

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 2014

SUMARIO

	Página
RESUMEN GENERAL	3
SECCIÓN I ANTECEDENTES	5
SECCIÓN II EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN	9
SECCIÓN III LA ADMINISTRACIÓN	10
SECCIÓN IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS	15
SECCIÓN V EL ENTORNO	17
SECCIÓN VI CALIFICACIÓN DE RIESGO	20
ANEXO I RECORRIDA DE CAMPO	21

SUMARIO

ACTUALIZACIÓN:	21-04-2014
Oferta pública de: Certificados de Participación escriturales por U\$S 50.000.000	
Denominación: Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay	
Distribuciones: cada 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: EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.	
Fiduciario: EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.	
Vigencia de la actualización: hasta el 30/11/14 ¹ y ²	
Calificadora de Riesgo: CARE 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 funcionado 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 completado un 93,2% del proceso de compra de los campos y un 78% de las campañas de plantación.
- Los activos (tierra y madera) fueron tasados a diciembre de 2013 en aproximadamente 37 millones de dólares, un valor consistente con las proyecciones realizadas en los flujos.

¹ Art. 59.8 del Manual de Registro de Emisores y Valores de BEVSA.

² La calificación otorgada puede estar sujeta a modificación en cualquier momento según se deriva de la metodología de trabajo de CARE

- Un nuevo informe técnico satisfactorio contratado por CARE con visita de campos seleccionados.
- 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. El comienzo del fin de las políticas de flexibilidad monetaria del dólar podría detener el incremento del valor de la tierra (en esa moneda) en lo que respecta a la formación del precio por motivo "inversión" (no el directamente productivo). La creciente demanda por recursos naturales producidos en la tierra configuran un escenario donde la demanda "por uso" seguirá firme, lo que supondrá a juicio de CARE, precios de la tierra estables o en aumento aunque quizás a menor ritmo que lo sucedido antaño.
- 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.

3

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 93,2% de avance en el mismo. Asimismo, a la fecha del informe se contaba con alrededor de 4325 hectáreas forestadas y en el transcurso del presente año se espera completar 1245,4 hectáreas adicionales, parte de las cuales están en proceso en el momento de confección de la calificación.

La información analizada en esta ocasión fue la siguiente:

- Informe anual del administrador al 31 de diciembre de 2013.
- EE.CC EF Asset Management al 31/12/2013 con informe de auditoría externa (Deloitte)
- Balance de Agroempresa Forestal al 31 de diciembre de 2013 sin auditar.

³ Care no se responsabiliza por el uso que de este informe se haga por parte de terceros con otros fines para el que fue elaborado, máxime cuando se tomen del mismo aspectos parciales que distorsionen su real sentido

- EE.CC del Fideicomiso 31/12/2013 con informe de auditoría externa (Ernst & Young)
- Informe de cumplimiento in situ contratado por CARE (Anexo 1)
- Informe del segundo semestre del Comité de Vigilancia.
- Informe de evaluación de los activos forestales. Consultora Pöyry Silviconsult.

3. Noticias Significativas del semestre

Con información actualizada al mes de marzo de 2014, BDU adquirió 17 predios, con superficies que van desde 68 Ha a 2,319 Ha, totalizando 9231,5 hectáreas en propiedad del Fideicomiso (ver Cuadro 1). A su vez, ha plantado o adquirido 4325 hectáreas de bosques forestados y como se ha señalado anteriormente, se encuentra en proceso de plantación de 1245 hectáreas adicionales en el campo Mi Generala (Ver Cuadro 1).

Cuadro 1. Campos y bosques que constituyen el patrimonio forestal de BDU al 31 de diciembre de 2013.											
Propiedad	Hectáreas totales	Has con árboles	2012		2013		a finalizar en 2014		Plantaciones previas		
Especie			E.grandis	E.dunii	E.grandis	E.dunii	E.grandis	E.dunii	Especie	Fecha	area
Don Ramón	682,6	400,2	271,6	123,7		4,9					
Las rengas	360,0	271,4			155,9	115,5					
Caputtí	514,0	278,3							E.grandis	2007	278,3
Mi Generala	2319,0	20					772,7	472,7	E.globulus		20
Reboledo	812,0	537,3			394	4,5			E.globulus	2008	138,8
Arévalo	234,5	154,3	114,3	40							
Arévalo 2	234,5	176,08	128,08	48							
Cañada Brava	436,2	168,1	77	14,5		76,6					
Sequeira	241,0	171,3	116,9	54,4							
El cerco	203,2	121,3	99,6	21,7							
Don Ramón II	68,0	32,1			21,5	10,6					
María Albina	582,0	409,3	216,9	136,9	25,3	30,2					
Don chico A*		51,68			51,68						
Don Chico	1567,1	857,7				51,7			E.saligna	2010	720
									E.dunii	2010	86
La yeguada	115,4	85,1			85,1						
Puntas del Cor	668,0	459,2			321,4	137,8					
Las Rengas II	194,0	129,8			91,8	38					
Total	9231,5	4323,16	1024,38	439,2	1146,68	469,8	772,7	472,7			1243,1
Total por año			1463,58		1616,48		1245,4				1243,1

Fuente: ANEXO I

Según informa el administrador en su informe de abril de 2014, existen 68 hectáreas que están en proceso de compra en los primeros meses de 2014 (firma del boleto de reserva), por lo que el patrimonio de tierras alcanzaría las 9309 há. al momento de la calificación. El 51% se sitúa en el departamento de Florida, el 24% en Cerro Largo, el 10% en Treinta y Tres y el 15% en Durazno. El 29% del área plantada corresponde a la especie dunii y el 71% a la especie grandis, el aprovechamiento de la tierra alcanzado fue de 62,3% con una distancia a puerto menor a la supuesta en el prospecto de emisión.

