CARE
CALIFICADORA DE RIESGO

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

CARE Calificadora de Riesgo

Montevideo, abril de 2013

CARE – Peatonal Sarandí 554 – Oficina 301
www.care.com.uy- care@care.com.uy

SUMARIO

		Página
RESUMEN GENERAL		3
SECCIÓN I	ANTECEDENTES	5
SECCIÓN II	EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN	8
SECCIÓN III	LA ADMINISTRACIÓN	9
SECCIÓN IV	EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS	13
SECCIÓN V	EL ENTORNO	17
SECCIÓNVI	CALIFICACIÓN DE RIESGO	21
ANEXO I	RECORRIDA DE CAMPO	22

SUMARIO

Calificación de Riesgo CPs FF Forestal Bosques del Uruguay Revisión 29.04.2013
Oferta pública de: Certificados de Participación escriturales por U$S 50.000.000
Denominación: Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay
Distribuciones: a 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: Semestral
Calificadora de Riesgo: CARE Calificadora de Riesgo Comité de Calificación: Ing. Julio Preve, Ec. Mayid Sáder Neffa y Cr. Martín Durán Martínez
Calificación local: BBB (uy)

RESUMEN GENERAL

CARE calificó en su momento los Certificados de Participación del Fideicomiso Forestal Bosques del Uruguay, por un monto de U$S 50.000.000, con la categoría BBB (uy) de grado inversor, y ha resuelto en este caso mantener la misma nota.

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

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

- La inexistencia de riesgo jurídico de estructura.
- Un negocio con una adecuada consistencia entre los supuestos del prospecto y las acciones de compra de tierra y áreas en proceso de plantación.
- Un diseño de gobierno corporativo que minimiza el riesgo a los inversionistas y que hasta la confección del presente informe ha funcionando en forma adecuada (informes del operador, asambleas de titulares de CPs 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. El balance del fideicomiso corrobora lo anterior.

- Se ha comprado un 97,5% de las hectáreas proyectadas en el prospecto, siendo el 93% de aptitud forestal.

- Los cambios del proyecto respecto al prospecto de emisión que verificaron incidencia en el flujo de fondo estimado fueron: (a) el atraso en el proceso de compra de la tierra, (b) la compra de campos con especies ya implantadas, (c) una mayor participación de la especie Eucalyptus Grandis, y (d) un mayor costo de la tierra, los insumos y la mano de obra.

- Un nuevo informe técnico satisfactorio contratado por CARE con visita de campos seleccionados. (ver Anexo I)

- Se mantienen las perspectivas de demanda y precios del mercado internacional de la tierra y de la madera con las que fueron elaboradas las proyecciones de los flujos de fondos del prospecto de emisión. Las políticas de flexibilidad monetaria del dólar y del euro han conjugado y conjugan un escenario propicio para la apreciación de activos reales en general y en particular la tierra y la madera.

- En lo que respecta a las políticas públicas domésticas, no se detectan aún cambios respecto a los mencionados en la actualización anterior.

SECCIÓN 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 U$S 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 realizada no representa una recomendación o una garantía de CARE para los adquirentes de los Certificados de Participación (en adelante CPs), y por tanto la calificación debe considerarse a los efectos de la inversión 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 comité de calificación estuvo integrado en esta oportunidad por el Ec. Mayid Sáder Neffa, por el Cr. Martín Durán Martínez y por el Ing. Julio Preve.

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

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 viene cumpliendo satisfactoriamente. Los mismos refieren a los avances en la compra de los campos, en las plantaciones y posteriormente al crecimiento de los árboles. Está por culminar el proceso de compra de campos, con un 97% de avance en el mismo. Asimismo, se ha cumplido la campaña de plantación de primavera de 2012 y se están realizando los laboreos para las campañas de otoño e invierno del presente año.

La información analizada en esta ocasión fue la siguiente:

- Informe anual del administrador de fecha 27 de febrero de 2013
- Estados Contables de EFAsset Management al 31 de diciembre de 2012
- Balance auditado de Agroempresa Forestalal 31 de diciembre de 2012.
- Balance del fideicomiso al 31 de diciembre de 2012.
- Informe de cumplimiento in situ contratado por CARE.
- Informe del comité de vigilancia[1]
- Informe de evaluación de los activos forestales. Consultora Pöyry Silviconsult.

[1]Para la confección de esta actualización no fue posible contar con un nuevo informe del comité de vigilancia, debido a que este, está previsto para ser presentado en el mes de mayo del presente año.

- Planilla actualizada con los valores reales y el modelo de negocios modificado.

3. Noticias Significativas del semestre

Con información del mes de marzo, BDU adquirió[2] 17 predios, con superficies que van desde 115 Ha a 2,319 Ha (567 Ha cada uno promedio), totalizando 9,712,7 hectáreas compradas o que se encuentran con boleto de reserva (ver Cuadro 1).

Cuadro 1. Ubicación de los Campos BDU

Departamento	Hectáreas Forestadas	Hectáreas Totales
Cerro Largo		682,6
Cerro Largo		469
Cerro Largo		436,2
Cerro Largo	278	514
Cerro Largo		68
Cerro Largo		68
TyTres/Lavalleja		582
T y Tres		187
T y Tres		226
T y Tres		241
T y Tres		115,4
Durazno		360
Durazno		668
Durazno		203,2
Durazno*		194
Florida	492	812
Florida	806,7	1567,1
Florida*		2319,2
Total	**1576,7**	**9712,7**

*Boleto de Reserva

Fuente: Administrador AF

De concretarse las negociaciones de los cuatro últimos boletos de reserva firmados, restarían adquirir 255 ha para cumplir con el área comprometida en el prospecto de emisión. Asimismo, al 31 de diciembre de 2012, se forestaron 1453 ha y se encontraban ya forestadas 1576 ha. En conjunto suman 3029 hectáreas.

