

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, noviembre de 2014

	Pág.
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	16
SECCIÓN V EL ENTORNO	18
SECCIÓN VI CALIFICACIÓN DE RIESGO	21

SUMARIO

RESUMEN GENERAL

ACTUALIZACIÓN 24.11.2014

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: Semestral

Calificadora de Riesgo: CARE Calificadora de Riesgo
Comité de Calificación: Ing. Julio Preve, Ec. Mayid Sáder Neffa y Cr. Martín Durán Martínez

Calificación local: BBB +(uy)

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 mejorar la nota a BBB + (uy).

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.

• Se ha completado la totalidad del proceso de compra de los campos y de las campañas de plantación. Este hecho está en la base del incremento de la mejora de la nota.

- 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.

- Un nuevo informe técnico satisfactorio contratado por CARE con visita de campos seleccionados.
- En base a una actualización de los informes sectoriales sobre el mercado de madera y el mercado de tierras, las perspectivas de demanda y precios del mercado internacional de la tierra y de la madera son consistentes con las que fueron elaboradas las proyecciones de los flujos de fondos del prospecto de emisión.
- En lo que respecta a las políticas públicas domésticas, no se detectan 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 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 T.I.R.s derivado de múltiples simulaciones como razonable para el proyecto en esta primera calificación, las futuras no se vincularán estrictamente con la obtención de estas cifras. En efecto, no se trata en este caso de una emisión con compromiso de rentabilidad fijo. Por tanto la nota no dependerá estrictamente del alcance de las Tasas Internas de Retorno calculadas en el proyecto ni de los costos de oportunidad del capital de los inversores porque es diferente en cada caso. En definitiva, la nota seguirá entre otros criterios el cumplimiento del proyecto y el alcance de una rentabilidad mínima que se juzgue aceptable en ocasión de cada recalificación.

CARE Calificadora de Riesgo es una calificadora con registros y manuales aprobados por el Banco Central del Uruguay a partir de abril de 1998. Califica conforme a su metodología oportunamente aprobada por dicha autoridad, seleccionando los profesionales necesarios para integrar en cada caso el comité de calificación, el que juzga en función de sus manuales. Estos, su código de ética, registros y antecedentes se encuentran disponibles en el sitio web: www.care.com.uy así como en el del regulador: www.bcu.gub.uy. El comité de calificación estuvo integrado en este caso por el Cr. Martín Duran, el Ec. Mayid Sáder Neffa y por el Ing. Julio Preve. I). Del mismo modo CARE contrató los servicios del estudio jurídico Herrera profesionales asociados cuyo informes se adjuntó a la calificación original. Asimismo contrató 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.

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. En los primeros años del

proyecto se considerarán hechos relevantes la evolución semestral de la compra de tierras así como la concreción de las plantaciones previstas en el Prospecto. El fiduciario se compromete a proveer esta información. Todo lo demás constante, el cumplimiento de metas de compra de tierra, aprovechamiento del suelo y crecimiento esperado de los árboles, debería ir incrementando la nota.

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 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:

- Estados Contables intermedios con revisión limitada independiente de EF Asset Management al 30/6/2014
- Balance auditado de Agroempresa Forestal al 31 de diciembre de 2013.
- Informes trimestrales de Agroempresa Forestal hasta el tercer trimestre de 2014.
- Estado de Resultados de la empresa administradora proyectados al 31/12/14 sin auditar
- Estados Contables del Fideicomiso con revisión limitada independiente al 30/6/2014.
- Informe de cumplimiento in situ contratado por CARE.

3 . Noticias Significativas del semestre

Con información actualizada al mes de noviembre de 2014, BDU adquirió predios por 9545 hectáreas en propiedad del Fideicomiso (ver Cuadro 1). A su vez, ha plantado o adquirido 5947 hectáreas de bosques forestados (Ver Cuadro 1).

Estos dos hechos representan el cumplimiento de los requisitos mínimos de desempeño. Según consta en el acta de la asamblea de titulares del 5 de julio de 2014, el Fideicomiso actualizó el modelo de negocios. La proyecciones que derivan de dicha modificación estiman un porcentaje de aprovechamiento del 60%. Tanto la compra de los campos como el nivel de plantación confirman cumplimiento antes mencionado.

