

**Actualización de Calificación
de Riesgo de Certificados
de Participación en el Dominio
Fiduciario del “Fideicomiso
Financiero Forestal Bosques
del Uruguay”**

Montevideo, abril de 2016

4	Resumen General
6	i Antecedentes
9	ii El Fideicomiso y los Certificados de Participación
11	iii La administración
17	iv El activo subyacente y el flujo futuro de fondos
22	v El entorno
28	vi Calificación de Riesgo

Denominación:
FIDEICOMISO FINANCIERO
FORESTAL BOSQUES DEL URUGUAY
Fecha de la calificación: 8 abril 2016

Fecha de emisión:	5 de agosto de 2011.
Plazo:	Hasta liquidación de activos y obligaciones del fideicomiso.
Distribuciones:	toda vez que existan Fondos Netos Distribuibles luego de cada Cierre de Ejercicio, o al procederse a la venta de los Activos del Fideicomiso o por la distribución final de 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 noviembre de 2016 ¹ .
Calificadora de Riesgo:	CARE Calificadora de Riesgo de Calificación: Ing. Julio Preve, y Cr. Martín Durán Martínez.
Calificación:	BBB +(uy).
Manual:	Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros.

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

Resumen general

CARE 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, oportunamente destacada y ratificada en el correr del tiempo.
- Un negocio con una adecuada consistencia entre los supuestos del prospecto y las acciones de compra de tierra y áreas plantadas.
- Un diseño de gobierno corporativo que minimiza el riesgo a los inversionistas y que hasta la confección del presente informe ha funcionado en forma adecuada (informes del operador, asambleas de titulares de Certificados de Participación e informes del comité de vigilancia).
- Una liquidez adecuada en función de la naturaleza del papel y de la realidad del mercado doméstico.
- La capacidad de gestión de la empresa administradora del proyecto –Agroempresa Forestal– se mantiene bajo los estándares de eficiencia evaluados en la actualización anterior, lo que se ratifica en los distintos informes de las partes involucradas.
- Se ha completado la totalidad del proceso de compra de los campos y de las campañas de plantación. CARE ha contratado el informe de la Ing. Agr. Martha Tamosiunas quien ratificó estas apreciaciones.
- Por decisión del operador, se cambió de empresa evaluadora, dado que la anterior llevaba tres ejercicios consecutivos haciendo el trabajo. Este año, la empresa Indufor fue la encargada de realizar la valuación, lo que arrojó una cifra total de 44.2 millones de dólares que representa un 5% de incremento respecto a la última valuación. Por otra parte es un valor consistente con las proyecciones realizadas en los flujos.
- Las proyecciones financieras actualizadas por el operador y mencionadas en la actualización de anterior se han vuelto a estimar. La TIR esperada se ha modificado de un 8,93% en que se estimaba en ocasión de la anterior

actualización, a un 9.44% en la actualidad. En el prospecto de emisión esa estimación se situaba en 8.58%.

- 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.
- No se advierte 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.

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 fija. 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, 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 diciembre de 2015, la Ing. Agr. Martha Tamosiunas fue contratada nuevamente para realizar

una visita a todos los campos del Fideicomiso con el objetivo de verificar el cumplimiento de los objetivos de plantación.

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 auditado de EFAsset Management al 31 diciembre de 2015.
- Balance auditado de Agroempresa Forestal al 31 de diciembre de 2014.
- Informe de Agroempresa Forestal al 31 de diciembre de 2015
- Balance del Fideicomiso al 31 de diciembre de 2015.
- Informes trimestrales 3 y 4 del operador
- Informe de Ing. Agr. Marta Tamossiunas
- Entrevistas con Agroempresa Forestal

3. Noticias Significativas del semestre

Con información actualizada al mes de diciembre de 2015, y según informe de la Ing. Tamosiunas y apreciaciones del operador, Bosques del Uruguay (BDU) ha realizado adecuadamente el manejo productivo de los bosques. Las inversiones realizadas en 2015, fueron de 1.438 mil dólares, un 20% por encima de los presupuestado (1.194 mil dólares aproximadamente), a consecuencia del comportamiento del clima y su impacto en los montes, que –como fue mencionado– obligó a replantar áreas, modificar los esquemas de fertilización, el control de malezas y hormigas. Los gastos fueron prácticamente iguales a los presupuestados, un 0.5% mayores (5 mil dólares aproximadamente).