A continuación se describe la adquisición de tierra en relación a las campañas de plantación.

[2] Estas se descomponen en 6535 ha compradas y 3110 ha con boleto de reserva firmado.

Cuadro 2. Plan de Compras en Hectáreas			
Plan de Plantaciones	**Proyectado**	**Concretado**	**A concretar**
Primavera 2012	3200	3200	0
Otoño 2013	1500	1500	0
Primavera 2013	3200	1950	0
Otoño 2014	2000	1745	255

Fuente. CARE en base a Administrador AF

Del informe técnico de visita de campos se desprende que "…*En suma la visita al campo realizada en esta oportunidad no amerita la hipótesis* de riesgos adicionales derivados de los trabajos de plantación o de retrasos imprevistos" *(Ver Anexo 1)*.

El precio de compra promedio fue de 3006 dólares promedio. Si bien se sitúa en un 11% por encima del valor proyectado en el prospecto, es similar al incremento de precios observado en las estadísticas oficiales de la DIEA/MGAP para el 2012 (9%)[3].

La Consultora internacional Pöyry silviconsult estimó el valor de los activos de BDU en 25,3 millones de dólares. El 82,5% de estos se componen DE tierra y el 17,5% de las plantaciones. Dicha tasación sitúa el valor de los activos de BDU 1,2 millones de dólares superiores al valuado en los balances de BDU.

Para la tasación del activo, la consultora estimó mediante tres metodologías diferentes las aproximaciones de valoración del activo de BDU. En una primera instancia, se utilizó la valoración de los costos e inversiones realizadas (Cost Approach Method). La segunda metodología surge de tasar mediante una estimación de los ingresos futuros (Income Approach Method). La tercera y última metodología consistió en estimar el valor de los activos mediante la técnica de aproximación de ventas (Sales Approach Method). De las tres metodologías desarrolladas, Pöyry eligió la primera de ellas (aproximación por costos). Esta decisión se sustentó en que la mayor parte de los bosques no están en fase de producción y que el mercado forestal uruguayo está aún en proceso de desarrollo. Vale la pena mencionar que cualquiera de las tres metodologías de tasación sitúan los activos de BDU en valores mayores al descripto en el balance.

La situación macroeconómica global de los últimos meses se ha caracterizado por una marcada calma después de la alta volatilidad de los mercados bursátiles observada en el segundo y tercer trimestre de 2012.

[3] Serie "Precio De La Tierra", DIEA - MGAP.

SECCIÓN II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

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 y debido a que no ha existido cambio alguno en lo que refiere a la construcción jurídica, se concluye nuevamente que no existe este tipo de riesgo.

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 moderado.

SECCIÓN 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. en su capacidad de gestionar el proyecto.

1. EFASSET MANAGEMENT (EFAM)

El fiduciario se encuentra inscripto en el Banco Central del Uruguay en el Registro de Valores – Sección Fiduciarios Financieros, por comunicación N° 2004/188 de fecha 9 de julio de 2004 y en el Registro Nacional de Comercio el 7 de abril de 2003 con el N° 2014 – Rut: 214769530012.

Dadas las características de la emisión, en una hipótesis de quiebra o liquidación del mismo, en nada se verían afectados los activos del fideicomiso. Por otra parte en caso de incumplimiento de cualquiera de sus obligaciones 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. La propia marcha del negocio va destacando su capacidad de gestión. Según las notas a los estados contables se aplican políticas de gestión de riesgos en lo que refiere a liquidez, créditos, mercado y dentro de éste, contempla tipo de cambio y tasa de interés. El análisis de dichos EE.CC al cierre del 31 de diciembre de 2012 y su comparativo con el año anterior, revela una sólida situación de la firma tanto en su solvencia como en su liquidez. Los EE.CC cuentan con informe de auditoría de Deloitte. Del análisis de los mismos se ratifica el concepto anterior. Respecto al ejercicio 2011 la firma incrementó casi un 19% su patrimonio. Por su parte, los resultados del ejercicio 2012 fueron un 45% mayores a los del ejercicio anterior. Si bien los EE.CC se presentan a valores históricos de cada ejercicio, igualmente se puede apreciar un incremento real en su actividad. En el cuadro siguiente se exponen los conceptos más relevantes de los EE.CC para los dos últimos ejercicios.

Cuadro 3: Datos comparativos de los EE.CC en $ de diciembre 2011

Concepto	Diciembre 2012	Diciembre 2011	Diferencia
Patrimonio	10.712.760	9.018.631	18.78%
Razón Corriente	4.31	1.67	158%
Ingresos Operativos	8.113.913	5.372.073	51%
Resultados Operativos	2.317.652 (28.56%)	1.807.252 (33.64%)	28.24%
Resultados del Ejercicio	1.694.130 (20.88%)	1.163.783 (21.66%)	45.57%

Fuente: CARE en base a EE.CC al 31/12/12

Es de destacar, además, la experiencia de la firma en la administración de fideicomisos. En efecto, desde su creación en el año 2004 ha administrado o administra 19 fideicomisos de la más variada índole. Al cierre de diciembre de 2012 se informa de 19 fideicomisos bajo administración de EFAM.

2. Agroempresa Forestal S.A.

Se trata en este caso de la evaluación del desempeño en la ejecución del proyecto forestal. CARE ha formado nuevamente su juicio a través de la información de documentación proporcionada por Agroempresa Forestal S.A. (en adelante AF) respecto al seguimiento del mismo. En particular se han tenido en cuenta los EE.CC al 31/12/2012 presentados por la empresa, su Informe Anual 2012, la recorrida de campo que se incorpora en el Anexo I, así como los EE.CC del fideicomiso al 31/12/12, ya que por la estructura de gobierno corporativo que este emprendimiento se dio, la capacidad de gestión de AF se refleja en la evolución del patrimonio y resultados del mismo.

