

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, 23 de noviembre de 2015

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	12
SECCIÓN V EL ENTORNO	16
SECCIÓNVI CALIFICACIÓN DE RIESGO	20

SUMARIO

ACTUALIZACIÓN 24.11.2015

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: 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 de abril de 2016¹

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)

Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros

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. En la actualización de noviembre de 2014 el comité de evaluación resolvió mejorar la nota a BBB + (uy), la que se mantiene en esta ocasión.

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

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

- La inexistencia de riesgo jurídico de estructura.
- 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 Certificados de Participación e informes del comité de vigilancia).
- Una liquidez adecuada en función de la naturaleza del papel y de la realidad del mercado doméstico.

- La capacidad de gestión de la empresa administradora del proyecto – Agroempresa Forestal – se mantiene bajo los estándares de eficiencia evaluados en la actualización anterior.
- Se ha completado la totalidad del proceso de compra de los campos y de las campañas de plantación. En el período comprendido desde la última calificación, se evidenciaron daños en algunas plantaciones².

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

² CARE ha encargado una nueva revisión de todos los campos para verificar los aspectos mencionados este párrafo.

- En lo que refiere al manejo silvícola, se realizó la primer poda y el raleo a desecho a 176 hectáreas. Se postergaron para el cuarto trimestre las segundas podas, adelantándose 424 hectáreas de poda que estaban planificadas para el último trimestre del año. Respecto a la implantación, se realizó la preparación de suelo a 220 hectáreas, correspondiente a aquellas áreas que no fueron plantadas en otoño por estrés hídrico y parte a las afectadas por la helada. Asimismo, se plantaron 118 hectáreas y se realizaron los controles de hormigas y malezas.
- Los activos (tierra y madera) fueron tasados por la consultora Pöyry³ a diciembre de 2014 en aproximadamente 42 millones de dólares, un valor consistente con las proyecciones realizadas en los flujos.
- Las proyecciones financieras actualizadas por el operador y mencionadas en la actualización de abril pasado continúan vigentes. Donde la TIR esperada se ha modificado de un 8,93% en el prospecto de emisión a un 8,58% en la actualidad.
- Aunque los precios de los commodities agrícolas han registrado un descenso en los últimos meses, no se puede determinar aún si se trata de un cambio permanente de sentido opuesto al precedente. Esta baja de precios, afecta las decisiones de oferta y demanda de estos bienes en el corto plazo. Sin embargo, en el largo plazo la tendencia de incremento de la demanda se mantiene. En la Sección IV se profundizará sobre este aspecto, en particular la evolución del precio de la tierra y de la madera.
- El reciente cambio de gobierno no permite advertir ninguna amenaza en lo que respecta a las políticas públicas. La introducción de nuevos impuestos sectoriales, si bien constituyen un cambio normativo, no afectaría significativamente el negocio en cuestión y no alteraría mayormente las expectativas del negocio sectorial en general.

³Información disponible en CARE

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

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

CARE Calificadora de Riesgo es una calificadora con registros y manuales aprobados por el Banco Central del Uruguay a partir de abril de 1998. Califica conforme a su metodología oportunamente aprobada por dicha autoridad, seleccionando los profesionales necesarios para integrar en cada caso el comité de calificación, el que juzga en función de sus manuales. Estos, su código de ética, registros y antecedentes se encuentran disponibles en el sitio web: www.care.com.uy así como en el del regulador: www.bcu.gub.uy. El comité de calificación estuvo integrado en este caso por el Cr. Martín Duran, el Ec. Mayid Sáder Neffa y por el Ing. Julio Preve. Del mismo modo CARE contrató los servicios del estudio jurídico Herrera profesionales asociados cuyo informe se adjuntó a la calificación original. Asimismo contrató oportunamente los servicios de la Ing. Agr. Martha Tamosiunas para evaluar, en varios campos elegidos al azar, la gestión de administración de Agroempresa Forestal S.A. Dichos informes se encuentran en poder de CARE calificadora de riesgo. En la actualidad, la Ing. Agr. Martha Tamosiunas ha sido contrata para realizar una visita a todos los campos del Fideicomiso.

Por disposición del BCU y de la Entidad Representante (BEVSA), la calificación debe actualizarse dos veces por año en los meses de abril y noviembre. No obstante, la misma puede variar ante la aparición de hechos relevantes. El fiduciario se compromete a proveer esta información.

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

El objeto de la actualización de calificación, supone un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica el desempeño esperado del fideicomiso, conforme al proyecto

de ejecución del negocio forestal e inmobiliario que su administración está mandatada a realizar. Como fue mencionado en la calificación, la nota seguirá entre otros criterios el cumplimiento del proyecto y el alcance de una rentabilidad mínima que se juzgue aceptable en ocasión de cada recalificación.