Dada la existencias de daños en algunos montes, referidos en anterior actualización, según información proporcionada por el Administrador acerca de los avances en su reposición, se ha realizado la preparación de suelo a 276 hectáreas en el correr del año, 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 301 has en el semestre (118 has en el tercer trimestre y 183 en el cuarto), que fue el total realizado en 2015. Se realizaron fertilizaciones, controles de hormigas y malezas. Por otra parte, se realizaron podas y el raleo a desecho a 721 has en el semestre (176 has en el tercer trimestre y 545 en el cuarto).

De esta forma se alcanzó en todo el 2015 a las prácticamente 2.000 has de podas, y 1390 has de raleo a desecho. Se había presupuestado un área de 3.087 has para ser podadas en 2015, pero la menor cantidad, es consecuencia de procesos anteriores que adelantaron estas tareas.

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 Foresetal S.A.
Entidad Registrante:	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Entidad Representante:	Bolsa Electrónica de Valores S.A.
Organizador:	Agroempresa Foresetal S.A.
Títulos a emitirse:	Certificados de Participación
Activos del Fideicomiso:	El Fideicomiso invertirá en la compra de inmuebles rurales para desarrollar una explotación forestal.
Moneda:	Dólares
Importe de la Emisión:	USD 50.000.000
Fecha de Emisión:	5 de agosto de 2011
Plazo de la emisión:	Hasta liquidación de activos y obligaciones del fideicomiso
Distribuciones:	Toda vez que existan Fondos Netos Distribuibles luego de cada Cierre de Ejercicio, o al procederse a la venta de los Activos del Fideicomiso o por la distribución final de los Fondos Netos Remanentes
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.

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: Diego Rodríguez Castagno
Vicepresidente: Nelson Mendiburu
Síndico: Bruno Gilli
Síndico Suplente: Gonzalo Icasuriaga

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.

Con fecha 23 de diciembre de 2015 se produjeron las renunciaciones de Sandra González y Gonzalo Secco como Vicepresidente y Síndico suplente respectivamente los que fueron reemplazados por los arriba mencionados.

Son accionistas de la firma, en partes iguales, la Sra. Sandra González Vila y el Sr. Diego Rodríguez Castagno

Situación económica y financiera

El análisis de los EE.CC al cierre del 31 de diciembre de 2015 y su comparativo con el año anterior, sigue mostrando 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 2015 representa un incremento de 26.8 % respecto al año anterior. También es positivo, y creciente respecto al ejercicio cerrado en 2014 el ratio de liquidez. 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. Su incremento responde al incremento de nuevas administraciones.

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

Concepto	31/12/15	31/12/14	31/12/13
Activo Corriente	8.892	7.242	8.815
Activo no Corriente	51.122	45.193	30.478
Total Activo	60.013	52.435	39.293
Pasivo Corriente	5.161	4.232	5.810
Pasivo no Corriente	32.069	30.520	19.387
Total Pasivo	37.230	34.752	25.196
Patrimonio	22.784	17.684	14.097
Total Pasivo y Patrimonio	60.013	52.435	39.293
Razon Corriente	1,72	1,71	1,52

Fuente: EE.CC EFAM.

Consistentemente con lo anterior, los resultados de la firma siguen una tendencia creciente.

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

Concepto	31/12/15	31/12/14	31/12/13
Ingresos Operativos	22.426	12.900	10.570
Gastos Adm. y Vtas.	(17.546)	(10.194)	(7.086)
Resultado Operativo	4.880	2.707	3.484
Resultados Financieros	2.176	1.848	887
Otros resultados			39
IRAE	(1.956)	(968)	(1.027)
Resultado Integral del Ejercicio	5.100	3.587	3.384
Res Operativos/Ingresos	21,76%	20,98%	32,96%
Res Ejercicio/Ingresos	22,74%	27,81%	32,02%

Fuente: EE.CC de EFAM.

En este caso, el incremento de los ingresos operativos representan un 80% de los alcanzados un año antes mientras que los resultados del periodo crecen en 42%.

La cartera de fideicomisos administrados sigue aumentando; a diciembre de 2015 tenía 30 de distintos tipos en administración por lo que su experiencia en esta función es incuestionable.

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; en la oportunidad entonces se contó con el cierre al 31/12/15 auditado por Deloitte.

En cuadros siguientes se exponen las principales partidas de los EE.CC citados y su comparativo con el ejercicio anterior. El ejercicio 2015 arrojó resultados inferiores al ejercicio anterior debido fundamentalmente a pérdidas por diferencia de cambio y al pago de demandas laborales de ejercicios anteriores. De todas formas, los resultados siguen siendo positivos y la firma sigue distribuyendo dividendos lo que explica la caída del patrimonio.