En nuestro en país, AF ofrece servicios forestales un área superior a las 80.000 hectáreas por año para diferentes clientes. Asimismo, la empresa está administrando a la fecha activos valuados en más de USD 100 millones.

Del informe anual 2012 destacamos la compra de 1.576 hás. ya forestadas con bosques de 2 a 5 años, lo cual permite adelantar el avance del proyecto y dar mayor certeza al logro de los resultados.

La compra de tierras y plantación de campos va de acuerdo a lo planificado. Al 31/12/12 son propiedad de BDU 6.535 hás. Sin embargo, en fecha posterior (febrero 2013) se firmaron cuatro nuevos boletos de reserva por lo que en la actualidad BDO cuenta con 9.644.7 hás. de las 9.900 previstas en el prospecto, es decir, se ha cumplido con el 97.4% de lo planificado.

Entre la superficie adquirida forestada y las nuevas plantaciones, totalizan 5.071 hás.

El precio promedio pagado ha sido de u$s 3.006 por hás.

De acuerdo a la valuadora Poyri-Silviconsult, el patrimonio de BDU, considerando el valor de la tierra y los bosques, asciende a u$s 25.309.805 (superior al valor contable).

Según balance del Fideicomiso, al 31/12/12 casi el 50% de su patrimonio lo componen el valor de la tierra y los bosques, y si tomamos la tasación del perito independiente se supera el 50%.

Una idea de la valoración esperada de los activos biológicos como bienes de cambio (bosques) la da el resultado del primer ejercicio en que se registra tal circunstancia. En efecto, el pasado ejercicio el Fideicomiso arrojó ganancias por primera vez; dejando de lado importantes ganancias financieras, se destaca el comienzo de venta de productos (plantines) y, fundamentalmente, una ganancia por valuación de bosques del orden de u$s 1.800.000.

Los ajustes al plan de negocios (compra de tierras forestadas, cambio en la relación de especies, etc) realizados por AF así como la evolución de las distintas variables dio como resultado una leve mejora de la TIR esperada al término del 2012 según distintos escenarios considerados.

En consecuencia, se ratifica el concepto anterior en el sentido que el operador ha evidenciado un adecuado manejo de la gestión demostrando la idoneidad suficiente para llevar adelante el emprendimiento.

Esto es lo que por otra parte se recoge en el nuevo informe de campo realizado a pedido de CARE que se anexa (véase Anexo I). El mismo se refiere también en otros capítulos, pero cabe aquí destacar, en lo que supone como calificación del trabajo técnico del operador, lo siguiente: *…el avance de obras se está cumpliendo en tiempo y la empresa ha demostrado la capacidad de planificar y controlar la ejecución ajustándose a buenas prácticas de plantación. Se considera que las plantaciones están en condiciones de desarrollarse con buenas probabilidades de éxito. 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 declaradas en el informe 2012 se verifican en campo y las actividades necesarias para el cumplimiento de la etapa otoño 2013 están realizadas o en ejecución…"*

Agroempresa Forestal SA es una firma que presta servicios de administración de patrimonios forestales, esto supone básicamente administrar fondos de terceros sin incurrir en mayores riesgos patrimoniales.

Como ocurre con este tipo de empresas y de acuerdo a su forma de funcionamiento maneja una importante cantidad de fondos contando con un patrimonio relativamente bajo.

Esto se ve reflejado en los EE.CC al 31 de diciembre de 2012, que cuentan con informe de auditoría de Deloitte, en el cual se señala que para dicho ejercicio tuvo ingresos por U$S 2.759.086 con un patrimonio de U$S 169.830. En el comparativo con el ejercicio anterior revela una caída de 14% en los ingresos y un resultado negativo de u$s 95.309.Este resultado negativo se explica enteramente por el rubro "litigios y constitución de previsión para litigios" que por u$s 439.011 figura en el Estado de Resultados como Gastos de Administración y Ventas.Se trata por tanto de una circunstancia extraordinaria y eventual ya que depende del resultado de diferentes demandas laborales que se encuentran en proceso judicial y cuyo resultado final en algunos casos es incierto.

El historial de la firma, su desempeño reciente en la puesta en marcha de este proyecto y la solvencia que reflejan los EE.CC permiten confirmar el anterior juicio de CARE en que AF continúa perfectamente habilitada para administrar esta operación.

Riesgos considerados

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

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

Riesgo de conflictos, derivado de la posibilidad de juicios capaces de interferir con el mandato recibido y en tanto la existencia de previsiones para enfrentarlos. Por iguales razones que el anterior, resulta poco probable que aun dándose conflictos, el fiduciario y la administradora no pudieran resolverlos a satisfacción del proyecto. A la fecha, BDU cuenta con liquidez suficiente lo que sirve, en esta etapa, como previsiones en potencia. Y en el caso de AF ha constituido en el ejercicio último previsiones satisfactorias a juicio de la auditoría.

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.

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

En esta sección se evaluará el manejo económico – productivo y el manejo financiero de los fondos líquidos y se analizarán los efectos que tienen las variables más relevantes del negocio en el flujo futuro de fondos.

Estas variables son:

- las que refieren al crecimiento de los árboles (IMA y aprovechamiento del suelo), las asociadas a la decisión de compra de los campos (valor de la compra, distancia de los puntos de demanda y el porcentaje de apreciación estimada),

- las que refieren a los aspectos comerciales (precio de venta de madera para los diferentes usos productivos), y

- las que refieren a las variables financieras (tasa de interés y estrategia financiera).