C. 1. Bosques que constituyen el patrimonio forestal de BDU al 15 de noviembre de 2014.

Establecimiento	Especies	Año plantación	Area (ha) 2014
Arévalo	Eucalyptus dunnii	2012	100,26
Arévalo	Eucalyptus grandis	2012	230,1
Cañada Brava	Eucalyptus dunnii	2012	14,53
Cañada Brava	Eucalyptus grandis	2012	76,99
Cañada Brava	Eucalyptus dunnii	2013	55,3
Cañada Brava	Eucalyptus grandis	2013	76,61
Caputti	Eucalyptus grandis	2007	278,31
Don Chico	Eucalyptus saligna	2010	720
Don Chico	Eucalyptus dunnii	2013	51,68
Don Chico	Eucalyptus dunnii	2010	86
Don Ramón	Eucalyptus dunnii	2012	123,71
Don Ramón	Eucalyptus grandis	2012	271,59
Don Ramón	Eucalyptus dunnii	2013	4,86
El Cerco	Eucalyptus dunnii	2012	27,13
El Cerco	Eucalyptus grandis	2012	99,6
María Albina	Eucalyptus dunnii	2012	136,93
María Albina	Eucalyptus grandis	2012	216,85
María Albina	Eucalyptus dunnii	2013	30,17
María Albina	Eucalyptus grandis	2013	25,33
Reboledo	Eucalyptus globulus	2008	138,82
Reboledo	Eucalyptus grandis	2013	393,99
Reboledo	Eucalyptus dunnii	2013	4,47
Sequeira	Eucalyptus dunnii	2012	54,36
Sequeira	Eucalyptus grandis	2012	116,87
Puntas del Cordobés	Eucalyptus dunnii	2013	137,8
Puntas del Cordobés	Eucalyptus grandis	2013	321,4
La Yeguada	Eucalyptus grandis	2013	85,1
Las Rengas	Eucalyptus dunnii	2013	115,5
Las Rengas	Eucalyptus grandis	2013	155,9
Las Rengas II	Eucalyptus grandis	2013	91,79
Las Rengas II	Eucalyptus dunnii	2013	38
Don Ramón II	Eucalyptus grandis	2013	31,5
Don Ramón II	Eucalyptus dunnii	2013	10,6
Mi Generala	Eucalyptus grandis	2014	509,6
Mi Generala	Eucalyptus dunnii	2014	218,4
Mi Generala	Eucalyptus grandis	2014	490
Mi Generala	Eucalyptus dunnii	2014	210
Arevalo III	Eucalyptus grandis	2014	119
Arevalo III	Eucalyptus dunnii	2014	51
Don Ramón III	Eucalyptus grandis	2014	18,9
Don Ramón III	Eucalyptus dunnii	2014	8,1
Total			5947

Según informa el administrador en su informe de setiembre de 2014, hubo un atraso en la realización de labores debido al alto registro de precipitaciones (un 35% mayor que los registros históricos). También informa que el precio de la madera se ha mantenido estable en este período.

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)

1. 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 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, EL FIDUCIARIO Y EL OPERADOR

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)(El Fiduciario)*

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 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. Los EE.CC al 30/6/2014 con informe de revisión limitada efectuado por Deloitte ratifican el juicio anterior. El patrimonio contable vuelve a crecer, en este caso, 12.5% en el período de seis meses desde el último cierre de ejercicio mostrando a su vez una muy alta liquidez.

C. 2: Datos del Estado de Situación de EFAM			
Miles \$	30/6/14	31/12/13	31/12/12
Activo Corriente	2.277	8.815	6.842
Activo no Corriente	31.554	30.478	32.612
Total Activo	33.831	39.293	39.454
Pasivo Corriente	439	5.810	1.365
Pasivo no Corriente	17.534	19.387	27.377
Total Pasivo	17.973	25.196	28.742
Patrimonio	15.858	14.097	10.713
Razon Corriente	5,19	1,52	5,01
Fuente: EE.CC EFAM			

Por su parte, según se desprende del cuadro siguiente, los ingresos operativos al cierre del primer semestre de 2014 son levemente inferiores a dichos ingresos para el mismo periodo del año anterior. En cambio los resultados operativos son sustancialmente menores a los de un año atrás. Esto se ve parcialmente compensado por resultados financieros muy superiores en el comparativo del mismo período lo que arroja un indicador similar al comparar los resultados finales con los ingresos totales.