Del informe técnico de visita de campos se desprende que "...Se considera que lo informado por la empresa Bosques del Uruguay se corresponde con lo verificado a campo, la empresa se considera idónea para realizar la plantación y el proyecto presenta buenas probabilidades de éxito. Las plantaciones a la fecha se encuentran desarrollándose de acuerdo a lo previsto tanto en lo que respecta a la operativa como al crecimiento de los ejemplares" (Ver Anexo 1).

La Consultora internacional Pöyry Silviconsult (PSC) estimó el valor de los activos de BDU en 37 millones de dólares (tasación realizada al 31 de diciembre de 2013). El 81% de estos se componen por tierra y el 19% por las plantaciones. El proceso de tasación fue desarrollado teniendo en cuenta las principales características del Activo (edad promedio de plantación, la composición del bosque, el tamaño, la ubicación y ventajas competitivas), la caracterización del mercado regional forestal (oportunidades y amenazas) y las estimaciones de la renta, el costo y las ventas esperadas. La metodología elegida para la tasación fue la del Método de Enfoque de Costos. Este enfoque no tiene en cuenta las expectativas de ganancias futuras, pero es capaz de identificar y evaluar por separado cada componente básico del negocio.

Teniendo en cuenta que una parte importante de los bosques no están todavía en fase de producción y teniendo en cuenta que el mercado forestal de Uruguay está todavía en desarrollo, PSC consideró que el valor de mercado debe dar lugar exclusivamente en esta etapa al método mencionado anteriormente.

En lo que refiere al escenario externo, lo más destacado del último semestre fue el desmantelamiento gradual del paquete de estímulos de la FED. Esta medida tuvo como resultado una disminución del precio de los activos financieros de países de economías emergentes debido a que los agentes esperan que las políticas de expansión monetaria desaparezcan gradualmente en los próximos años.

SECCIÓN II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

Se ofrecieron en oferta pública certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay, creado por contrato correspondiente de fideicomiso financiero.

1. Descripción general

Denominación:	Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay.
Fiduciario:	Ef Asset Management Administradora de Fondos de Inversión SA.
Estructurador:	Ferrere Abogados
Operador administrador:	Agroempresa Forestal SA.
Agente de Registro:	Ef Asset Management Administradora de Fondos de Inversión SA
Entidad Representante:	Bolsa Electrónica de Valores S. A.
Títulos a emitirse:	Certificados de Participación escriturales por U\$S 50.000.000
Activos del Fideicomiso:	El Fideicomiso invertirá en la compra de inmuebles rurales para desarrollar una explotación forestal.
Distribuciones:	Cada 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
Calificadora de Riesgo:	CARE calificadora de Riesgo
Calificación de Riesgo:	BBB (uy)

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. (AF) en su condición de operadora del proyecto.

1. Efasset Management (EFAM)

La fiduciaria se encuentra inscrita 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 de EFAM, en nada se verían afectados los activos del fideicomiso. Por otra parte en caso de incumplimiento de cualquiera de sus obligaciones está previsto que los titulares por mayoría absoluta podrían sustituirlo.

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

El análisis de los EE.CC al cierre del 31 de diciembre de 2013 y su comparativo con el año anterior, revela una sólida situación de la firma tanto en su solvencia como en su liquidez. Como se ilustra en los cuadros siguientes, el patrimonio contable a diciembre de 2013 asciende a \$ 14.096.585 lo que representa un 32% de incremento respecto a diciembre último. Por su parte, los ingresos operativos al cierre de 2013 son de \$ 10.570.332, 30% superiores al mismo período del año anterior mientras que los resultados operativos son \$ 3.484.261, lo que supone un 50% más respecto al cierre anterior. El resultado final en cambio fue casi 100% superior.