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

La información analizada en esta ocasión fue la siguiente:

- Balance de EF Asset Management al 30 de junio de 2015.
- Balance auditado de Agroempresa Forestal al 30 de diciembre de 2014.
- Informe de Agroempresa Forestal al 30 de junio de 2015 e informe preliminar a setiembre de 2015.
- Balance del Fideicomiso al 30 de junio de 2015.
- Informes varios del Comité de Vigilancia.

3 . Noticias Significativas del semestre

Con información actualizada al mes de junio de 2015, Bosques del Uruguay (BDU) ha realizado adecuadamente el manejo productivo de los bosques. Las inversiones realizadas en los mismos fueron un 22,5% por debajo de los presupuestado (206 mil dólares aproximadamente), mientras que los gastos fueron un 5% mayores (35 mil dólares aproximadamente).

Según detalla AF, la falta de lluvias durante este primer trimestre y la baja disponibilidad de agua a nivel del suelo han determinado que algunos árboles, plantados en zonas más superficiales, muestren marchitamiento de sus hojas. Al comienzo del segundo trimestre se registraron heladas agrometeorológicas importantes, tanto en número como intensidad. Las plantaciones más jóvenes, realizadas en Mi Generala, en otoño y primavera de 2014, se vieron afectadas mientras que en Las Rengas, Las Rengas 2 y Puntas del Cordobés (plantadas en 2013) hubo algunos daños puntuales.

En este contexto, según información preliminar proporcionada por el Administrador acerca de los avances del tercer trimestre, se ha realizado la preparación de suelo a 220 hectáreas, correspondiente a aquellas áreas que no fueron plantadas en otoño por estrés hídrico y a parte de las afectadas por la helada. Asimismo, se plantaron 118 hectáreas y se realizaron los controles de hormigas y malezas. Por otra parte, se realizó la primer poda y el raleo a desecho a 176 hectáreas. Se postergaron para el cuarto trimestre las segundas podas, adelantándose 424 hectáreas de poda que estaban planificadas para el último trimestre del año.

SECCIÓN II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

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

1. Descripción general

Denominación:	Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay
Fiduciario:	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Administrador:	Agroempresa Forestal S.A.
Entidad Registrante	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Entidad Representante	Bolsa Electrónica de Valores S.A.
Organizador:	Agroempresa Forestal S.A.
Títulos a emitirse:	Certificados de participación
Activos del Fideicomiso:	El Fideicomiso invertirá en la compra de Inmuebles rurales para desarrollar una explotación forestal.
Moneda:	Dólares
Importe de la Emisión:	Hasta US\$ 50.000.000
Distribuciones:	Toda vez que existan Fondos Netos Distribuibles luego de cada Cierre de Ejercicio, o al procederse a la venta de los Activos del Fideicomiso o por la distribución final de Fondos Netos Remanentes.
Precio:	100%
Calificadora de Riesgo:	CARE calificadora de Riesgo
Calificación de Riesgo:	BBB + (uy)

2. El análisis jurídico

El análisis jurídico se agregó oportunamente en la calificación original (Informe de Contingencias Jurídicas).

Riesgos considerados

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

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

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. Ef Asset Management (EFAM)

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

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

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

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

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

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

Administración

La composición del Directorio se integra de la siguiente forma:

Presidente	Dr. Diego Rodríguez Castagno
Vicepresidente	Dra. Sandra González Vila
Síndico	Cr. Bruno Gilli
Síndico Suplente	Dr. Gonzalo Secco

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

Situación económica y financiera

El análisis de los EE.CC al cierre del 31 de diciembre de 2014 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 2014 asciende a (miles) \$ 17.684 lo que representa más de 25% de incremento respecto al cierre del ejercicio anterior. También es positivo, y creciente respecto al ejercicio cerrado en 2013 el ratio de liquidez, situándose en 1.71. Cabe mencionar que el activo no corriente se compone en buena medida por los depósitos en garantía a que está obligada la firma, según normativa vigente, por los fideicomisos que administra y en consecuencia son de disponibilidad restringida.

Cuadro 1: Datos del Estado de Situación de EFAM (miles de \$)			
Concepto	30/6/15	31/12/14	31/12/13
Activo Corriente	5.626	7.242	8.815
Activo no Corriente	48.524	45.193	30.478
Total Activo	54.150	52.435	39.293
Pasivo Corriente	3.336	4.232	5.810
Pasivo no Corriente	30.363	30.520	19.387
Total Pasivo	33.699	34.752	25.196
Patrimonio	20.451	17.684	14.097
Total Pasivo y Patrimonio	54.150	52.435	39.293
Razon Corriente	1,69	1,71	1,52

Fuente: EE.CC EFAM

Los EE.CC intermedios al 30 de junio de 2015 que cuentan con informe de revisión limitada independiente confirman lo antedicho. En efecto, puede observarse en el cuadro precedente que el patrimonio de la firma se incrementa en casi un 16% en los seis meses transcurridos del ejercicio en curso. El ratio de liquidez se mantiene casi incambiado.