Cuadro 3: Estado de Situación Patrimonial A.F.

En miles de u\$s	31/12/15	31/12/14	31/12/13
Total Activo	1.593	1.432	1.846
Activo Corriente	743	969	1.419
Activo no Corriente	850	464	427
Total Pasivo	1.240	822	1.001
Pasivo Corriente	911	822	1.001
Pasivo no Corriente	329	-	-
Patrimonio	353	610	845
Total Pasivo y Patrimonio	1.593	1.432	1.846
Razón Corriente	0,82	1,18	1,42

Fuente: EE.CC AF.

Cuadro 4: Estado de Resultados A.F (miles de u\$s)

Concepto	31/12/15	31/12/14	31/12/13
Ingresos Operativos netos	2.707	3.699	3.345
Costo Bs y Servicios	(1.501)	(2.271)	(1.813)
Resultado Bruto	1.206	1.428	1.532
Gastos Adm y Ventas	(1.111)	(1.037)	(609)
Resultado Operativo	95	391	923
Resultados Financieros	(81)	(11)	(24)
Resultados Diversos	-	119	
Resultados antes impuestos	14	499	898
IRAE	2	(112)	(223)
Resultado del Ejercicio	17	387	676
Res Bruto/Ingresos	44,55%	38,61%	45,80%
Res Ejercicio/Ingresos	0,63%	10,46%	20,21%

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 Fideicomiso, 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.

La moneda funcional del fideicomiso es el dólar USA; la conversión a moneda nacional tal como se presentan los EE.CC se realizó según norma general de conversión. La cotización del dólar al 31/12/15 fue de \$ 29,948. Los activos biológicos, tasados por perito independiente a valor razonable al 31/12/15, ascendieron a USD 11.300.000, mayor al valor asignado un año antes que fue de USD 10.927.244. A la fecha de tasación había 5.533 has plantadas y 4.039 has no plantadas. La tasación realizada corrigió a la baja el valor contable de activos biológicos, lo que se representa en el estado de resultados en el punto correspondiente (cuadro 6).

Por su parte, al cierre de 2015, el valor tierra se incrementó, según valoración de perito independiente, en \$ 25.734.536. Este cambio positivo se refleja en otro resultado integral.

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

Cuadro 5: Estado de Situación del fideicomiso			
<i>En millones de \$</i>	<i>31/12/15</i>	<i>31/12/14</i>	<i>31/12/13</i>
Activo Corriente	137	165	225
Activo no Corriente	1.294	1.036	850
Total Activo	1.431	1.201	1.075
Pasivo Corriente	14	9	17
Pasivo no Corriente	24	5	-
Total Pasivo	38	14	17
Patrimonio	1.393	1.187	1.058
Total Pasivo y Patrimonio	1.431	1.201	1.075
Razon Corriente	9,79	18,33	13,24
<i>Fuente: EE.CC F.F. BDU.</i>			

El patrimonio del fideicomiso al 31/12/15 asciende a USD 46.5 millones según se desprende del cuadro precedente convertido a dólares según cotización de la fecha (29,948), Si se lo compara con la emisión de USD 50 millones, supone una pérdida patrimonial de USD 3.5 millones.

Cuadro 6: Estado de resultados del fideicomiso

<i>Expresado en miles de \$</i>	<i>31/12/15</i>	<i>31/12/14</i>	<i>31/12/13</i>
Ingresos Operativos	459	1.033	2.789
Activos biológicos (1)	(30.097)	24.608	1.844
Operaciones Continuas	(29.639)	25.641	4.633
Costo de los bs. vendidos	-	(626)	(4.155)
Resultado Bruto	(29.639)	25.014	478
Gastos Adm. Y Ventas	(32.237)	(29.939)	(31.768)
Resultado Operativo	(61.876)	(4.925)	(31.290)
Resultados Diversos	-	4.828	12.476
Resultados Financieros	(6.059)	(4.895)	2.627
Resultados antes de impuestos	(67.935)	(4.992)	(16.187)
IRAE	(18.600)	(10.621)	(2.855)
Resultado del período	(86.536)	(15.613)	(19.042)
Otros resultados integrales (2)	292.705	143.740	100.442
Resultado Integral total final	206.169	128.127	81.400

(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 31/12/15.