Cuadro 2: Datos del Estado de Situación de EFAM			
Expresado en \$ según conversión al t/c del U\$S a fin de ejercicio			
Concepto	31/12/13	31/12/12	Dif. %
Activo Corriente	8.814.904	6.842.076	
Activo no Corriente	30.477.953	32.612.241	
Total Activo	39.292.857	39.454.317	0%
Pasivo Corriente	5.809.571	1.364.676	
Pasivo no Corriente	19.386.701	27.376.881	
Total Pasivo	25.196.272	28.741.557	-12%
Patrimonio	14.096.585	10.712.760	32%
Razon Corriente	1,52	5,01	
Fuente: EE.CC EFAM al 31/12/2013			

Cuadro 3: Estado de Resultados de EFAM			
Expresado en \$	31/12/13	31/12/12	Dif. %
Ingresos Operativos	10.570.332	8.113.913	30%
Fastos Adm. y Vtas.	(7.086.071)	(5.796.261)	
Resultado Operativo	3.484.261	2.317.652	50%
Resultados Diversos	39.490		
Resultados Financieros	886.697	(49.634)	
IRAE	(1.026.623)	(573.888)	
Resultado del Ejercicio	3.383.825	1.694.130	100%
Fuente: EE.CC de EFAM al 31/12/2013			

Es de destacar, además, la experiencia de la firma en la administración de fideicomisos. En efecto, según se informa en las notas a los EE.CC a diciembre 2013, la firma administra actualmente 20 fideicomisos de diversos tipos: de administración (4), financieros (9) y de garantía (7).

2. Agroempresa Forestal S.A. (AF)

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. (AF) respecto al seguimiento del mismo. En particular, desde la actualización realizada en el mes de octubre de 2013 se han tenido en cuenta en esta oportunidad, además, el Informe Anual del Fideicomiso preparado por el Administrador; los EE.CC al 31/12/2013 de AF (sin auditar); los EE.CC del Fideicomiso Financiero Bosques del Uruguay (BDU) al 31/12/2013 con informe de auditoría independiente (Ernst & Young) y el informe del Comité de Vigilancia del segundo semestre 2013.

Del Informe Anual 2013 elaborado por AF surge que al 31 de diciembre de 2013 son propiedad de BDU 9.241 hectáreas con lo cual, de acuerdo a lo establecido en el prospecto, se considera finalizada la etapa de compra de tierras. No obstante, se informa, debido a cambios impositivos favorables al Fideicomiso, se liberaron fondos que permitirían la adquisición de 450 hectáreas más o el arrendamiento para forestar unas 700 hectáreas adicionales. En consecuencia, se anuncia la búsqueda de nuevas inversiones de las cuales, hay reservadas 68 hectáreas. En 2013, se plantaron 1.708 hectáreas de bosques.

Esto se refleja en los EE.CC del Fideicomiso BDU. A diciembre de 2013, el patrimonio contable del Fideicomiso alcanza a \$ 1.058.439.935,

En el Cuadro 3 se expone en forma resumida los principales rubros del estado de situación en comparación con el ejercicio anterior.

Cuadro 4: Datos del Estado de Situación del fideicomiso			
Expresado en \$ según conversión al t/c del u\$s a fin de ejercicio			
Concepto	31/12/13	31/12/12	Dif. %
Activo Corriente	224.564.187	372.919.784	
Activo no Corriente	850.475.606	614.791.390	
Total Activo	1.075.039.793	987.711.174	9%
Pasivo Corriente	16.599.858	10.670.247	
Pasivo no Corriente			
Total Pasivo	16.599.858	10.670.247	56%
Patrimonio	1.058.439.935	977.040.927	8%
Razon Corriente	13,53	34,95	
Fuente: EE.CC F.F. Forestal Bosques del Uruguay			

Integran dicho patrimonio básicamente la tierra y los activos biológicos a su valor actualizado por perito independiente. Al cierre del ejercicio 2013, en el rubro Propiedad, Planta y Equipo figuran \$ 642.197.186 mientras que por concepto de Activos Biológicos figuran \$ 151.276.207, ambos rubros en su conjunto representan el 75% del patrimonio de BDU. De manera que queda expresado contablemente la transformación de activos monetarios en bienes de uso (tierra) y bienes de cambio (bosques).

En cuanto a los resultados del Fideicomiso, en el cuadro siguiente se exponen resumidamente las principales partidas del mismo.

Cuadro 5: Estado de resultados del fideicomiso		
Expresado en \$	31/12/13	31/12/12
Ingresos Operativos	2.788.759	836.340
Costo de los bs. Vendidos	(4.155.151)	(1.621.372)
Resultado Bruto	(1.366.392)	(785.032)
Gastos Adm. Y Ventas	(31.768.022)	(20.228.888)
Resultado Operativo	(33.134.414)	(21.013.920)
Resultados Diversos	14.319.865	22.778.293
Resultados Financieros	2.626.899	42.700.318
IRAE	(2.855.426)	(9.163.732)
Diferencia de cambio	100.442.084	(24.405.459)
Resultado Integral	81.399.008	10.895.500
Fuente: EE.CC F.F. Forestal Bosques del Uruguay		

Los resultados del Fideicomiso, al menos en sus etapas iniciales, no son relevantes. El objeto principal, en base al cual se calcula la TIR es la valorización de la tierra y la comercialización de la madera una vez que haya madurado la inversión forestal. El Fideicomiso se encuentra aún en la etapa de invertir por lo que es normal no tener aún resultados operativos positivos. De acuerdo a la evolución del proyecto, la TIR actualizada se estima en 8.93% levemente por debajo de la anterior actualización (9.09%).