A continuación se analizarán alguna de estas variables y cómo han influido en los retornos esperados de la inversión. También se comparará la evolución de estas variables con las proyectadas en el prospecto de emisión.

Manejo Económico- Productivo

Cambios en los costos estimados

La economía uruguaya se ha encarecido en dólares desde el 2010 y esto se vio reflejado en los precios observados en la ejecución del proyecto (ver Cuadro 4). Los precios que más se alejaron de los proyectados fueron el de los campos y el de los servicios que son intensivos en mano de obra. El precio de los campos se situaron en promedio, un 11% por encima de los valores proyectados y el precio de la mano de obra aumentó alrededor de un 30% en dólares desde el primer trimestre de 2011 lo que repercutió en todos los servicios contratados que son intensivos en este factor.

Cuadro 4. Comparativo de precios reales con proyectados de algunos componentes de las inversiones y costos

Agregaciones	Dólares por hectárea		
	Real	Prospecto	Diferencia
Activos Forestales			
Plantación	555	444	111
Control de hormigas	49	36	13
Herbicidas	71	83	-12
Fertilizantes	60	66	-6
Mantenimiento Año 1	105	53	52
Protección Incendios, Seguro	8	15	-7
Bienes de Uso			
Semillas y Plantas	142	143	-1
Gastos de Campo			
Alambrados y casas	30	5	25
Evaluaciones compra de predios	13	10	3
Proyecto, Cartografía	22	22	1
Total	1055	877	179

Fuente: Administrador AF

Cambios en coeficientes técnicos productivos

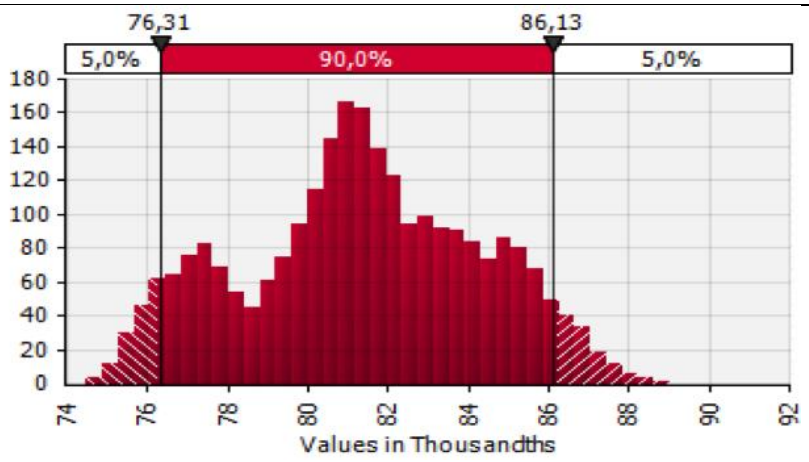
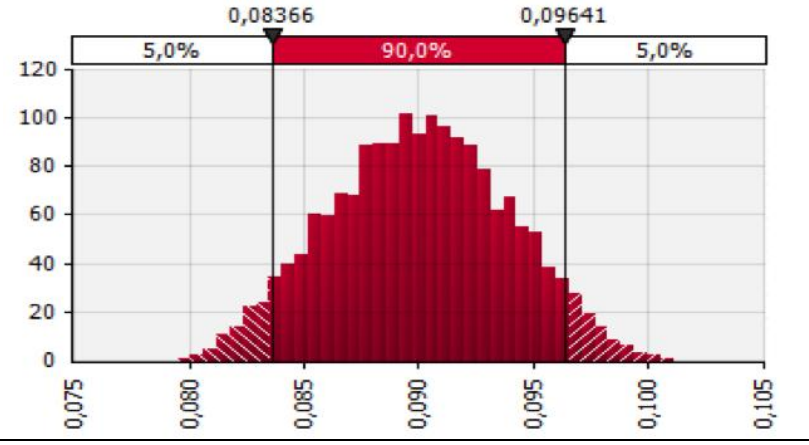
La compra de 1541 hectáreas forestadas con un crecimiento de entre 2 y 5 años aumentaron el desembolso actual de fondos pero adelantaron los ingresos en el flujos de fondos, este hecho incidió positivamente en el retorno de la inversión.

La mayor concentración de Eucaliptus Grandis mejoró la ecuación de ingresos debido a que el precio de esta madera tiende a valorizarse más que la del Eucalyptus Dunnii y el peso relativo de los costos del transporte por tonelada de madera son menores.

Otra variable que incide en el flujo de fondos es el factor de aprovechamiento del suelo. En el caso del Eucalyptus Grandis, el factor de aprovechamiento fue mayor al estimado en el modelo mientras que en el Eucalyptus Dunnii fue menor. Como la proporción de Eucalyptus Grandis es mayor a la del Dunnii y el precio de la madera del primero es mayor, el resultado en el retorno de la inversión estimado es positivo.

En base a dichas modificaciones, se estimó un nuevo rango de tasas de retorno. El resultado del análisis de simulación Montecarlo, muestra que la TIR del proyecto es 9.58% con una probabilidad de 95% de ubicarse entre 7.9% y 10,2% anual y que la TIR del inversor es de 8,6% con una probabilidad del 95% de ubicarse entre 7.5% y 9% (Ver Cuadro 5).

Cuadro 5. Histograma de la distribución de Tasas internas de retorno del Proyecto y del Inversor.

TIR del Inversor	
TIR del Proyecto	

Manejo Financiero de los fondos

Tal como fuera explicado en la actualización de setiembre, la estrategia financiera consistió en minimizar el riesgo de descalce. Para ello se diversificó la canasta de monedas según los usos proyectados de los fondos. A la fecha de la actualización, suponiendo que los boletos de reserva se convierten en títulos de propiedad del Fideicomiso, solamente restaría la compra de 255 ha de tierra.

