse el riesgo del instrumento ante eventuales cambios previsibles en los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, o en la economía en su conjunto. La probabilidad de cambios desfavorables previsibles en el entorno es de baja a media baja, y compatible con la capacidad de la administradora de manejarlos aunque incrementando el riesgo algo más que en las categorías anteriores. Grado de inversión mínimo. La inclusión del signo + indica que la calificación se acerca más a la categoría superior.