Por su parte, según se desprende del cuadro siguiente, los ingresos operativos al cierre del ejercicio 2014 suponen un incremento del 22% en relación al cierre anterior. En cambio los resultados operativos son menores a los de un año atrás. Esto se ve parcialmente compensado por resultados financieros superiores en el comparativo del mismo período lo que arroja un indicador similar al comparar los resultados finales con los ingresos totales.

Cuadro 2: Estado de Resultados de EFAM (miles de \$)			
Concepto	31/12/14	31/12/13	31/12/12
Ingresos Operativos	12.900	10.570	8.114
Gastos Adm. y Vtas.	(10.194)	(7.086)	(5.796)
Resultado Operativo	2.707	3.484	2.318
Resultados Financieros	1.848	887	(50)
Otros resultados		39	
IRAE	(968)	(1.027)	(574)
Resultado del Ejercicio	3.587	3.384	1.694
Res Operativos/Ingresos	20,98%	32,96%	28,57%
Res Ejercicio/Ingresos	27,81%	32,02%	20,88%

Fuente: EE.CC de EFAM

Si incorporamos a este análisis la información de lo ocurrido en el primer semestre de 2015, en este caso, un ejercicio con cierre al 30 de junio de 2015 y su comparativo por el mismo periodo con cierre al 30 de junio de 2014, se comprueba la evolución positiva de la firma como se desprende del cuadro siguiente.

Cuadro 3: Estado de Resultados de EFAM (miles de \$)		
Concepto	30/6/15	30/6/14
Ingresos Operativos	9.780	5.536
Gastos Adm. y Vtas.	(7.336)	(4.382)
Resultado Operativo	2.444	1.153
Resultados Financieros	1.112	1.068
Otros resultados		-
IRAE	(788)	(460)
Resultado del Ejercicio	2.767	1.761
Res Operativos/Ingresos	24,99%	20,83%
Res Ejercicio/Ingresos	28,29%	31,81%
Fuente: EE.CC de EFAM		

En este caso, el incremento de los ingresos operativos representan un 77% de los alcanzados un año antes mientras que los resultados del ejercicio se incrementaron en 57%.

Es de destacar, además, la experiencia de la firma en la administración de este tipo de productos. A junio de 2015 tenía en cartera la administración de 25 fideicomisos, 3 más de los que administraba a diciembre pasado.

2. **Agroempresa Forestal S.A. (AF)**

Agroempresa Forestal SA es una sociedad anónima y se encuentra estructurada bajo el régimen de sociedad cerrada; comenzó sus actividades en agosto de 2000. La sociedad tiene como giro principal la prestación de servicios forestales. Adicionalmente, es el operador designado para administrar el F.F. Forestal Bosques del Uruguay II (BDU II); operación en curso muy similar a esta que nos ocupa.

En Uruguay, AF ofrece servicios forestales en un área superior a las 50.000 hectáreas (de estas 30.000 son en administración directa) por año para diferentes clientes; éstos, son responsables de más del 80% de la superficie forestada del país.

En 2007, AF se instala en Chile y en 2010 lo hace en Brasil. Actualmente a nivel regional operan en más de 100.000 hectáreas administrando activos valuados en más de USD 300 millones. Entre los proyectos administrados se encuentra el Fideicomiso BDU que cuenta con USD 50 millones que ya fueron invertidos según plan de negocios.

En Uruguay tiene sus oficinas centrales en el Departamento de Rivera pero su equipo técnico está distribuido en todo el país.

Su principal es el Ing. Agrónomo-MBA Francisco Bonino (Director); y su Gerente General es el Ingeniero Industrial Mecánico-MBA Dan Guapura.

La firma cierra balance el 31 de diciembre por lo que el último balance auditado disponible sigue siendo el de diciembre de 2014 por lo que no hay nueva información respecto al anterior informe de actualización. En consecuencia se reiteran los comentarios de entonces. De acuerdo a los EE.CC al cierre del ejercicio 2014 y que cuentan con informe de auditoría independiente (Deloitte), la firma cuenta con un patrimonio contable de miles de U\$S 610 y tuvo ingresos operativos netos en el ejercicio por miles de U\$S 3.699 y un resultado del ejercicio de miles de U\$S 387. La razón corriente es de 1.18 por lo que dispone de una razonable posición de liquidez.

En cuadros siguientes se exponen las principales partidas de los EE.CC citados y su comparativo con el ejercicio anterior. En general y pese que se incrementaron los ingresos

netos en 10.5% en dólares, el ejercicio 2014 arrojó resultados inferiores al ejercicio anterior debido fundamentalmente a un incremento en los costos y particularmente en los gastos de administración y ventas. De cualquier forma, la asamblea de accionistas, según acta del 5/11/2014, aprobó una distribución de dividendos por U\$S 622.210 que explica en buena medida la disminución del patrimonio contable al afectarse las utilidades acumuladas.