Las colocaciones financieras de los fondos temporalmente ociosos se colocan en plazos consistentes con el flujo de caja proyectado en letras del tesoro. Los fondos cuyo uso se utilizarán en plazos más largos se colocaron en UI para mitigar el riesgo de inflación. Asimismo, se trabaja con dos instituciones financieras de plaza de reconocida trayectoria nacional e internacional de forma de mitigar el riesgo "institución financiera".

Cuadro 6. Distribución de la liquidez por monedas 31/12/12		
Moneda	**USD**	**% Invertido por Moneda**
UI	14,1	56%
USD	11	44%
Equiv U$S mills.	**25.1**	**100%**

Fuente: Administrador AF

La estrategia adoptada es consistente con lo que CARE ha sostenido del manejo de los fondos, adecuándolo a las necesidades del proyecto e intentando mitigar el descalce de monedas.

Riesgo de generación de flujos. A partir de lo anterior se trata de señalar la capacidad de generar los flujos en el plazo pactado. Considerando el permanente seguimiento que se realiza al cumplimiento en plazo y forma por CARE, se considera que existe un riesgo moderado y posible de ser controlado a tiempo de generación de los flujos.

Riesgo de gerenciamiento. Implica evaluar la capacidad de la empresa administradora de cumplir con los planes y el proyecto presentado. La empresa administradora ha demostrado una adecuada capacidad de reacción, flexibilidad y habilidad frente a los obstáculos presentados en el proyecto.

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

SECCIÓN V. EL ENTORNO

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

Dado el plazo extendido de las proyecciones que se corresponde a la naturaleza del propio proyecto, el análisis de entorno se expresa en términos de grandes tendencias vinculadas a las tres variables que más influyen en el retorno del Proyecto. Estas son: el crecimiento biológico de los árboles, la evolución del precio de la madera y el precio de la tierra.

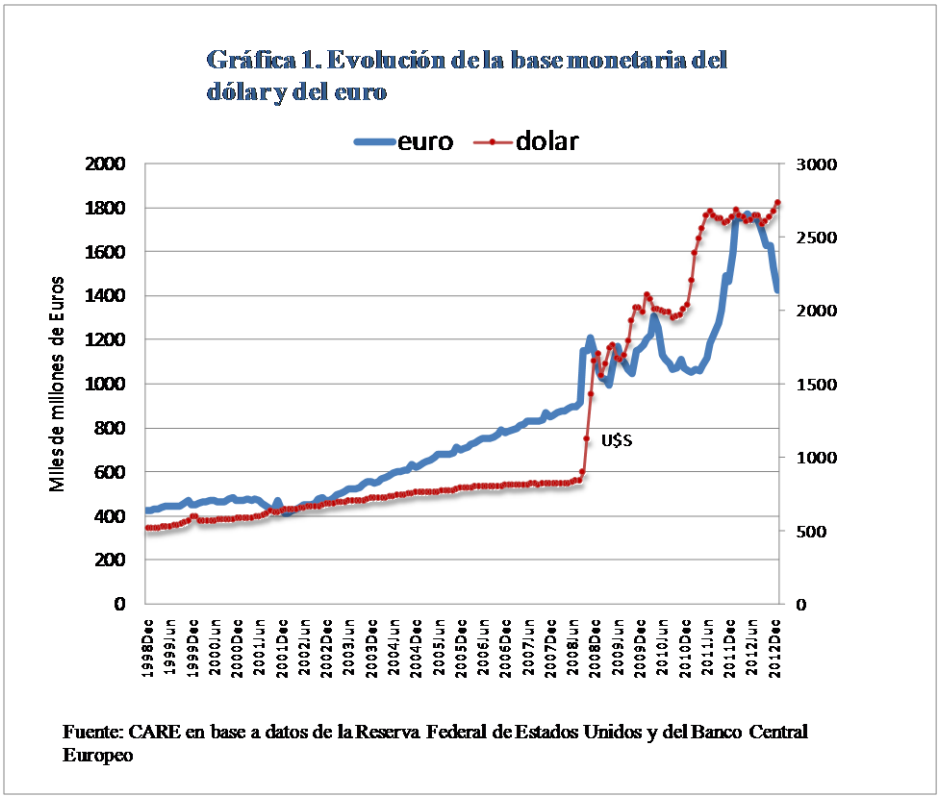
En esta sección se tendrá en cuenta la situación económica nacional y global y las eventuales modificaciones de política pública que pudieran afectar el curso del Proyecto.

En este sentido cabe destacar que los aspectos favorables ya comentados en la primera recalificación se mantienen vigentes en la actualidad (véase).

La situación de los mercados financieros globales se han mantenido con cierta calma después de la volatilidad del segundo y tercer trimestre de 2012. La crisis económica, financiera y política de algunos países de la Eurozona han afectado las perspectivas de crecimiento de la mayoría de los países del mundo. La solución parcial que han encontrado los países desarrollados frente a la crisis ha sido la de abaratar la moneda reduciendo lo más posible la tasa de interés. La mayor expansión monetaria de las tres áreas monetarias más importantes del mundo (Dólar, Euro y Yen) se ha mantenido en este semestre y se espera que se mantenga en el 2012.

Escenarios de flexibilidad monetaria y bajas tasas de interés repercuten en aumentos de precios para la tierra y la madera lo que mejora las perspectivas de la inversión en esta clase de activos.Esta podría ser una explicación de la mayor tasación de la consultora Pöyry frente a la contabilizada en los balances del Fideicomiso.

La abultada expansión de las bases monetarias de los dos centros monetarios más importantes se verifican observando las bases monetarias (Ver Gráfica 1). Estas dan cuenta de la abundancia de liquidez que hay en los mercados. Es así que la brecha existente entre los stocks físicos de activos reales y de monedas cada vez se ensanche más.



