

CARE

CALIFICADORA DE
— RIESGO —

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

CARE Calificadora de Riesgo

Montevideo, noviembre de 2013

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	11
SECCIÓN V EL ENTORNO	15
SECCIÓN VI CALIFICACIÓN DE RIESGO	16
ANEXO I RECORRIDA DE CAMPO	17

SUMARIO

ACTUALIZACIÓN	8.11.2013
Oferta pública de: Certificados de Participación escriturales por U\$S 50.000.000	
Denominación: Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay	
Distribuciones: a vez que existan Fondos Netos Distribuibles luego de cada Cierre de Ejercicio, o al procederse a la venta de los Activos del Fideicomiso o por la distribución final de Fondos Netos Remanentes.	
Estructurador: Ferrere Abogados	
Operador: Agroempresa Forestal SA Entidad Representante: Bolsa Electrónica de Valores S.A.	
Entidad Registrante: 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 Comité de Calificación: Ing. Julio Preve, Ec. Mayid Sáder Neffa y Cr. Martín Durán Martínez	
Calificación local: BBB (uy)	

RESUMEN GENERAL

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

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

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

- La inexistencia de riesgo jurídico de estructura.
- Un negocio con una adecuada consistencia entre los supuestos del prospecto y las acciones de compra de tierra y áreas en proceso de plantación.
- Un diseño de gobierno corporativo que minimiza el riesgo a los inversionistas y que hasta la confección del presente informe ha funcionado en forma adecuada (informes del operador, asambleas de titulares de CPs e informes del comité de vigilancia).
- Una liquidez adecuada en función de la naturaleza del papel y de la realidad del mercado doméstico.
- La capacidad de gestión de la empresa administradora del proyecto – Agroempresa Forestal – se mantiene bajo los estándares de eficiencia evaluados en la actualización anterior. El balance del fideicomiso corrobora lo anterior.
- Se ha completado un 93,2% del proceso de compra de los campos¹ y un 60% de las campañas de plantación.
- Un nuevo informe técnico satisfactorio contratado por CARE con visita de campos seleccionados.

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

¹ La diferencia existente con el dato publicado en el informe anterior se explica por la no concreción de la compraventa de un campo por problemas en los títulos de propiedad del mismo.

política monetaria en Estados Unidos. En este último semestre la FED manejó la posibilidad de anticipar la reducción del paquete de estímulos (monetarios), situación que volvió más volátil los precios de los activos, fortaleció al dólar y aumentó la tasa de interés. Si bien estos anuncios fueron atenuados en el mes de setiembre, en cuanto ocurran tendrán efecto en el precio de los commodities y en el de la tierra. La designación de Janet Yellen en sustitución de Ben Bernanke significa una continuación del modelo que ha venido utilizando la FED en el pasado reciente. Yellen pertenece al núcleo duro de la estrategia de expansión monetaria de la FED que ha incrementado la liquidez mediante el uso de tres paquetes de relajación cuantitativa ("quantitative easing"), que ha llevado la tasa de interés a cero o cercana a cero.

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

SECCIÓN I. ANTECEDENTES

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo fue contratada para actualizar la calificación de los Certificados de Participación del Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay (en adelante "Bosques del Uruguay") por un valor nominal de U\$S 50.000.000 (dólares americanos cincuenta millones), cuyas características se detallan en los sitios web correspondientes al Banco Central del Uruguay www.bcu.gub.uy, de la Bolsa Electrónica de Valores www.bevsa.com.uy y de CARE www.care.com.uy

La calificación realizada no representa una recomendación o una garantía de CARE para los adquirentes de los Certificados de Participación (en adelante CPs), y por tanto la calificación debe considerarse a los efectos de la inversión como un punto de vista a considerar entre otros. CARE no audita ni verifica la exactitud de la información presentada, la que sin embargo procede de fuentes confiables a su juicio.

El comité de calificación estuvo integrado en esta oportunidad por el Ec. Mayid Sáder Neffa, por el Cr. Martín Durán Martínez y por el Ing. Julio Preve.

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

El objeto de la actualización de calificación, supone un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica el desempeño esperado del fideicomiso, conforme al proyecto de ejecución del negocio forestal e inmobiliario que su administración está mandatada a realizar. Como fue mencionado en la calificación, la nota seguirá entre otros criterios el cumplimiento del proyecto y el alcance de una rentabilidad mínima que se juzgue aceptable en ocasión de cada recalificación.