Cuadro 4: Estado de Situación Patrimonial A.F			
En miles de u\$s	31/12/14	31/12/13	31/12/12
Total Activo	1.432	1.846	1.584
Activo Corriente	969	1.419	1.100
Activo no Corriente	464	427	484
Total Pasivo	822	1.001	1.414
Pasivo Corriente	822	1.001	1.104
Pasivo no Corriente	-	-	310
Patrimonio	610	845	170
Total Pasivo y Patrimonio	1.432	1.846	1.584
Raz[on Corriente	1,18	1,42	1,00
Fuente: EE.CC AF			

Cuadro 5: Estado de Resultados A.F (miles de u\$s)			
Concepto	31/12/14	31/12/13	31/12/12
Ingresos Operativos netos	3.699	3.345	2.759
Costo Bs y Servicios	(2.271)	(1.813)	(1.981)
Resultado Bruto	1.428	1.532	778
Gastos Adm y Ventas	(1.037)	(609)	(861)
Resultado Operativo	391	923	(83)
Resultados Financieros	(11)	(24)	(60)
Resultados Diversos	119		
Resultados antes impuestos	499	898	(143)
IRAE	(112)	(223)	48
Resultado del Ejercicio	387	676	(95)
Res Bruto/Ingresos	38,61%	45,80%	28,20%
Res Ejercicio/Ingresos	10,46%	20,21%	-3,44%
Fuente: EE.CC AF			

El Fideicomiso

El Fideicomiso BDU fue creado en mayo de 2011 y en agosto del mismo año, EFAM (la fiduciaria) emitió por cuenta del mismo. Certificados de Participación escriturales por un valor nominal de USD 50 millones. Ya en el informe del mes de abril de 2015 se daba cuenta que se había completado la etapa de adquisición de tierras así como ha culminado la campaña de plantación por lo que la empresa operadora está abocada a los trabajos de manejo y mantenimiento que corresponden a este tipo de explotación según las distintas especies.

Al 31/12/2014 la valuación de los terrenos y la madera que hay en ellos, en propiedad del Fideicomiso fue tasada en U\$S 42 millones; esta cifra es consistente con la cifra de los activos no corrientes que figuran en los EE.CC del Fideicomiso a esa misma fecha. Las tasaciones según metodología previamente concertada con peritos independientes se hace una vez al año, al 31 de diciembre por lo que en esta oportunidad no se cuenta con nuevos valores. Aunque el fideicomiso tiene como criterio incorporar al valor de los Activos Biológicos (plantaciones) los gastos incurridos por el manejo de los mismos entre la última tasación a, en este caso, el 30/6/15 por lo que se reflejan en dicho rubro (Cuadro 6).

Es decir, se reitera que AF ha demostrado en el terreno su capacidad para implementar un proyecto de esta naturaleza cumpliendo razonablemente bien con el plan de negocios propuesto.

Lo comentado anteriormente se ve reflejado en los EE.CC que se exponen a continuación:

Cuadro 6: Datos del Estado de Situación del fideicomiso			
En miles de \$	30/6/15	31/12/14	31/12/13
Activo Corriente	156.067	165.394	224.564
Activo no Corriente	1.157.475	1.035.930	850.476
Total Activo	1.313.541	1.201.323	1.075.040
Pasivo Corriente	12.790	9.321	16.600
Pasivo no Corriente	13.427	5.436	-
Total Pasivo	26.216	14.756	16.600
Patrimonio	1.287.325	1.186.567	1.058.440
Total Pasivo y Patrimonio	1.313.541	1.201.323	1.075.040
Razon Corriente	12,20	17,74	13,53

Fuente: EE.CC F.F. BDU

Cuadro 7: Estado de resultados del fideicomiso		
Expresado en \$	31/12/14	31/12/13
Ingresos Operativos	1.033	2.789
Activos biológicos (1)	24.608	1.844
Operaciones Continuas	25.641	4.633
Costo de los bs. vendidos	(626)	(4.155)
Resultado Bruto	25.014	478
Gastos Adm. Y Ventas	(29.939)	(31.768)
Resultado Operativo	(4.925)	(31.290)
Resultados Diversos	4.828	12.476
Resultados Financieros	(4.895)	2.627
IRAE	(10.621)	(2.855)
Resultado Integral, otro (2)	143.740	100.442
Resultado Integral total	128.127	81.399