Fuente: CARE en base a datos de la Reserva Federal de Estados Unidos y del Banco Central Europeo

1. Riesgo Económico y de Mercado

El riesgo económico se mitiga debido a que el producto principal verifica más de una demanda derivada o potencial uso. El Eucalyptus Grandis describe tres demandas derivadas. Una demanda por madera en "pie", otra como madera con destino a la industria del aserrado y otra con destino a la industria de la pasta de celulosa. Este contexto hace que el productor de este bien no quede librado a una relación de monopsonio u oligopsonio con el demandante del producto.

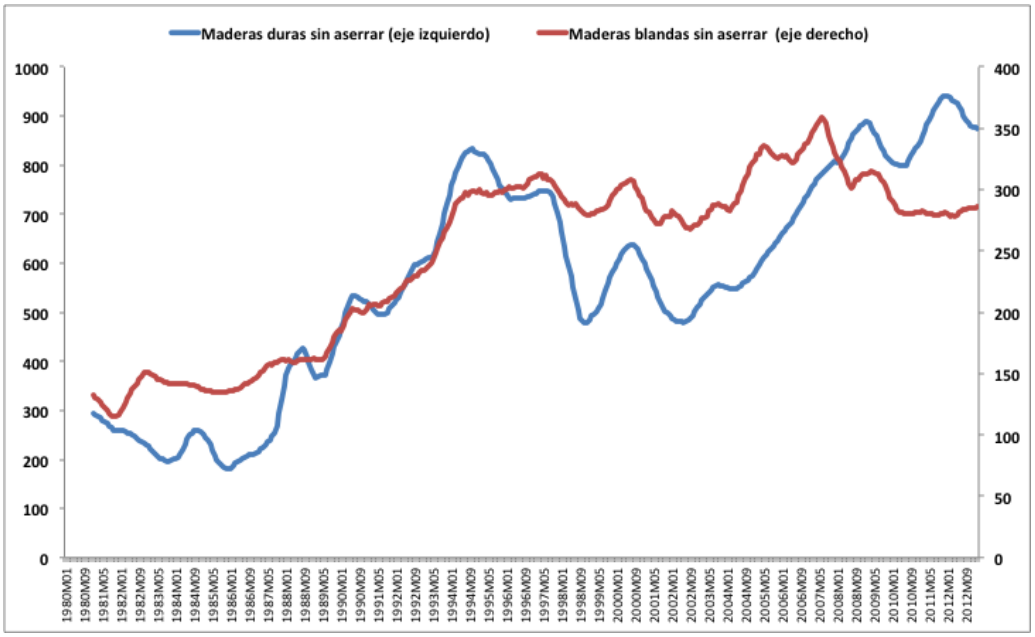
En lo que refiere al crecimiento de los árboles, en el informe presentado en el Anexo 1 se confirma un adecuado manejo de los bosques conforme a lo proyectado en el prospecto de emisión.

2. Sobre el precio de la madera y de la tierra

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 60% 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 inicial. El precio internacional de la madera dura ha evidenciado un mayor crecimiento, particularmente desde 2001 que creció en más de 100% (ver Gráfica 2).

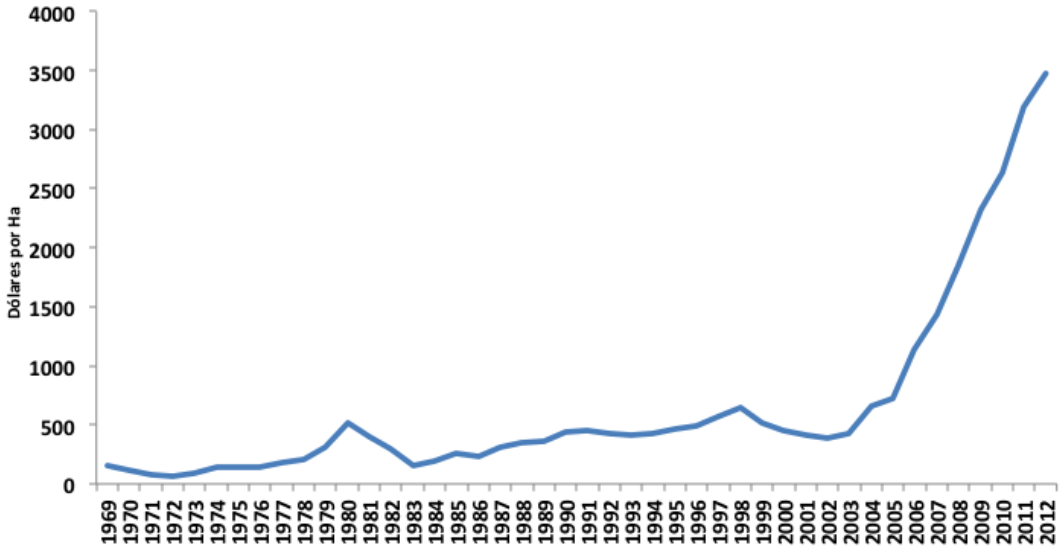
Gráfica 2. Evolución del precio de las maderas blandas y duras desde enero de 1980 a febrero de 2013 (medias móviles anuales)



Fuente: CARE en base a datos del IMF statistics

El precio de la tierra, el segundo en nivel de importancia, ha continuado con su fase de apreciación en dólares. Este escenario se ha evidenciado también, en los precios de la tierra en la región (ver Gráfica 3).