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.

Respecto a la empresa en sí, 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.

En nuestro país, AF ofrece servicios forestales en 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.

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.

Como se comentaba en el anterior informe, esto se ve reflejado en los EE.CC al 31 de diciembre de 2013 (aún sin informe de auditoría independiente) en el cual se señala que para dicho ejercicio tuvo ingresos brutos por U\$S 3.344.578 (21% más que el ejercicio anterior) alcanzando un resultado final de u\$s 791.940 y un patrimonio de u\$s 961.718.

El historial de la firma, su desempeño 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 estando 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. En particular porque parte fundamental de la responsabilidad administrativa como es la compra de tierras y la plantación de bosques está prácticamente finalizada en forma satisfactoria.

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.

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.

Recalculada la TIR al momento de la actualización de la calificación, ésta se sitúa en el 8,93%.

Manejo Económico- Productivo

En esta ocasión se cuenta con la nueva tasación de PSC que sitúa los activos productivos del Fideicomiso en 37 millones de dólares. Esta cifra sumada a la liquidez disponible a la fecha (11,2 millones) suma 48,2 millones de dólares, cifra cercana al monto de la emisión y el patrimonio contable al 31/12/13 suma u\$s 49.2. Estos datos son particularmente relevantes en el sentido que permiten estimar con razonable grado de certeza la obtención de rentabilidades en niveles satisfactorios en tanto el valor estimado de la plantación es muy reducido (11% del valor total) por la etapa del crecimiento biológico que se encuentran los bosques.

Cambios en los costos estimados

En el período analizado se redujeron los costos por diferentes vías. Por un lado, la desvalorización del peso uruguayo ayudó a disminuir los costos expresados en dólares de los productos que se transan en esta última moneda. Por otro, hubo modificaciones impositivas en el último año que fueron beneficiosas para el proyecto⁴.

Cambios en coeficientes técnicos productivos

Hubo, hasta ahora, un ligero menor aprovechamiento del suelo al estimado en el prospecto de emisión. A su vez, la localización de los campos mejoró la cercanía al puerto de Montevideo.

Manejo Financiero de los fondos

Las posiciones financieras de los fondos temporalmente ociosos en moneda extranjera (dólares) se encuentran en instrumentos líquidos y en lo que respecta a pesos uruguayos, se encuentran colocadas en plazos consistentes con el flujo de caja proyectado en letras del tesoro, notas y bonos en UI.

Las necesidades proyectadas en moneda extranjera son de corto plazo y refieren a la adquisición de algunos centenares de hectáreas o eventualmente su arrendamiento. Por este motivo, parece adecuado mantener los fondos de la manera más líquida posible. Como describe el Cuadro 6, 2,7 millones de dólares representa el equivalente a la adquisición de 888 hectáreas, utilizando el precio promedio obtenido por BDU. En lo que respecta a la posición en pesos, la liquidez se distribuye en instrumentos en pesos y en UI con un equivalente de 8,5 millones de dólares (UI y tipo de cambio del 31 de diciembre). De esta manera se logra obtener una satisfactoria rentabilidad y mitigar el riesgo del incremento de precios domésticos.

⁴Exoneración del pago de impuesto al patrimonio en Fideicomisos Financieros y de IRAE a proyectos de producción de madera con destino a aserrado.

Cuadro 6. Distribución de la liquidez por monedas 31 de diciembre de 2013. US\$)

Instrumento	Mills. U\$S	% Inv. por Moneda
Pesos y UI	8,5	76%
US\$	2,7	24%
TOTAL	11,2	100%

Fuente: Emisor

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, se considera que existe un riesgo moderado y posible de ser controlado a tiempo. Se destaca que este riesgo está en proceso de reducción en función que la tierra se ha comprado en casi su totalidad y el área plantada está en vías de completarse en breve.

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

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 anterior recalificación se mantienen vigentes en la actualidad (véase).

1 Riesgo Económico y de Mercado

La situación de los mercados financieros globales se han mantenido con cierta calma después de la volatilidad del segundo y tercer trimestre de 2013. El comienzo del fin de las políticas de flexibilidad monetaria del dólar podría dar fin al incremento del valor de la tierra (en esa moneda) en lo que respecta a la formación del precio por motivo "inversión". La creciente demanda por recursos naturales producidos en la tierra configuran un escenario donde la demanda "por uso" seguirá firme, lo que supondrá a juicio de CARE, precios de la tierra estables o en aumento aunque a menor ritmo que lo sucedido antaño.