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.

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 ha cumplido con la compra de tierras y la implantación de los arboles.

Las proyecciones financieras actualizadas por el operador y mencionadas en la actualización de abril se volvieron a estimar. La TIR esperada se ha modificado de un 8.93% en que se había situado en la última actualización de la calificación, a un 9.44% en la actualidad. En el prospecto de emisión esa variable se ubicaba en 8,58%.

Como fue mencionado anteriormente, el retorno proyectado es consistente con opciones de inversión a nivel internacional, comparándose favorablemente en la consideración internacional, al reportado por el NCREIF Timberland Index².

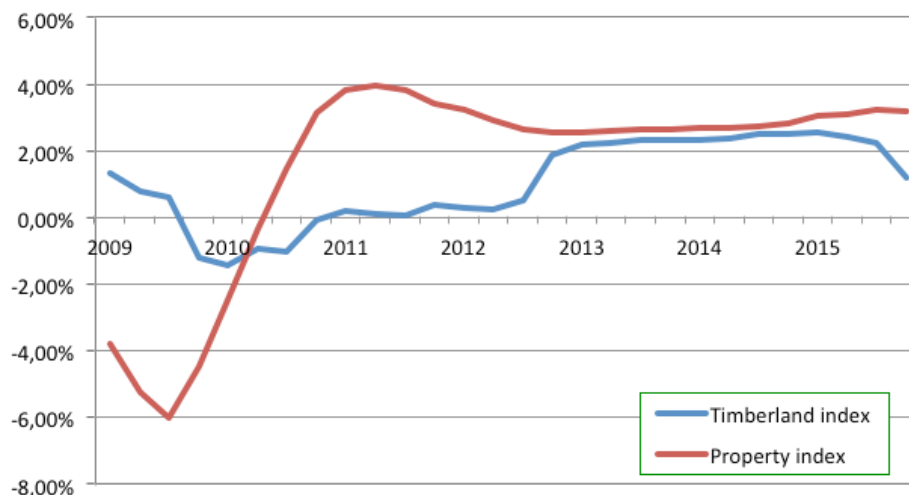
El Consejo Nacional de Fiduciarios de Inversión Inmobiliaria (NCREIF) es una asociación de profesionales de bienes raíces institucionales estadounidenses. Son gestores de inversión, patrocinadores de planes, académicos, consultores, contadores, tasadores y otros proveedores de servicios que tienen una participación significativa en las inversiones inmobiliarias institucionales³.

Publican sistemáticamente indicadores de retornos esperados en los distintos tipos de inversiones; entre las ramas que evalúan, además de la de las propiedades inmobiliarias (Property Index), elaboran una estadística de las inversiones en madera (Timberland Index). De la comparación de ambos índices se verifica en los últimos años, una mayor estabilidad de las últimas –especialmente en lo que fue la crisis de Lheman Brothers y su “rebote”-, aunque en el último trimestre de 2015, se ha producido una reducción significativa (véase gráfica 4)

1. 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.

2. www.ncreif.org.

Gráfica 1. Property Index t Timberland Index (medias móviles de 4 trimestres)



Fuente: Elaborado en base a información de NCREIF.

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.

El retorno de la inversión depende en más de un 70% de la venta de madera por lo que, es de gran importancia el manejo y seguimiento del bosque.

En 2015 se re plantaron 301 has, –de las que 187 fueron hechas en el cuarto trimestre–, para reponer las pérdidas que las heladas de 2014 y el stress hídrico de comienzos de 2015, ocasionaron en algunas áreas de montes más jóvenes.

En lo que refiere al manejo silvícola, se realizaron podas en 1.997 has (todas en el cuarto trimestre) de las 3.087 has previstas, dado que el resto fue adelantado en los ejercicios anteriores, como se destaca en informes previos. Respecto a la implantación, se realizó la preparación de suelo a 276 hectáreas, correspondiente a aquellas áreas que no fueron plantadas en otoño por estrés hídrico y parte a las afectadas por la helada. Asimismo, se realizaron los controles de hormigas y malezas, en mayor medida de lo previsto, dado que se vieron favorecidas por las condiciones climáticas.

Cuadro 7. Inversiones en poda y raleo en 2015 (has)

Operación	Actual	Presupuestado	Diferencia
1° poda	1451	1321	130
2° poda	183	1185	-1002
3° poda	85	300	-215
4° poda	278	278	0
Raleo a deshecho	1390	1217	173
Total	3387	4301	-914

Fuente: El operador.