C. 3, Estado de Resultados de EFAM		
Miles \$	30/6/14	30/6/13
Ingresos Operativos	5.536	5.815
Fastos Adm. y Vtas.	(4.382)	(3.467)
Resultado Operativo	1.154	2.348
Resultados Financieros	1.068	352
IRAE	(460)	(747)
Resultado del Periodo	1.762	1.953
Res Operativos/Ingresos	20,85%	40,38%
Res Periodo/Ingresos	31,83%	33,59%
Fuente: EE.CC de EFAM al 30/6/14		

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 junio de 2014, la firma administra a esa fecha 19 fideicomisos de diversos tipos.

2. Agroempresa Forestal S.A. (AF) (El Administrador u Operador)

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 I (BDUI); 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 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 ya en buena medida invertidos.

En definitiva, esta operación se explica por el éxito obtenido en la primera. 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. A la fecha, AF como operador del mismo ha completado la etapa de adquisición de tierras (aproximadamente 9545 hectáreas), y lleva forestadas 5950 hectáreas; esto representa más del 62% de la superficie total lo que equivale a prácticamente la totalidad de la superficie forestable de acuerdo al plan de negocios presentado. Al 30/6/2014 la valuación de los terrenos en propiedad del Fideicomiso alcanzaba una cifra del orden de U\$S 30 millones mientras que los activos biológicos (plantaciones) según última actualización contable (31/12/13) superaba los U\$S 7 millones mientras que a la misma fecha mantenía como activos financieros (Bonos y Letras del Tesoro) por valores superiores a los U\$S 9 millones con los cuales hacer frente al plan de forestación.

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

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.

En esta oportunidad, además, el Administrador asume diversas obligaciones y responsabilidades que refuerzan el compromiso y la confianza en el proyecto. Entre ellas se destacan: a) se obliga, por contrato, a presentar una oferta de suscripción de Certificados de Participación por un monto mínimo de U\$S 700.000, por lo cual será además Beneficiario por los valores que adquiera. Si bien no es una cifra relevante en el marco del proyecto (1% de la emisión) demuestra confianza en el mismo; b) asume

responsabilidad por los reclamos que se generen relacionados con empresas tercerizadas, cuando éstas se hayan iniciado por incumplimiento del Administrador de alguna de las obligaciones de control de contratistas establecidas en el Plan de Negocios y c) se somete a evaluación anual de estándares mínimos de desempeño sobre la ejecución temporal de los contratos para la tenencia de la tierra, para la plantación, el prendimiento y el denominado IMA (incremento medio anual). El incumplimiento de cualquiera de estos estándares, será causa suficiente para que los Titulares por Mayoría Especial de Titulares resuelvan el cese del Administrador en sus funciones.

De acuerdo a los EE.CC al cierre del ejercicio 2013 y que cuentan con informe de auditoría independiente (Deloitte), la firma cuenta con un patrimonio contable de miles de U\$S 845 y tuvo ingresos operativos netos en el ejercicio por miles de U\$S 3.345 y un resultado del ejercicio de miles de U\$S 676. La razón corriente es de 1.42 por lo que dispone de una buena posición de liquidez.

En cuadros siguientes se exponen las principales partidas de los EE.CC citados y su comparativo con el ejercicio anterior. Se puede apreciar que, en todos los aspectos relevantes, el ejercicio 2013 mejora al ejercicio cerrado en diciembre de 2012.