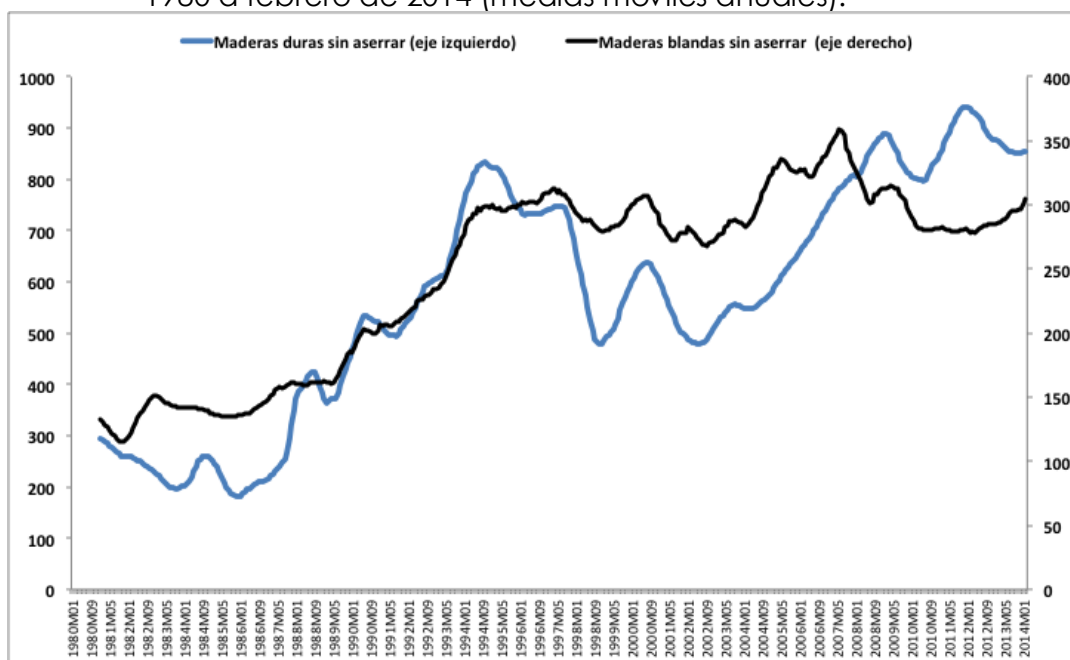
En lo que respecta al riesgo ocasionado por cambios en los precios no evidencian mayores modificaciones respecto a la última actualización (véase).

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% y se ha estabilizado en los últimos años (ver Gráfica 1).

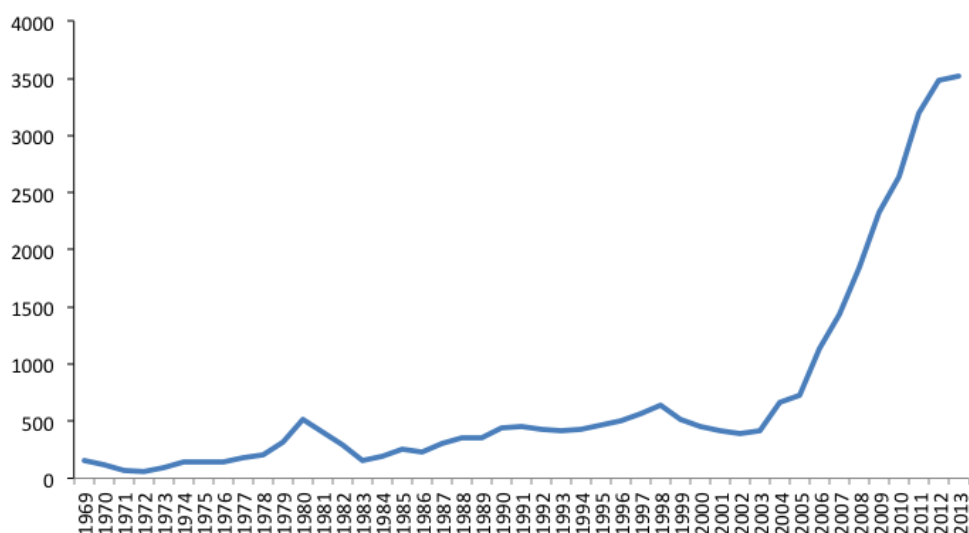
Gráfica 1. Evolución del precio de las maderas blandas y duras desde enero de 1980 a febrero de 2014 (medias móviles anuales).



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 2).

Gráfica 2. 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. El cambio de política monetaria de Estados Unidos provoca que la demanda por motivo inversión (reserva de valor) que manifiesta la tierra se reduzca. Este aspecto enlentecería el

crecimiento promedio de los precios. Por otro lado, la demanda derivada por productos que se producen en ella continúa firme como se comentó en calificaciones pasadas (véase).

3. *Las políticas públicas, el riesgo político*

En el marco de la campaña electoral han ocurrido discusiones tributarias de desenlace incierto que podrían tener algún efecto en el desempeño económico 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.

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 CARE⁵.

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve Folle



Cr. Martin Durán Martinez



Ec. Mayid Sader Neffa



⁵BBB. 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 al 3 De Abril de 2014 del Proyecto Bosques del Uruguay.

Antecedentes

El presente informe se realizó en base a la visita predial realizada el día 1º. de Abril del 2014 en compañía del Ing. Agr. Diego Rosas, de Agroempresa Forestal a los predios Reboledo y Mi Generala en el Departamento de Florida y Puntas del Cordobés en el Departamento de Durazno pertenecientes al proyecto Bosques del Uruguay (BDU) con el objeto de verificar avances con respecto a la visita de Octubre 2013.