(1) Refleja el cambio en el valor razonable de las plantaciones

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

Fuente: EE.CC F.F. BDU al 30/6/14

Cuadro 8: Estado de resultados del fideicomiso		
Expresado en \$	30/6/15	30/6/14
Ingresos Operativos	-	1.008
Activos biológicos	-	-
Operaciones Continuas	-	1.008
Costo de los bs. vendidos	-	(341)
Resultado Bruto	-	667
Gastos Adm. Y Ventas	(17.270)	(12.197)
Resultado Operativo	(17.270)	(11.530)
Resultados Diversos	-	-
Resultados Financieros	(4.361)	(3.290)
IRAE	(7.992)	1.003
Resultado del periodo	(29.623)	(13.817)
Otro resultado integral (2)	130.381	73.969
Resultado Integral total	100.758	60.153

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

Fuente: EE.CC F.F. BDU al 30/6/15

El patrimonio del fideicomiso va en aumento en la medida que se valorizan las plantaciones y la tierra. Los resultados operativos aún son deficitarios por cuanto se trata de una inversión de larga maduración y los ingresos que obtiene por el momento son marginales. Al considerar el ajuste por conversión de moneda se obtiene un resultado integral ampliamente superavitario. Hay que tener en cuenta que la moneda funcional del fideicomiso es el dólar pero los EE.CC, por la normativa local, se presentan en moneda nacional. La diferencia surgida entre el tipo de cambio a la fecha de cierre para la conversión de las partidas de activos,

pasivos y patrimonio y el tipo de cambio vigente a la fecha de cada transacción para el resultado del ejercicio, se expone directamente en el patrimonio (rubro ajustes al patrimonio) y en el estado de resultados integral (rubro resultado integral del periodo).

El historial de la firma, la idoneidad de su personal superior, su desempeño en la gestión de este proyecto, ya comprobada, y la solvencia que reflejan los EE.CC permiten confirmar que AF está perfectamente capacitada para administrar esta operación y conseguir los objetivos propuestos.

Riesgos considerados

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

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

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

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

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

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

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

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

A la fecha de confección de la presente actualización, el Fideicomiso habría cumplido con la compra de tierras y la implantación de los árboles. Queda entonces ir monitoreando en cada una de las actualizaciones el manejo biológico - productivo de los bosques y sus posteriores comercializaciones. Lo que será objeto de nuevas visitas por CARE.

Las proyecciones financieras actualizadas por el operador y mencionadas en la actualización de abril pasado continúan vigentes. Donde la TIR esperada se ha modificado de un 8,58% en el prospecto de emisión a un 8,93% en la actualidad.

Como fue mencionado anteriormente, el retorno proyectado es con similares opciones de inversión a nivel internacional, comparándose favorablemente en la consideración internacional, al reportado por el NCREIF Timberland Index⁴.

En esta sección se evaluará el manejo económico – productivo. A partir de la actual calificación, no se analizará el manejo financiero de fondos líquidos debido a que los mismos son reducidos dado que el proceso de inversión ha concluido.

Manejo Económico- Productivo

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

Las eventuales modificaciones en el retorno estarían causadas por factores endógenos y/o por factores exógenos. Dentro del subgrupo de factores endógenos están los que afectan la productividad del crecimiento de los árboles y aspectos de manejo en lo que refiere a los riesgos de incendios o de eventos sanitarios. En el grupo de factores exógenos están los precios (la evolución futura del precio de la tierra y de la madera) y los costos asociados a la política (tributaria, laboral y monetaria).

Los factores exógenos no pueden ser alterados por el desempeño del Fideicomiso. Sí los endógenos, y como fue mencionado y argumentado en anteriores actualizaciones (véase), aproximadamente el 73% del retorno de la inversión está determinado por factores de manejo productivo. En este sentido, es de gran importancia el manejo y seguimiento del bosque.

El patrimonio forestal (incluido la tierra) está valuado en 42 millones de dólares aproximadamente a diciembre de 2014. Si se proyecta esta cifra al presente y se le suma el valor de los activos corrientes e inversiones financieras que mantiene el Fideicomiso se podría afirmar que se superó el valor total de la emisión del 2011.

⁴ El NCREIF Timberland Index es una medida trimestral del rendimiento de las inversiones de un gran grupo de propiedades de la madera individuales adquiridas en el mercado privado de los Estados Unidos con fines de inversión

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

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

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

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 calificación se mantienen vigentes en la actualidad tal como se expresa en los correspondientes informes sectoriales⁵. Se refiere al desempeño biológico y a la evolución esperada de los precios de la tierra y la madera.