El cumplimiento mínimo esperado o lo que se denomina requisitos mínimos de desempeño se viene cumpliendo satisfactoriamente. Los mismos refieren a los avances en la compra de los campos, en las plantaciones y posteriormente al crecimiento de los árboles. Está por culminar el proceso de compra de campos, con un 93,2% de avance en el mismo. Asimismo, a la fecha del informe se contaba con alrededor de 4000 hectáreas forestadas y se espera alcanzar a 4236 hectáreas en diciembre de 2013. Se espera que sobre mediados de 2014 se complete el área forestada.

La información analizada en esta ocasión fue la siguiente:

- Informe anual del administrador de fecha 30 de junio de 2013
- Estados Contables intermedios con revisión limitada independiente de EF Asset Management al 30/6/2013
- Balance auditado de Agroempresa Forestal al 31 de diciembre de 2012.
- Estados Contables del Fideicomiso con revisión limitada independiente al 30/6/2013.
- Estado de Resultados de la empresa administradora proyectados al 31/12/13 sin auditar
- Informe de cumplimiento in situ contratado por CARE.

3 . Noticias Significativas del semestre

Con información actualizada al mes de octubre de 2013, BDU adquirió 17 predios, con superficies que van desde 68 Ha a 2,319 Ha, totalizando 9,231,5 hectáreas en propiedad del Fideicomiso (ver Cuadro 1). La diferencia de este cuadro respecto al informado en la actualización anterior refiere a que algunos boletos de reserva no alcanzaron a ser adquiridos por problemas en los fítulos de propiedad de los inmuebles.

Cuadro 1. Detalle de las inversiones de BDU

Departamento	Hectáreas Forestadas a setiembre	Hectáreas a finalizar en dic. 2013.	Hectáreas Totales
Cerro Largo	376		682,6
Cerro Largo	154,3		234,5
Cerro Largo	176		234,5
Cerro Largo	223,4		436,2
Cerro Largo	278		514
Cerro Largo	42,1		68
TyTres/Lavalleja	409,2		582
T y Tres	171,2		241
T y Tres	85		115,4
Durazno	271,4		360
Durazno	230	200	668
Durazno	126,7		203,2
Durazno	123		194
Florida	397	95	812
Florida	806,7		1567,1
Florida Aprovech	51,7		
Florida	20		2319
Total	3941,7		9231,5

Fuente: Administrador AF

*plantadas por BDU u adquiridas

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

El precio de compra promedio fue de U\$S 3070 (dólares americanos tres mil setenta) promedio. Si bien se sitúa un 13,4% por encima del valor proyectado en el prospecto, es similar al incremento de precios observado en las estadísticas oficiales de la DIEA². En cuanto a la localización geográfica, los campos se sitúan a 237 km

² Según la Dirección del MGAP, en 2012 el precio de la tierra aumentó (en promedio) un 9%. No existen cifras oficiales de precios para 2013. Ver Serie "Precio De La Tierra", DIEA - MGAP.

promedio de distancia al puerto. Esta cifra es sensiblemente inferior que la que se proyectaba en el prospecto de emisión, donde la hipótesis con la que fue armado el flujo de fondos original establecía una distancia de 270 km promedio. Este cambio atenúa los costos de transporte y por ende, mejora el resultado esperado del proyecto.

En lo que refiere al escenario externo, lo más destacado del último semestre fue la creciente volatilidad de los mercados globales. La designación de Janet Yellen al frente de la FED ha contribuido a mitigar dicha inestabilidad. Esta medida tuvo como resultado una mejora del precio de los activos debido a que los agentes esperan que las políticas de expansión monetaria sigan vigentes en los próximos años.

SECCIÓN II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

Riesgos considerados

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

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

SECCIÓN III. LA ADMINISTRACIÓN

Las características de la emisión hacen necesario analizar dos empresas administradoras: EF ASSET MANAGEMENT (EFAM) en su condición de emisora y fiduciaria del fideicomiso financiero, y Agroempresa Forestal S.A. en su capacidad de gestionar el proyecto.