Aspectos Generales

Al finalizar la visita de Octubre de 2013, se informó por parte de la Empresa BDU que restaban finalizar a Diciembre 2013, 200 hectáreas aproximadas de plantación en el predio de Puntas del Cordobés y finalizar la replantación de 95 hectáreas en el establecimiento Reboledo, así como iniciar la plantación en el establecimiento Mi Generala luego de finalizada la cosecha y laboreo del predio, este es el último adquirido por la empresa. La visita se concentró en estos tres campos.

El estado actual de campos comprados y el avance de forestación en el Patrimonio de BDU se presenta en la tabla 1:

Tabla 1: Campos que constituyen el patrimonio de BDU a Abril 2014.

Propiedad	Departamento	Ingreso	Hectáreas totales	Etapas	Has preexistentes
Don Ramón	Cerro Largo	abr-12	682,6	plantado	
Las rengas	Durazno	abr-12	360,0	plantado	
Caputtí	Cerro Largo	abr-12	514,0	Poda 1	278
Mi Generala	Florida	may-12	2319,0	En plantación	20
Reboledo	Florida	may-12	812,0	plantado	128
Arévalo	Cerro Largo	jun-12	234,5	plantado	
Arévalo 2	Cerro Largo	jun-12	234,5	plantado	
Cañada Brava	Cerro Largo	jun-12	436,2	plantado	
Sequeira	T y Tres	jun-12	241,0	plantado	
El cerco	Durazno	jun-12	203,2	plantado	
Don Ramón II	Cerro Largo	jun-12	68,0	plantado	
María Albina	TyTres / Lavalleja	jul-12	582,0	plantado	
Don chico A*	Florida	jul-12		plantado	
Don Chico	Florida	jul-12	1567,1	Poda 1	806
La yeguada	TyTres	set-12	115,4	plantado	
Puntas del Cordobés	Ty Tres	set-12	668,0	plantado	
Las Rengas II	Durazno	set-12	194,0	plantado	
Totales			9231,5		1232,0

Como se observa en la tabla, el territorio que actualmente administra BDU es de 9231,5 has todas ellas en propiedad. En esta superficie hay una gama de manejos que incluyen árboles de hasta 6 años con poda, y raleo, árboles con poda, plantaciones de menos de 3 años y terreno recientemente laboreado. Los árboles que quedaron en pie de las compras realizadas

En el cuadro 1, la columna árboles pre-existentes, muestra la superficie forestada por terceros con especies útiles para el proyecto. Estos árboles ingresaron al patrimonio de BDU al comprar el terreno con árboles. Los predios que tienen estas plantaciones son Caputti, Don Chico, con áreas mayormente destinadas al aserrado y Reboledo y Mi Generala con áreas remantes para pulpa.

En la Tabla 2, se presenta la superficie efectivamente cubierta por árboles, discriminada por años de plantación, especie, y se incluye la estimación de plantación a 2014.

Tabla 2: Distribución de la plantación por especie y año de plantación

Propiedad	Hectáreas totales	Has con árboles	2012		2013		a finalizar en 2014		Plantaciones previas		
Especie			E.grandis	E.dunii	E.grandis	E.dunii	E.grandis	E.dunii	Especie	Fecha	area
Don Ramón	682,6	400,2	271,6	123,7		4,9					
Las rengas	360,0	271,4			155,9	115,5					
Caputti	514,0	278,3							E.grandis	2007	278,3
Mi Generala	2319,0	20					772,7	472,7	E.globulus		20
Reboledo	812,0	537,3			394	4,5			E.globulus	2008	138,8
Arévalo	234,5	165	115	50							
Arévalo 2	234,5	165	115	50							
Cañada Brava	436,2	168,1	77	14,5		76,6					
Sequeira	241,0	171,3	116,9	54,4							
El cerco	203,2	121,3	99,6	21,7							
Don Ramón II	68,0	32,1			21,5	10,6					
María Albina	582,0	409,3	216,9	136,9	25,3	30,2					
Don chico A*		51,68			51,68						
Don Chico	1567,1	857,7				51,7			E.saligna	2010	720
									E.dunii	2010	86
La yeguada	115,4	85,1			85,1						
Puntas del Cordobés	668,0	459,2			321,4	137,8					
Las Rengas II	194,0	129,8			91,8	38					
Total	9231,5	4322,78	1012	451,2	1146,68	469,8	772,7	472,7			1243
Total por año			1463,2		1616,48		1245,4				1243

Las plantaciones con destino aserrío son las denominadas *E. grandis* y *E. saligna* .Las áreas 2007, 2010 son puras por especie. Las áreas 2012, 2013 y 2014 combinan plantaciones combinadas con áreas cuyas plantas son originarias de semilla de *E. grandis* y áreas clonales desarrolladas con híbridos del tipo *E. grandis* X *E. Camladulensis* y *E. Grandis* X *E. tereticornis*. Las hibridaciones tienen por objetivo de dotar de rusticidad al *E. grandis* para adaptarse a suelos más pedregosos y expuestos

al viento manteniendo su aptitud de aserrado. El Clon ABH es para resistencia al frío. Aún no se dispone de la información detallada por predio con la discriminación de área clonal vs área por semilla.