Gráfica 3. Evolución del precio de tierra en Uruguay



Fuente: CARE en base a información de la DIEA/MGAP

Las perspectivas de demanda internacional por tierra y madera son alentadoras y ubican los precios en niveles crecientes para el corto y mediano plazo. Otro efecto que incide en la formación de precios de estos activos es el escenario macroeconómico global y el contexto de política pública en el que se desarrollan las políticas monetarias de Estados Unidos y Europa[4]. Este colabora a que tanto los precios de la tierra como el de la madera evidencien una trayectoria ascendente en el corto y mediano plazo. En la actualización de abril de 2012 se presentó una revisión bibliográfica de un conjunto de autores que estiman trayectorias de apreciación de los precios en el mismo sentido.

3. Las políticas públicas, el riesgo político

En el último semestre han ocurrido discusiones tributarias de desenlace incierto que podrían tener algún efecto en el desempeño del fideicomiso pero que por el momento no son consideradas.

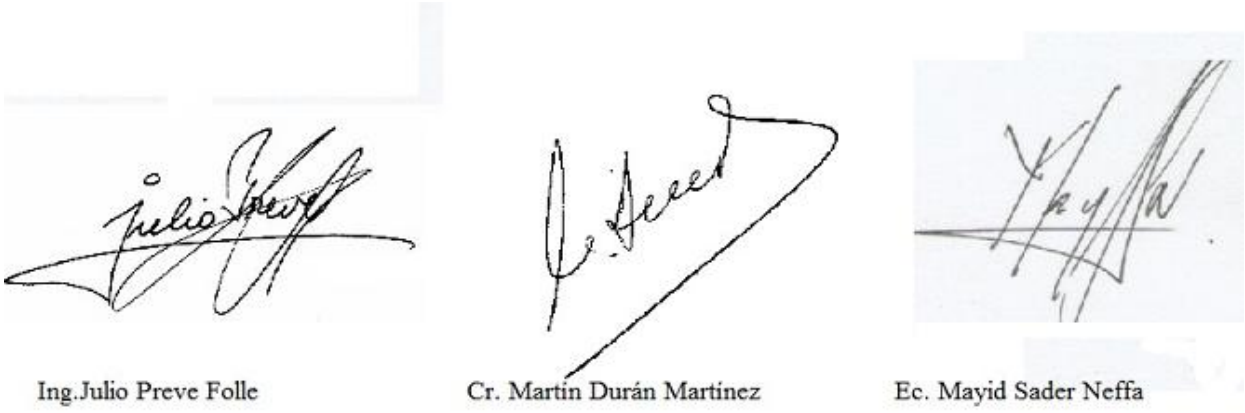
Riesgo de Entorno: En conclusión el riesgo de entorno tanto en lo que refiere a los mercados como a las políticas públicas se considera bajo.

[4]Ver Actualización de Calificación de setiembre de 2012, Capítulo de "Entorno"

SECCIÓN 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 Emisora como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité calificador de CARE entiende que la Emisión califica en la categoría BBB (uy) de la escala del Manual de CARE[5].

Comité de Calificación



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

ANEXO I
RECORRIDA DE CAMPO

Informe Bosques del Uruguay

Referencia: A solicitud de CARE se informa estado de avance de las operaciones al 5 de Abril de 2013 del Proyecto Bosques del Uruguay.

Antecedentes

El presente informe se realizó en base a la visita a los campos de Bosques del Uruguay realizada junto con el Ing. Agr. Diego Rosas, de Agroempresa Forestal el día 2 de Abril. La elección de los campos fue realizada por quien suscribe en base al informe 2012 realizado por BDU. Los campos visitados fueron Reboledo, Don Chico, El cerco y Las Rengas, los dos primeros para ver el avance de obra en bosques adquiridos con forestación y los dos últimos para ver el avance de las tareas en las plantaciones de primavera 2012 y de otoño 2013.

Informe

El presente informe es complementario del realizado el 17 de Octubre De 2012, y se enfoca en el avance de las actividades de plantación de E. grandis que son el objetivo principal del proyecto BDU. Se describe lo observado realizándose una valoración global y síntesis de los aspectos de riesgo encontrados.

Compra de campos

La empresa Bosques del Uruguay ha comprado o está en proceso de consolidar el patrimonio por un total de 9644,7 has ubicadas en la zona centro-este de Uruguay tomando como eje de ubicación de los campos la Ruta Nacional No. 7. Los departamentos donde se ubican estos campos son Florida, Durazno, Cerro Largo y Treinta y Tres. En este eje de trabajo existen suelos con predominancia del grupo CONEAT 2, que se caracteriza por la presencia de afloramientos rocosos que disminuyen el aprovechamiento efectivo con forestación.

La empresa tiene ventajas en el trabajo de estos suelos por acceder a un tractor D8 con subsolador profundo. Este equipo le permite profundizar el área de exploración radicular en el horizonte C, constituido por rocas graníticas fragmentadas. El sistema radicular del eucalipto tienen capacidad de arraigar sobre estos suelos, pero fragmentar la roca por el laboreo mecánico profundo favorece el desarrollo en altura cuando se complementa con fertilización estratégica.

Los predios en proceso de incorporación en el último período son: Mi Generala, Las Rengas II, Ptas del Cordobés , Las Vertientes y Don Ramón III. Suman un total de 3662 ha, siendo el primer campo nombrado el más significativo por poseer una superficie de 2319 ha totales, el tipo de suelos y las consideraciones realizadas se mantienen como en el informe de 2012.

Los campos **La renga; Puntas del Cordobés y la Yeguada**; en el informe Octubre estaban están en proceso de adquisición y se preveía plantarlos en 2013.

Análisis de la ejecución del semestre

La elección de los campos visitados fue a los efectos de observar el avance de obra en cuanto a cosecha y replante, preparación de suelos para plantación de otoño y plantación correspondiente a primavera 2012. Se detalla el informe por campo.