1. Ef asset management

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

Dadas las características de la emisión, en una hipótesis de quiebra o liquidación del mismo, en nada se verían afectados los activos del fideicomiso. Por otra parte en caso de incumplimiento de cualquiera de sus obligaciones 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. La propia marcha del negocio va destacando su capacidad de gestión. Según las notas a los estados contables se aplican políticas de gestión de riesgos en lo que refiere a liquidez, créditos, mercado y dentro de éste, contempla tipo de cambio y tasa de interés. El análisis de dichos EE.CC al cierre del 31 de diciembre de 2012 y su comparativo con el año anterior, revela una sólida situación de la firma tanto en su solvencia como en su liquidez. En esta oportunidad se tuvieron en cuenta, además, los EE.CC intermedios al 30/6/13 con revisión limitada independiente realizada por Deloitte. Del análisis de los mismos se ratifica el concepto anterior. Como se ilustra en los cuadros siguientes, el patrimonio contable a junio de 2013 asciende a \$ 12.665.154 lo que representa un 18% de incremento respecto a diciembre último. Por su parte, los ingresos operativos a junio de 2013 son de \$ 5.814.920, 77.5% superiores al mismo período del año anterior mientras que los resultados operativos son \$ 2.347.888, casi 84% superiores respecto a junio 2012. El resultado final en cambio fue 2.5% superior.

Cuadro 2: Datos comparativos del E. Situación en \$ históricos			
Concepto	Diciembre 2012	Junio 2013	Diferencia
Patrimonio	10.712.760	12.665.154	18.22%
Razón Corriente	4.31	8.27	91.88%

Fuente: CARE en base a EE.CC al 30/6/13

Cuadro 3: Datos comparativos del Estado de Resultados En \$ históricos			
Concepto	Junio 2012	Junio 2013	Diferencia
Ingresos Operativos	3.274.741	5.814.920	77.57%
Resultados Operativos	1.276.795	2.347.888	83.89%
Resultados del Ejercicio	1.905.026	1.952.394	2.49%

Fuente: CARE en base a EE.CC al 30/6/13

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 2013, la firma administra actualmente 18 fideicomisos de diversos tipos: de administración (4), financieros (9) y de garantía (5).

2. Agroempresa Forestal S.A.

Se trata en este caso de la evaluación del desempeño en la ejecución del proyecto forestal. CARE ha formado nuevamente su juicio a través de la información de documentación proporcionada por Agroempresa Forestal S.A. (en adelante AF) respecto al seguimiento del mismo. En particular, desde la actualización realizada en el pasado mes de abril se han tenido en cuenta en esta oportunidad, además, los EE.CC al 31/12/2013 proyectados por la empresa, ya que solamente el primer semestre responde a datos reales (no auditados), el Informe de Situación del Fideicomiso al 30 de junio de 2013, presentado por AF así como los EE.CC intermedios del fideicomiso financiero BDU al 30/6/13 con informe de revisión limitada independiente de Ernst & Young.

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

Del Informe de Situación elaborado por AF surge que al 30 de junio de 2013 son propiedad de BDU 9231 hectáreas.

Destacamos que en el prospecto se preveía la adquisición de 9.900 hectáreas por lo que se alcanzaría el 93,2% de lo previsto. Quedan por adquirir alrededor de 700 hectáreas. Sean estas por la vía de compra como de arrendamiento.

El ritmo de plantaciones, como se informa en otra sección de este informe, se viene ejecutando de acuerdo a lo planificado. En la primavera de 2013 está planificado plantar unas 1260 hectáreas aunque pueden ser algo menos dependiendo de la disponibilidad del campo en proceso de adquisición.

No han habido nuevos peritajes determinando el valor de los activos biológicos por lo que se mantiene lo comentado en la actualización del mes de abril.

A junio de 2013, el patrimonio contable del Fideicomiso alcanza a \$ 1.013.067.826, integra dicho patrimonio \$ 711.637.957 por concepto de tierra y activos biológicos a valores contables, es decir, más del 70% del patrimonio. Según balance del Fideicomiso, al 31/12/12 casi el 50% de su patrimonio lo componen el valor de la tierra y los bosques, y si tomamos la tasación del perito independiente se supera el 50%. De manera que queda expresado contablemente la transformación de activos monetarios en bienes de uso (tierra) y bienes de cambio (bosques).