Riesgo Económico y de Mercado

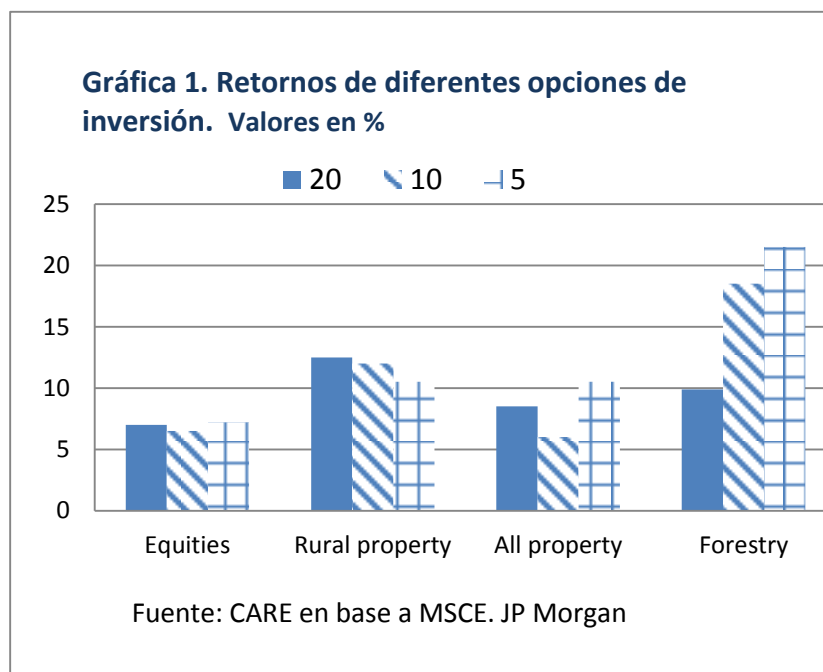
Las inversiones forestales han demostrado ser un instrumento eficiente para los portafolios de inversión de largo plazo de inversores institucionales así como para Fondos de Inversión. Una comparación de retornos de 5, 10 y 20 años de plazo entre diferentes opciones de inversión y similar riesgo para Gran Bretaña realizada por la revista "The Economist" demuestra la afirmación realizada anteriormente. Las inversiones forestales han exhibido mayores retornos que los demás instrumentos que vehiculizan inversiones en otros tipos de actividades (ver Gráfica 1). Vale la pena mencionar que los mayores retornos, a largo y mediano plazo, han sido los de los inmuebles rurales (tierra) y la forestación. Los dos activos en los que invierte el Fideicomiso.

Estos retornos, al estar expresados en dólares, están fuertemente correlacionados con las políticas monetarias de la Reserva Federal de Estados Unidos. En este sentido, el fin de las políticas de flexibilidad monetaria del dólar ocurrido en los meses finales del año pasado sumado a las crecientes expectativas de aumentos en las tasas interés han apreciado sensiblemente el dólar frente a la mayoría de las monedas. Esta apreciación ha causado (en parte) una caída de los precios de los commodities en general (ver Gráfica 2) y de la madera en menor proporción (ver Gráfica 3). Por su parte, el valor de las inversiones forestales y el precio de la tierra no se han modificado mayormente. En el largo plazo, el precio de la tierra y las expectativas de rentabilidad de lo producido en esta, tenderían a arbitrarse, aunque ello pudiera no suceder en el corto y mediano plazo.

La situación macromonetaria mundial continúa inestable y no existe evidencia clara del rumbo que va a tomar en el futuro próximo. El incremento de la volatilidad de los mercados internacionales, en particular de los países emergentes han redundado en una devaluación de prácticamente todas las monedas frente al dólar. Aún no se evidencian signos claros de cuál será el efecto de este "escape monetario" a problemas de fondo que están viviendo estos países. En el pasado y en condiciones similares, la inestabilidad monetaria y financiera como las políticas de expansión monetaria no han hecho otra cosa que apreciar en términos relativos a la tierra. Si este escenario persistiese en el tiempo, el precio de la tierra continuaría su fase

⁵ Puede consultarse en care@care.com.uy

de crecimiento por efecto “monetario” y o atribuible al aumento de la inestabilidad de los mercados monetarios y financieros.



A su vez, la tierra presenta una demanda derivada creciente por el aumento del consumo de los recursos naturales producidos en ella. Este escenario configura un contexto donde la demanda de la tierra “por uso” seguirá firme, lo que supondrá a juicio de CARE, precios de largo plazo de la tierra estables o en aumento aunque a menor ritmo que lo sucedido antaño. Este análisis no considera el efecto de un eventual cambio tecnológico que redunde en un incremento en la productividad de la tierra.