Como resulta de los datos discriminados en el cuadro 2, el avance de plantación fue globalmente de casi 1000 hectáreas para aserrado por año y un poco menos de 500 has para pulpa por año. **El total de superficie forestada a Abril de 2014 es de 4324 hectáreas** no contabilizando dentro de esta área los avances en mi Generala. En este campo se estima completar a 2014, 472,85 ha de E. dunii y 772,98 ha de E. grandis.

La evolución de la superficie destinada a madera de elaboración y a madera para pulpa tuvo ligeros cambios debido a nueva planimetría realizadas en base a foto aérea color de la empresa 2000 Aviation Systems en octubre 2013. También hay ajustes debidos a intenciones de plantación y datos finales obtenidos en cada una de las melgas y en algunos casos decisiones estratégicas de cambios de especies debidos a suelos y exposición. La tabla 3 muestra la diferencia por predio:

Tabla 3: Evolución de área para elaboración y para pulpa entre 2013 y 2014.

Propiedad	Superficie para elaboración		Superficie para pulpa	
	2013	2014	2013	2014
Don Ramón	290	271,6	85	128,6
Las rengas	155,86	155,9	115,53	115,5
Caputtí	278	278	0	0
Mi Generala	805	772,7	500	492,7
Reboledo	364	394	128	143,3
Arévalo	114,3	114,3	40	40
Arévalo 2	128,08	128,08	48	48
Cañada Brava	153,59	77	69,8	91,1
Sequeira	117,23	116,9	54	54,4
El cerco	103,06	99,6	23,67	21,7
Don Ramón II	31,5	21,5	10,6	10,6
María Albina	242,18	242,2	167,1	167,1
Don chico A*	0	0	51,68	0
Don Chico	732,14	720	73,86	137,7
		0		0
La yeguada	85,06	85,1	0	0
Puntas del Cordobés	323	321,4	107	137,8
Las Rengas II	85	91,8	38	38
Total a 2014	4008	3890,08	1512,24	1626,5

2. INFORME DE CAMPOS VISITADOS

Reboledo (Florida) el objeto de la visita de esta campo es verificar que la actividad de plantación se hay completado a Diciembre 2014. Esta plantación tuvo retrasos por las altas temperaturas de finales de Setiembre hacían prever pérdidas de planta por helada. Las plantas son robustas y se encuentran bien implantadas y en correcto desarrollo. Algunas de las cepas anteriores que estaban rebrotando se controlaron con herbicidas, labor que a la fecha de la visita aún continua.

Las lluvias del mes de enero dificultaron el control de malezas de la entrefila por no haber días adecuados para la aplicación. Las condiciones medioambientales fueron muy favorables al desarrollo de todos los vegetales, crecieron las malezas pero también se desarrollaron vigorosamente los árboles, superando en altura a las mismas



Fotos 1, malezas entre filas



Fotos 2 : Vista general Reboledo sector Norte



Foto 3: Desarrollo de los clones de *E. grandis* por *E. tereticornis*

En suma, el campo se encuentra forestado en su totalidad con las especies indicadas en el proyecto, se encuentran realizando labores de mantenimiento correspondientes a herbicidas entre fila y dentro de la fila, repaso de control de hormigas y vigilancia.

Mi Generala

Este campo fue adquirido forestado. Ya poseía una cosecha anterior y replante entre fila. Como la producción del cultivo en IMA era muy reducida se decidió realizar la tala rasa salvo 20 hectáreas de buen desarrollo.

El campo presenta heterogeneidad de suelos en cuanto a profundidad de arraigamiento, fertilidad, afloramientos rocosos y manantiales. La empresa BDU hizo un estudio detallado de suelos y realizó laboreos de acuerdo a cada perfil. Por la presencia de tocones y rebrotes, se trabajó laboreo vertical con un tractor D9 con subsolador, y por la presencia de suelos más bien ácido se decidió una fertilización de base con fosforita molida que se complementa luego con fósforo soluble a la plantación.

También presenta suelos de mayor acidez que serán corregidos con un encalado para favorecer la implantación inicial.

Las plantas ya se encuentran plantadas en los potreros No. 1, 5, 6, 7, 8 y 9; se culminará la etapa inicial al 30 de Abril, y se retoma la plantación en setiembre para finalizar con la misma antes de Diciembre.

En este campo se está plantando además de plantines de semilla de *E.grandis*, clones con *E.camaldulensis* y *E. tereticornis* en las laderas de mayor exposición al viento y a la sequía.