.C.4 Estado de Situación Patrimonial A.F		
Miles U\$S	31/12/13	31/12/12
Total Activo	1.846	1.584
Activo Corriente	1.419	1.100
Activo no Corriente	427	484
Total Pasivo	1.001	1.414
Pasivo Corriente	1.001	1.104
Pasivo no Corriente	-	310
Patrimonio	845	170
Total Pasivo y Patrim.	1.846	1.584
Ac. Cte/Pas. Cte	1,42	1,00

Fuente: EE.CC AF

C.5 Estado de Resultados A.F		
Miles U\$S	31/12/13	31/12/12
Ingresos Operativos netos	3.345	2.759
Costo Bs y Servicios	(1.813)	(1.981)
Resultado Bruto	1.532	778
Gastos Adm y Ventas	(609)	(861)
Resultado Operativo	923	(83)
Resultados Financieros	(24)	(60)
Result. antes impuestos	898	(143)
IRAE	(223)	48
Resultado del Ejercicio	676	(95)

Fuente: EE.CC AF

El Fideicomiso

Más allá de los resultados económicos de la empresa administradora, interesa analizar la marcha del fideicomiso. En otra sección de este informe se ha comentado en profundidad acerca de los avances en el plan de negocios, eso se ve reflejado en los EE.CC que se exponen a continuación:

C. 6 Datos del Estado de Situación del fideicomiso			
En miles de \$	30/6/14	31/12/13	31/12/12
Activo Corriente	230.147	224.564	372.920
Activo no Corriente	902.782	850.476	614.791
Total Activo	1.132.929	1.075.040	987.711
Pasivo Corriente	14.336	16.600	10.670
Pasivo no Corriente	-	-	-
Total Pasivo	14.336	16.600	10.670
Patrimonio	1.118.593	1.058.440	977.041
Razon Corriente	16,05	13,53	34,95

Fuente: EE.CC F.F. BDU

C, 7 Estado de resultados del fideicomiso		
Expresado en \$	30/6/14	30/6/13
Ingresos Operativos	1.008	387
Costo de los bs. Vendidos	(341)	(1.423)
Resultado Bruto	667	(1.036)
Gastos Adm. Y Ventas	(12.197)	(19.600)
Resultado Operativo	(11.530)	(20.636)
Resultados Diversos	-	-
Resultados Financieros	(3.290)	750
IRAE	1.003	(2.467)
Resultado Integral	73.969	58.380
Resultado Integral	60.153	36.027

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

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.

El historial de la firma, la idoneidad de su personal superior, su desempeño en la gestión de un proyecto similar a este y la solvencia que reflejan los EE.CC permiten

afirmar 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

En esta sección se evaluará el manejo económico – productivo y el manejo financiero de los fondos líquidos.

El retorno proyectado de la inversión no ha evidenciado modificaciones significativas respecto de la actualización de abril del presente año. La TIR esperada se sitúa en 8,93%.

Manejo Económico- Productivo

Más allá de las compras y plantaciones ya reportadas, en este período se ha comenzado el proceso de poda de alguna de las plantaciones realizadas en 2012, se han vendido los raleos de uno de los campos. Asimismo, la sanidad de los bosques se encuentra en buen estado. Otro dato relevante es que se culminó el documento que permite iniciar el proceso de validación para lograr emitir los certificados de carbono.

Tal cual se desprende de lo anterior, en esta ocasión no ha habido modificaciones sustantivas que ameriten nuevos cálculos de los flujos de fondos proyectados. Tanto los precios como el manejo productivo se encuentra bajo los parámetros esperados en el prospecto de emisión.

Manejo Financiero de los fondos

Según se desprende del informe de compilación al 30 de setiembre, las posiciones financieras de los fondos temporalmente ociosos se encuentran en instrumentos relativamente líquidos consistentes con el flujo de caja proyectado en dólares, letras del tesoro, notas y bonos en UI.

Vale la pena recordar que el Fideicomiso ha cumplido con la mayor parte de la inversión por lo que la exposición en dólares es baja. En lo que respecta a la posición en pesos, la liquidez se distribuye en instrumentos en pesos y en UI para obtener una satisfactoria rentabilidad y mitigar el riesgo del incremento de precios domésticos.

Cuadro 8. Distribución de la liquidez por monedas 30 de setiembre de 2014.

Instrumento	Mills U\$S	% Invertido por Moneda
Pesos y UI	2,3	72%
US\$	0,9	28%
TOTAL	3,2	100%
Fuente. CARE en base a Informes Adm.		

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. Se considera que existe un riesgo bajo y posible de ser controlado a tiempo. Se destaca que el riesgo se ha reducido por haber cumplido con los requisitos mínimos de desempeño.