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

Sobre el precio de la madera y de la tierra

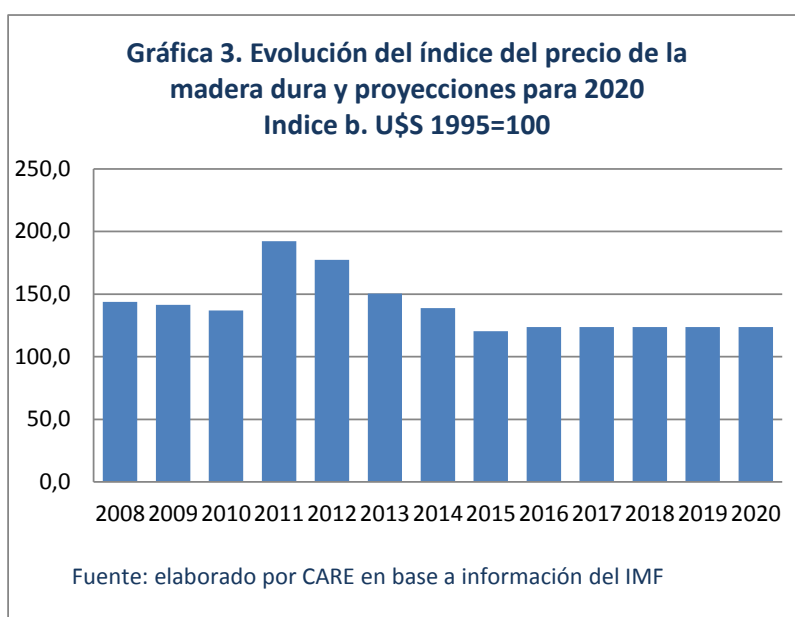
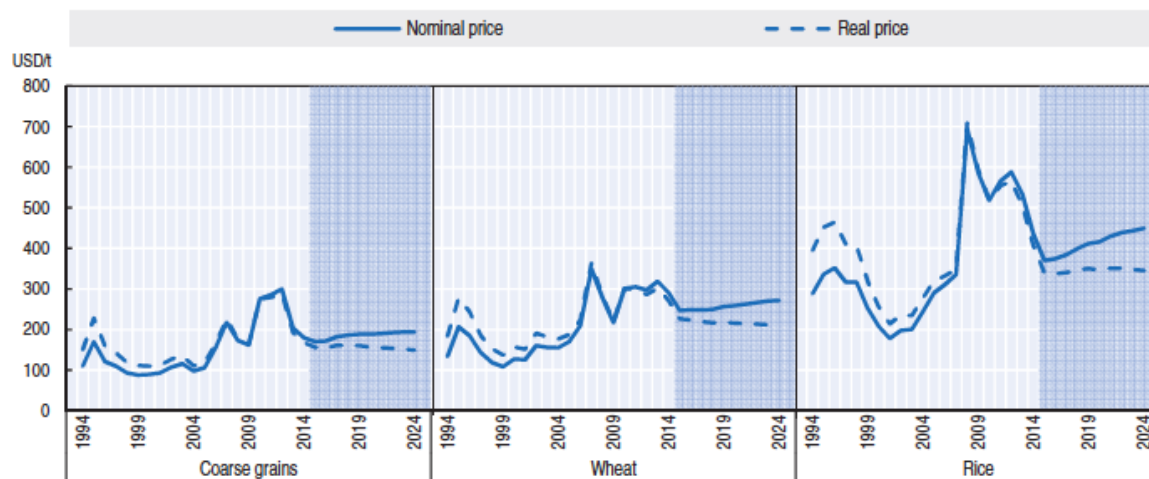
El precio más importante y por tanto el juicio más determinante para la calificadora es el de la madera. Esto se fundamenta en que más del 70% de los retornos de la inversión se explican por el valor de la madera, calculado como el rendimiento físico de los bosques implantados y el precio obtenido por dicha producción.

En la gráfica 3, se presentan las proyecciones del precio de la madera para los próximos años. No obstante lo anterior, si bien CARE realiza sistemáticamente un seguimiento de dicho precio y sus perspectivas para el mediano y largo plazo, el precio relevante para el presente negocio será el de venta de la madera producida. Situación que sucederá entre los años 2026 y 2031 aproximadamente.

Por este motivo, tienen más relevancia en las proyecciones las grandes tendencias que presentan la oferta y demanda mundial de madera que los precios de corto y mediano plazo que son proyectados por los organismos especializados en la materia.

El precio de la tierra en Uruguay ha continuado con su fase de apreciación en dólares (11,8%, 1,5% y 8,5% de apreciación para los años 2014, 2013 y 2012 respectivamente). No obstante lo anterior, y teniendo en cuenta la importante caída en los precios de dos productos que se producen en esta, es probable que el precio manifieste alguna corrección a la baja o que no crezca en el 2015.