La gestión reportada por el operador, arroja un monto de inversión en establecimiento de plantas y de poda y raleo de USD 1.437.881, que supera a lo presupuestado en un 17%. En el segundo semestre esa diferencia es de 7%. Las diferencias fundamentalmente se explican por la mencionada necesidad de replantar algunas áreas afectadas por heladas y sequías.

Cuadro 8. Inversiones en 2015, por tipo de actividad (USD)

Operación	Actual	Presupuesto	Diferencia
3er. Trimestre 2015			
Establecimiento	100.304	50.971	49.333
Poda & Raleo	110.162	182.019	-71.857
Otros	2.122	0	2.122
Sub total	212.588	232.990	-20.402
4to. Trimestre 2015			
Establecimiento	184.971	6.080	178.891
Poda & Raleo	127.827	246.983	-119.156
Otros			0
Sub total	312.798	253.063	59.735
2do. Semestre 2015			
Establecimiento	285.275	57.051	228.224
Poda & Raleo	237.989	429.002	-191.013
Otros	2.122	0	2.122
Sub total	525.386	486.053	39.333
Total 2015			
Establecimiento	762.169	515.625	246.544
Poda & Raleo	673.590	678.777	-5.187
Otros	2.122	0	2.122
Total	1.437.881	1.194.402	243.479

Fuente: elaborado en base a información del operador.

En materia de gastos, la gestión en 2015 se ajustó mucho más a lo proyectado, ya que el total del año implicó un diferencia de apenas el 0.5% menos de lo presupuestado. Estas diferencias se generaron en el segundo semestre, cuando alcanzaron los USD 141.151, y a la vez, los desvíos corresponden fundamentalmente al 4to. trimestre cuando llevó a USD 103.662.

Cuadro 9. Gastos en 2015, por tipo de actividad (USD)

<i>Operación</i>	<i>Actual</i>	<i>Presupuesto</i>	<i>Diferencia</i>
<i>3er. Trimestre 2015</i>			
Sub total	182.511	221.000	-38.489
<i>4to. Trimestre 2015</i>			
Protección	37.542	35.449	2.093
Mediciones	1.697	1.796	-99
Mantenimiento	3.151	03.151	
Gerenciamiento	136.269	216.000	-79.731
Otros gastos	37.424	66.500	-29.076
Sub total	216.083	319.745	-103.662
<i>2do. Semestre 2015</i>			
Sub total	398.594	540.745	-142.151
<i>Total 2015</i>			
Protección	59.690	35.843	23.847
Mediciones	24.186	1.796	22.390
Mantenimiento	35.332	50.100	-14.768
Gerenciamiento	728.756	648.000	80.756
Otros gastos	54.440	161.400	-106.960
Total	902.404	897.139	5.265

Fuente: elaborado en base a información del operador.

De acuerdo con la Ing. Tamosiunas, se considera que lo informado por la empresa Bosques del Uruguay se corresponde con lo verificado a campo, el avance de obras se está cumpliendo en tiempo y la empresa ha demostrado la capacidad de planificar y controlar la ejecución ajustándose a buenas prácticas de plantación.

El año 2015 determinó un cierto stress para las especies plantadas, que aun cuando fueron ubicadas en las cotas de tolerancia estudiadas fueron afectadas por condiciones de sequía y frío alternado con períodos benignos que determinaron mortalidad no planificada.

Esta mortalidad de plantas lleva en algunos predios a retrasos de la producción que no afectan más del 10% del área plantada pero que en todo caso significan aumento de los costos silvícolas previstos inicialmente en labores de reforma.

Se considera que las plantaciones están en condiciones de desarrollarse con buenas probabilidades de éxito y lo ha demostrado por el excelente desarrollo de algunos de los rodales que superan la media de la zona en cuanto a altura y diámetro.

La empresa ha demostrado capacidad de avance en los procesos propuestos, las actividades se ejecutan con una alta calidad y con un cronograma ajustado a lo informado. A la fecha todas las actividades planificadas se encuentran en ejecución y los campos han completado su cronograma de plantación inicial.

El patrimonio forestal, incluido la tierra, está valuado en 44.2 millones de dólares aproximadamente a diciembre de 2015 (véase cuadro 10). 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 continúa siendo mayor que el valor total de la emisión del 2011.