Reboledo (Florida) este campo es el más alejado de los circuitos de trabajo de Bosques del Uruguay; posee 812 ha , de las cuales se encuentra forestadas 492 ha .
En este campo las acciones planificadas para el semestre eran la cosecha de E. globulus, eliminación de cepas con herbicida, laboreo primario, fertilización, laboreo secundario, control de malezas y plantación.

De las 492 has forestadas se han cosechado 364 ha de *E.globulus*para ser sustituídas por E. grandis. En el predio aún se encuentra la cuadrilla de cosecha, que debe realizar aún 60 ha para finalizar las accionesPara estas labores de cosecha se trabaja con un contratista que a su vez compra la madera. Se observó acciones de apilado y carga de leña durante la visita

La superficie cosechada ya tiene el control de cepas aplicado en el tocón y el control de rebrotes de aquellas cepas que por la presencia de rameros escaparon al herbicida. Se pasó subsolador entre las filas cosechadas, aún resta el pasaje de herramientas para afinar e incorporar fertilizante quedando listo para la plantación en otoño 2013. Se estima que el campo estará plantado a fines de Mayo. Se anexan dos imágenes donde se observan los rebrotes ya quemados por el herbicida, y la zona con subsolado, pronta para el afinado.

Don chico(Florida) campo de 1567 ha ubicado a 20 km de Batlle y Ordoñez sobre ruta 14 camino a Sarandí del Yi; suelos CONEAT 2, campos forestados por Pradera Roja (Unión Capital Group); posee 806 ha forestadas en un 90% con *E. grandis* y el resto *E. saligna* de 2 años (otoño 2010 y primavera 2009) plantación que está despareja en altura, los mas altos tienen 5 metros y los mas bajos alrededor de 3m , se realizó poda baja y está marcado el raleo llevando la densidad actual a 500 árboles por hectárea. En Don Chico se hizo un reaprovechamiento de sitios forestales, ampliando con ello la superficie efectiva en 59,61 has, esta ampliación de área se hizo empleando el subsolador con D8, para el laboreo profundo , incorporación de fosforita, pasaje de rastra, y se iniciará la plantación antes del 15 de Abril, pudiendo quedar finalizada a Mayo 2013.

La ampliación de área se da sobre suelos mas “duros” por la presencia de piedra superficial, se trabaja en áreas altas , con pendiente y se plantarán E. grandis de clones sudafricanos semilla que provee la empresa. BDU trabaja con el abastecimiento simultáneo de varios viveros lo que permite diversificar la matriz de origen y controlar mejor la calidad de plantas que llegan del vivero independizándose de eventuales factores locales que pudiesen retrasar el abastecimiento. Las plantas para este predio se preveen vengan de Tacuarembó.

En las zonas de mayor riesgo de ocurrencia de heladas, la estrategia se orienta a la plantación de clones tolerantes (E. grandis clon “álamo blanco” seleccionado por Weyerhaeuser por su resistencia a heladas)y sustitución de especies *E.dunii*- E. smithii
También se emplean híbridos (E.*grandis x E.tereticornis*) por su mayor densidad de madera.
En Don Chico se está cumpliendo el cronograma previsto Para asegurar el producto final.

El cerco , es un campo nuevo plantado en primavera a 2012 por la empresa contratista El Arazá. Posee 126,3 ha efectivas, de las cuales hay 103,1 ha de E. grandis y 23,7 ha de E. dunii. Las plantas tiene buen estado de mantenimiento y desarrollo, hay buen control de malezas en la fila y entrefila, hay trabajo de reparación de alambrados en curso y hay trabajo de control de malezas. Algunas plantas presentan vuelco por un sistema radicular débil en laderas con alta exposición al viento y árboles con mucho follaje. Hay planes de reposición de las plantas dañadas.

El cerco está cumpliendo la etapa prevista ya que la plantación de primavera 2012 está completa y se están realizando las labores correspondientes al primer año de mantenimiento.

Las rengas se encuentra a pleno la plantación otoño 2013 , ya se encuentra finalizada la etapa de laboreo primario secundario fertilización y control de malezas.
Una de las fracciones de Las rengas ya está completamente plantada y la otra se encuentra en proceso de plantación. Se observó en ellas los clones resistentes a Helada (álamo blanco) de Weyerhaeuser. SE evidencia en el campo un buen proceso de trabajo y muy buena calidad de plantas.

En este campo se observó un área estimada en unas 3 ha con un problema de vuelco por falla de anclaje de las plantas (raíz espiralada o problemas de vivero) en el área de E. dunii. La empresa ya se encuentra realizando la debida reposición por lo que no se considera que este problema sea significativ .

.

Valoración y síntesis

Se considera que lo informado por la empresa Bosques del Uruguay se corresponde con lo verificado a campo, el avance de obras se está cumpliendo en tiempo y la empresa ha demostrado la capacidad de planificar y controlar la ejecución ajustándose a buenas prácticas de plantación. Se considera que las plantaciones están en condiciones de desarrollarse con buenas probabilidades de éxito.

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 declaradas en el informe 2012 se verifican en campo y las actividades necesarias para el cumplimiento de la etapa otoño 2013 están realizadas o en ejecución.

La empresa posee cartografía adecuada de los campos. La cartografía es tercerizada y la realizan profesionales de reconocida trayectoria, con detalle de rodales áreas y especies plantadas y la información se ajusta a la realidad de campo informada. Se considera que la inclusión en anexos de los planos de los campos en los informes es una buena referencia de la realidad existente.

En suma la visita al campo realizada en esta oportunidad no amerita la hipótesis de riesgos adicionales derivados de los trabajos de plantación o de retrasos imprevistos.

Montevideo, 5 de Abril 2013
Ing. Agr. Martha Tamosiunas