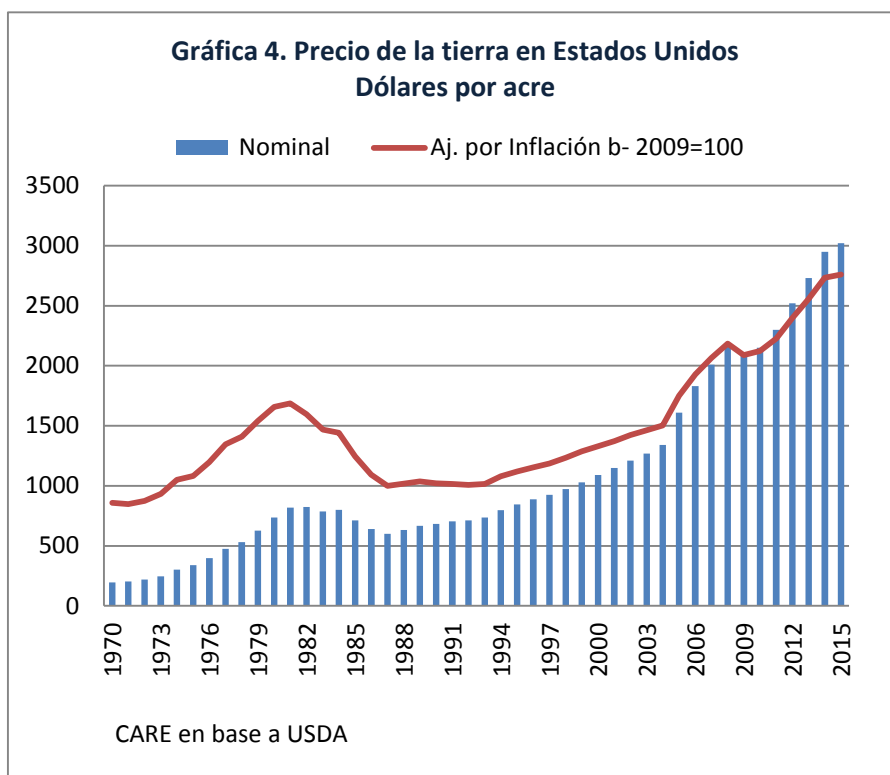
Gráfica 2. Proyecciones del precio de los cereales según FAO/OCDE



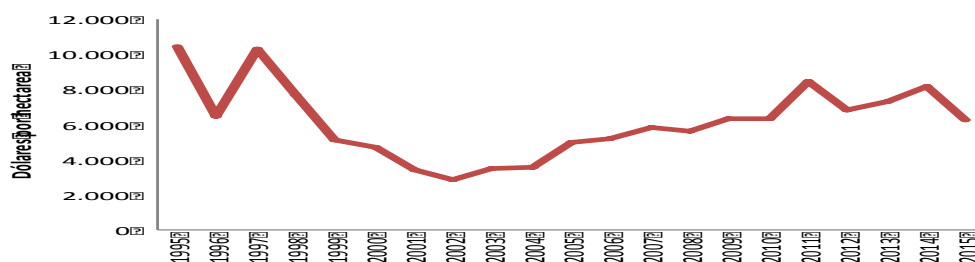
En lo que respecta al driver internacional, en particular el precio de la tierra en Estados Unidos continúa la fase ascendente. Las perspectivas de demanda internacional por tierra por motivo inversión y por motivo productivo se mantienen bajo los parámetros establecidos en las anteriores actualizaciones y ubican los precios en niveles crecientes para el corto y mediano plazo, tanto en Estados Unidos como en Brasil.

Como se puede apreciar en las Gráfica 4, el precio en Estados Unidos cayó únicamente en los primeros años de la década del ochenta ante el cambio de la política monetaria

denominado "Plan Voelker y en menor medida, después de la crisis financiera de Lehman Brothers. Cualquiera de los dos shocks negativo en el nivel de precios, fueron revertidos en pocos años. Por su parte el precio en Brasil (Gráfica 5) ha evidenciado variaciones más pronunciadas causadas por el efecto desvíos en la cotización de su moneda doméstica frente al dólar. Esto lleva a que en el corto plazo haya modificación del precio en dólares.



Gráfica 5. Precio de la tierra en Brasil.
Dólares por hectárea. Estado de San Pablo



Fuente: Elaborado por CARE en base a información de FGV, IPEA y el IEA.

Las políticas públicas, el riesgo político

El nuevo gobierno discute con frecuencia diferentes propuestas que pueden afectar el clima de inversión en tierras, por ejemplo, si se detiene en alguna medida la inversión de fondos como el proyectado, o si se afectara la inversión extranjera que agrega demanda. Todos estos elementos componen un riesgo político que al momento no puede preverse cómo será su desenlace. No obstante lo anterior, el hecho de que las AFAPs continúen adquiriendo

certificados de participación de inversiones de este tipo de activos (proyectos forestales y de tierras), de alguna manera atenúa el riesgo político, y por el momento no se lo considera afectando significativamente el desarrollo del proyecto.

Adicionalmente, no se advierte ninguna amenaza seria que afecte el clima de negocios. La introducción de nuevos impuestos sectoriales, si bien constituyen cambios normativos, no afectarían significativamente el negocio en cuestión y no alteraría las expectativas del negocio sectorial en general.

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

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 Fiduciaria y el Operador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité calificador de CARE entiende que la Emisión califica en la categoría BBB + (uy) de la escala del Manual de CARE⁶.

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martin Duran



Ec. Mayid Sader

⁶BBB. 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.