Cuadro 10. Valor de Bosques del Uruguay I
(tasa de descuento 9.0%)

<i>Componente</i>	<i>Valor 2015</i> <i>(millones de USD)</i>
Montes	11.3
Pastoreo	0.9
Tierra	31.9
Total	44.2

Fuente: Appraisal of Bosques del Uruguay Fund I; diciembre de 2015; Reporte Final; Indufor.

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

Riesgo 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.

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 sectoriales⁴. Se refiere al desempeño biológico y a la evolución esperada de los precios de la tierra y la madera.

Riesgo Económico y de Mercado

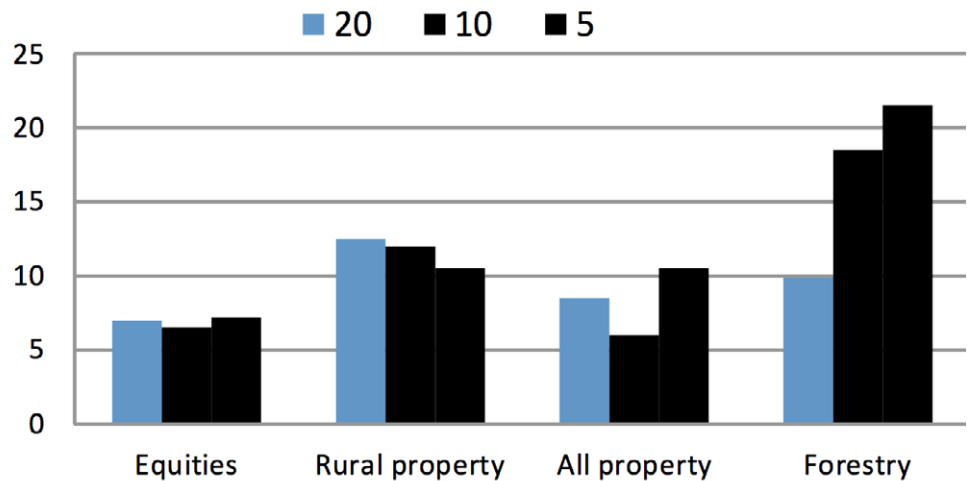
Las inversiones forestales han demostrado ser un instrumento eficiente para los portafolios de inversión de largo plazo de inversores institucionales así como para Fondos de Inversión. Una comparación de retornos de 5, 10 y 20 años de plazo entre diferentes opciones de inversión y similar riesgo para 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.

4. Puede consultarse en care@care.com.uy

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

Gráfico 2. Retornos de diferentes opciones de inversión.
Valores en %



Fuente: CARE, en base a MSCE JP Morgan.

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).

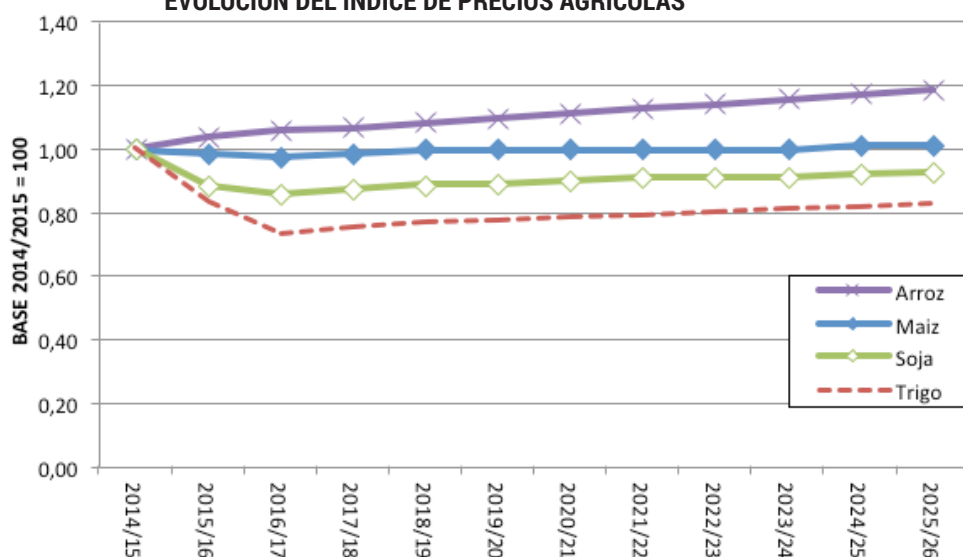
Sobre el precio de la madera y de la tierra

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 80% 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. De las fuentes sistemáticamente consultadas por CARE, la única que publica nuevos datos en materia de proyecciones del precio de la madera, es el Banco Mundial en enero de 2016. Estas proyecciones ratifican lo afirmado en el anterior informe de actualización de la calificación, en la medida que prevé una tendencia levemente ascendente de los precios en términos nominales, tanto de la madera en rolos como la aserrada, que significan una estabilidad en términos reales.