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 de emisión. No obstante, CARE realizó un informe sectorial sobre el mercado forestal y una revisión bibliográfica sobre las proyecciones internacionales del precio de la madera (Ver Informe Sectorial de la madera en www.care.com.uy). En el mismo se constata que los supuestos son coincidentes con la literatura y los informes de organismos especializados en la materia.

En lo que respecta a Uruguay, el sector forestal se ha multiplicado por 30 en los últimos 30 años. Pasó a ser un referente del comercio internacional del país así como de la inversión extranjera directa.

La demanda y los precios de los productos forestales se presenta firme y se proyecta creciente, según la revisión bibliográfica citada.

Del Informe sectorial se destaca lo siguiente:

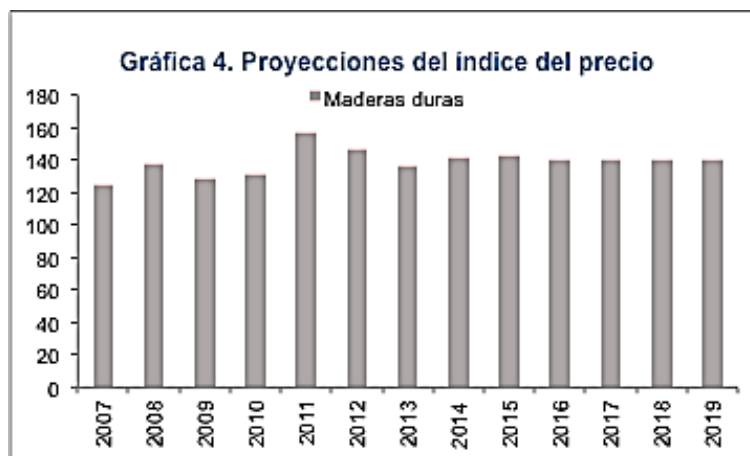
“El sector forestal ha exhibido un importante dinamismo tanto en los países desarrollados como los emergentes. Presenta importantes desafíos para los próximos años donde el aprovisionamiento de la materia prima será estratégico para las empresas del sector. Las políticas medioambientales que protegen los bosques nativos, las regulaciones en lo referente al trabajo sectorial, las nuevas demandas derivadas como lo son el uso para biocombustibles son algunos de los factores que incidirán en el futuro del sector a nivel global.”

En lo que respecta al precio de la tierra, CARE ha actualizado un informe sectorial (ver care.com.uy) el que describe las principales tendencias de esta variable. El precio ha continuado con su fase de apreciación en dólares aunque a un menor ritmo de crecimiento (1,5% y 8,5% de apreciación para los años 2013 y 2012 respectivamente).

Las perspectivas de demanda internacional por tierra (ver Gráfica 1, 2 y 3) y madera (gráfica 4) son alentadoras y ubican los precios en niveles crecientes para el corto y mediano plazo.



Fuente: CARE en base a información del USDA, FED e IPEADATA.



Fuente: elaborado por CARE en base a información del IMF

El informe sobre el precio de la tierra donde se destaca lo siguiente:

“La oferta de tierras es finita y está amenazada por diversos factores (erosión, urbanización, etc.) mientras que la demanda se presenta como cada vez más creciente. Este contexto hace que la tierra se tienda a valorizar cada vez más y se presente como un adecuado refugio de capitales en busca de activos seguros”

“La coyuntura macro monetaria mundial ha exhibido un importante cambio en la última década configurando un escenario más que propicio para la inversión en tierra. La quiebra de Lehman Brothers y la crisis financiera internacional del 2008 conjuntamente con las políticas de flexibilidad cuantitativa de los principales Bancos Centrales del mundo han generado una externalidad positiva para la inversión en tierras. Si bien esta coyuntura está en proceso de cambio, es probable que el shock negativo que recibirá el precio de la tierra sea de corto plazo y que los factores estructurales (aumento de demanda, innovación, urbanización, etc.) lo amortigüen.”

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 CARE¹.

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve Folle



Cr. Martin Durán Martínez



Ec. Mayid Sader Neffa



¹BBB. 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.