Laboreo y plantación potrero 1



Laboreo finalizado y plantado

Una ventaja del campo es la presencia de calzada para camiones que fue reforzada en esta última cosecha, usando canteras del propio campo-. La caminería facilita todo el recorrido interior y reduce costos de mantenimiento de la vegetación. La cosecha final de la madera fue realizada por la empresa Idalen para Montes del Plata, aún resta sacar algunas pilas de madera por lo que en el campo hay tránsito de camiones y

cargadores. Este levante se encuentra atrasado con respecto al cronograma inicial que previa finalizaría en Diciembre

Puntas del Cordobés

El campo se ha terminado de plantar, y al momento se está efectuando control de malezas en la entrefila. También se está trabajando en la mejora de algunos caminos internos. Las plantas tienen buen desarrollo aunque la competencia con malezas es fuerte por el atraso de las labores de aplicación de herbicida. Al ser un campo natural sin laboreo anterior existe mucho más gramíneas con un tramado más denso que en los anteriores visitados. El campo posee suelos mas pesados y se observa algunos ojos de agua y limitantes de desarrollo por esta razón. Los árboles ubicados en pendiente tienen mejor comportamiento



Puntas del Cordobés *E. grandis*



Puntas de Cordobés *E. dunii*

1. Análisis de la ejecución

La rentabilidad del proyecto Bosques del Uruguay (BU) se centra en la plantación de *E. grandis*. El desarrollo de los ejemplares a la fecha es apropiado para los estándares manejados por la empresa. En cuanto a altura y diámetro de los ejemplares se consultó sobre el inicio de las actividades de poda y raleo. Se indicó que estas se postergan porque la mayoría de los ejemplares aún no llegó a los 5 metros de copa verde como para hacer un levante de poda a 2,5 m.

Las estrategias productivas adoptadas fueron en caso de riesgo derivado de la falta de profundidad de suelo aplicar el subsolado profundo; en caso de riesgo de ocurrencia de heladas, la estrategia se orienta a la plantación de clones tolerantes (*E. grandis* clon álamo blanco desarrollado por Weyerhaeuser), híbridos (*E. grandis* x *E. tereticornis* y *E. grandis***E. camaladulensis*) también indican la importación de semillas desde Sudáfrica de *E. grandis* resistente al frío y sustitución de especies *E. dunii*-

El diseño del laboreo, el aprovechamiento del suelo y el know how en el uso de agroquímicos parecen asegurar una muy buena implantación. Sus fortalezas están en la implantación del cultivo.

La empresa tiene experiencia de trabajo como contratista de otros proyectos con lo cual cuenta con una buena logística de abastecimiento y ejecución que evitan sobre costos por ineficiencia. Cuentan además con una buena red de información técnica en la cual respaldan el plan de manejo propuesto.

El criterio seguido para la elección de especies es adecuado, pero los rendimientos de *E. grandis* sobre suelo 2 pueden mantenerse en cuanto a volumen total, pero existen dudas sobre la conformación final de estos ejemplares (es probable menor desarrollo en altura y mayor conicidad) lo que puede hacer que el aprovechamiento final para elaboración sea menor que el presupuestado.

La empresa basa su plan de manejo en la expectativa de comercializar madera al mercado asiático de la cual es proveedor actualmente. Su meta inicial eran trozas mayores a 40 cm de diámetro en punta fina, actualmente sus expectativas son comercializar a dicho mercado hasta 23 cm en punta fina. Este cambio permitiría vender más volumen a precios mejorado lo que apoya la rentabilidad del proyecto BDU. Se sigue considerando importante el costo de flete interno.

En el último verano, tuvo episodios de vuelco y daños por viento, pero se encuentra trabajando con las aseguradoras para reparar el daño financiero. Debería considerarse este factor como un potencial elemento de riesgo al cuantificar la cantidad de madera de primera calidad que puede venir de esos predios. El área de afectación fue principalmente algunos de los predios de Cerro Largo cercanos a las áreas de turbonada.

2. Valoración y síntesis

Se considera que lo informado por la empresa Bosques del Uruguay se corresponde con lo verificado a campo, la empresa se considera idónea para realizar la plantación y el proyecto presenta buenas probabilidades de éxito. Las plantaciones a la fecha se encuentran desarrollándose de acuerdo a lo previsto tanto en lo que respecta a la operativa como al crecimiento de los ejemplares.

El plan de manejo apunta a un rápido desarrollo de los ejemplares y a concentrar la inversión en manejo en los primeros cinco años. Del punto de vista financiero se concentran más egresos en los primeros años, por tanto el precio de venta de la madera deberá remunerar mayor cantidad de interés. Algunos de los suelos con los que se trabaja en proyecto (los tipo 2) pueden determinar menores alturas finales de los ejemplares y una mayor conicidad. Ambas características del árbol, pueden derivar en menor volumen final para la venta, por lo que el retorno financiero se sustenta sobre todo en el valor de venta de la madera. Agroempresa Forestal parece tener buen potencial de clientes en el exterior, se debería considerar un seguimiento de las exigencias de la demanda en cuanto a calidad técnica de la madera de *E. grandis* de Uruguay. Esta información sería importante para verificar si el

plan de manejo ejecutado y los clones e híbridos plantados cumplen en general con los requisitos industriales a los efectos de garantizar una demanda sustentable en el tiempo.

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Martha Tamosiunas', written in a cursive style.

Ing. Agr. Martha Tamosiunas