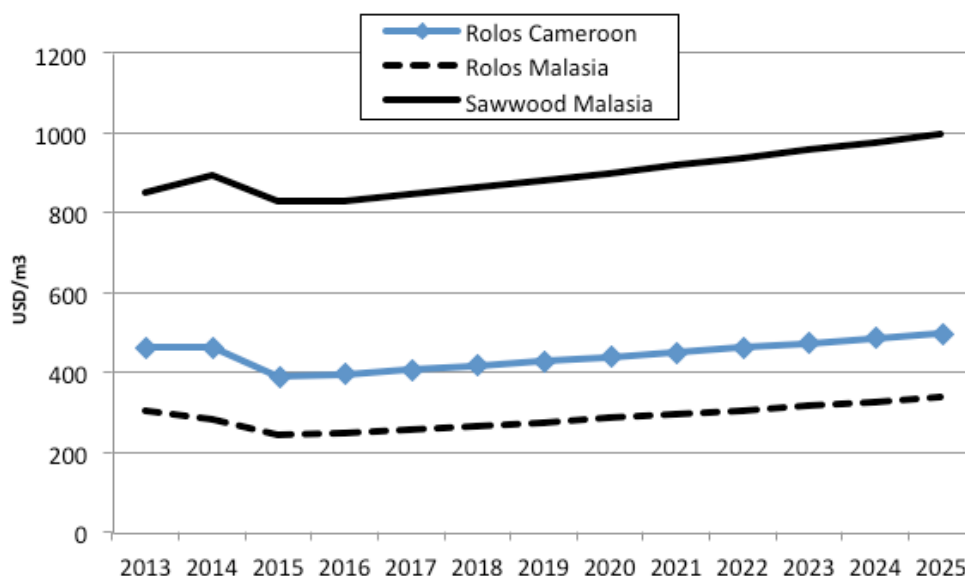
Por este motivo, tienen más relevancia en las proyecciones las grandes tendencias que presentan la oferta y demanda mundial de madera que los precios de corto y mediano plazo que son proyectados por los organismos especializados en la materia.

Gráfica 3. Proyecciones del precio de los cereales según FAO/OCDE
EVOLUCIÓN DEL ÍNDICE DE PRECIOS AGRÍCOLAS



Fuente: USDA, Agricultural Projections to 2025/26, febrero de 2016.

Gráfica 4. Evolución del índice del precio de la madera dura y proyecciones para 2025

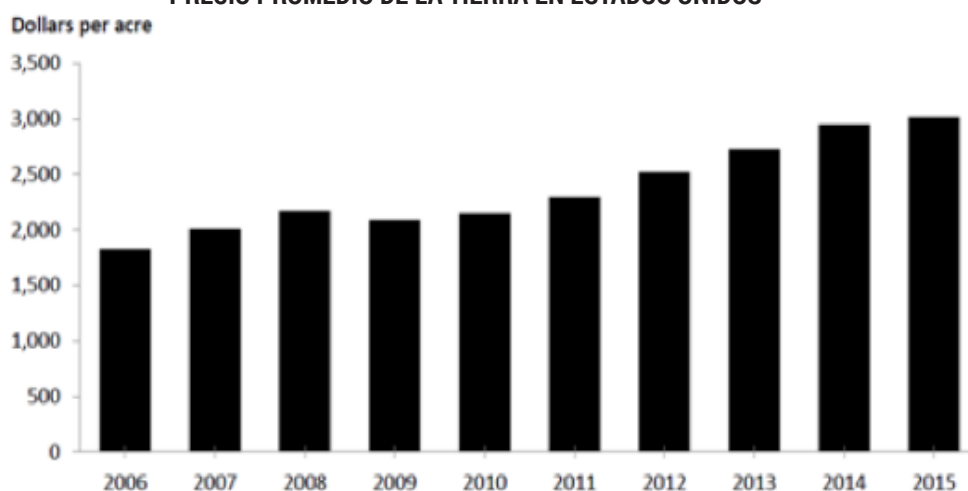


Fuente: Banco Mundial.

El precio de la tierra en Uruguay ha registrado un cambio de tendencia luego de varios años de crecimiento, como fue anticipado por la calificadora, en el último informe de calificación. La DIEA del MGAP, reporta para 2015 un descenso de 8.9% respecto al año anterior,

En lo que respecta al driver internacional, en particular el precio de la tierra en Estados Unidos continúa la fase ascendente. El precio en Estados Unidos cayó únicamente en los primeros años de la década del ochenta ante el cambio de la política monetaria denominado "Plan Volcker (véase informe de actualización anterior) y en menor medida, después de la crisis financiera de Lehman Brothers, y en forma muy moderada (véase cuadro 4). Cualquiera de los dos shocks negativos en el nivel de precios, fueron revertidos en pocos años. El reporte del USDA de agosto de 2015, reporta un aumento del 2.5% en el precio de la tierra respecto a 2014.

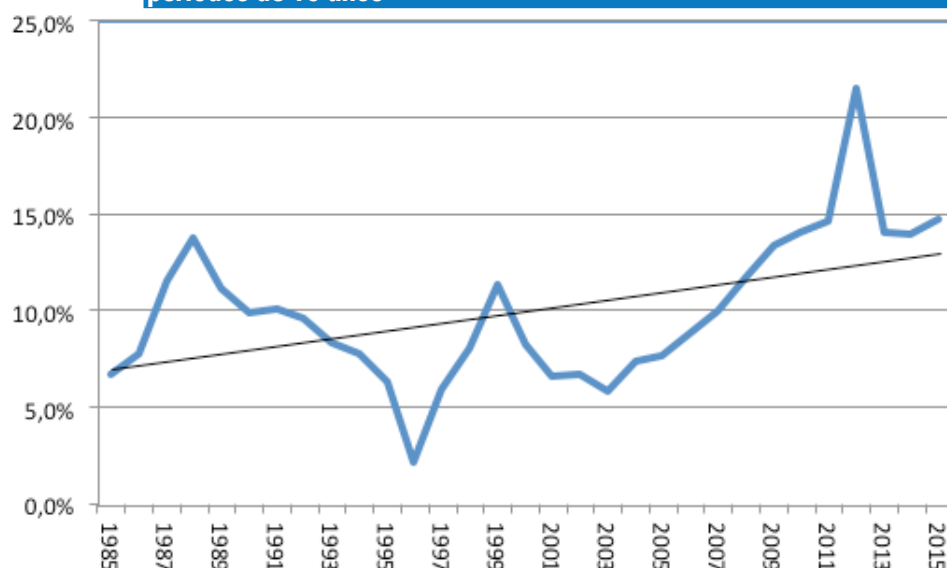
Gráfica 5. Evolución del precio de la tierra en Estados Unidos.
PRECIO PROMEDIO DE LA TIERRA EN ESTADOS UNIDOS



Fuente: USDA - NASS. Agosto 2015.

De todas formas la experiencia histórica en Uruguay, demuestra que esos movimientos de los precios no han impedido que la tasa promedio anual de crecimiento de los precios en períodos de quince años muestre valores positivos y altos. En efecto, CARE ha estimado la tasa de valorización del precio de la tierra en intervalos de 15 años, a partir de 1969. Esa información concluye que la tasa promedio es del 10% anual, que la tendencia es alcista y que los menores valores se obtuvieron en los años 1995 a 1997, siendo el valor mínimo de 2.2% (véase gráfica).

Gráfica 6 .Tasa de valorizació anual del precio de la tierra en períodos de 15 años



Fuente: elaborado por CARE en base a datos de DIEA-MGAP.

Si se analiza el comportamiento de esta variable modificando la duración de los períodos considerados se encuentra que a medida que se acortan los períodos, aumenta la variabilidad de los resultados. Por cierto, la mayor tasa se obtiene con períodos de 15 años y el coeficiente de variación es sensiblemente menor que los obtenidos con períodos de 12 y 9 años (37%, 85% y 98% respectivamente).

Años considerados			
	9	12	15
Tasa promedio	9,0%	7,9%	10,0%
Desv. St	8,9%	6,7%	3,7%
Coef. Var.	98%	85%	37%

Por tal motivo se entiende que a pesar del comportamiento reciente de los precios, fundado en la evolución esperada del entorno mundial en el mediano y largo plazo, y en los antecedentes en el comportamiento histórico del precio de la tierra, el riesgo derivado del comportamiento del precio de la tierra, es bajo.

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.

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 CARE⁵.

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez

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