Los ajustes al plan de negocios (compra de tierras forestadas, cambio en la relación de especies, etc) realizados por AF así como la evolución de las distintas variables (productivas como fiscales) dió como resultado una leve mejora de la TIR esperada.

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

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

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

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

De acuerdo al Estado de Resultados proyectado por la empresa al 31 de diciembre de 2013, los ingresos por el ejercicio en curso alcanzarían los U\$\$ 8.426.516 (triplicando los del ejercicio anterior) obteniendo un Resultado Neto de U\$\$ 929.061. De confirmarse estas cifras, AF habrá revertido totalmente los resultados negativos del ejercicio anterior ratificando lo comentado en esa oportunidad en el sentido que se debió a circunstancias extraordinarias.

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

Riesgos considerados

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

Riesgo administración, considerando la idoneidad para cumplir con la función de AF S.A. y de EFAM. En virtud que todos los análisis practicados en la calificación se han mantenido; se considera que el riesgo de incumplimiento de la administradora y del fiduciario con las responsabilidades del proyecto es prácticamente inexistente. En particular porque parte fundamental de la responsabilidad administrativa como es la compra de tierras está prácticamente finalizada en forma satisfactoria.

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

fecha, BDU cuenta con liquidez suficiente lo que sirve, en esta etapa, como previsiones en potencia.

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

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

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

En esta sección se evaluará el manejo económico-productivo y el manejo financiero de los fondos líquidos. En lo que respecta al retorno esperado de la inversión, la TIR se sitúa en 9,09%.

Manejo Económico- Productivo

Cambios en los costos estimados

Como se describió en la actualización de abril, la economía uruguaya se ha encarecido en dólares desde el 2010 y esto se vio reflejado en los precios observados en la ejecución del proyecto. Esta tendencia se ha mitigado debido a que el peso uruguayo se ha desvalorizado frente al dólar en los últimos meses.

Cambios en coeficientes técnicos productivos

A la fecha del informe no se existen cambios significativos en los coeficientes técnicos productivos respecto a la actualización de abril.

Manejo Financiero de los fondos

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

De forma de mitigar el riesgo asociado a la "institución financiera", el Fideicomiso trabaja con dos Bancos de reconocida trayectoria nacional e internacional.

Las necesidades proyectadas en moneda extranjera son de corto plazo y refieren a la adquisición de algunos centenares de hectáreas. Por este motivo, parece adecuado mantener los fondos de la manera más líquida posible. Como describe el Cuadro 6, U\$S 1,6 millones (dólares americanos un millón seiscientos mil) (alrededor de 34,7 millones de pesos) representa el equivalente a la adquisición de 526 hectáreas, utilizando el precio promedio (3070 dólares/ha). En lo que respecta a la posición en pesos, la liquidez se distribuye en instrumentos en pesos y en UI. De esta manera se logra obtener una satisfactoria rentabilidad y mitigar el riesgo del incremento de precios domésticos.

Cuadro 4. Distribución de la liquidez por monedas 31 de diciembre de 2012. (millones de \$)		
Instrumento	Pesos	% Invertido por Moneda
Letras UI	68,1	59%
Bonos UI	4,4	4%
Notas UI	7,7	7%
Efectivo US\$	34,7	30%
TOTAL	114,9	100%

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

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

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

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

SECCIÓN V. EL ENTORNO

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

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

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

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

La situación de los mercados financieros globales se han mantenido con cierta calma después de la volatilidad del segundo y tercer trimestre de 2013. El eventual abandono anticipado de la política de estímulos de Estados Unidos trajo una baja generalizada de los activos y las monedas de los mercados emergentes. El 18 de setiembre, cambió de parecer y comunicó la decisión de continuar con la política monetaria expansiva.

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

3. Las políticas públicas, el riesgo político

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

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

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 CARE³.

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve Folle



Cr. Martin Durán Martínez



Ec. Mayid Sader Neffa



³BBB. Se trata de instrumentos emitidos por empresas o sociedades que presentan un riesgo medio-bajo para la inversión. Su capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados es buena. El propio papel, la condición de la empresa, la calidad del proyecto y las características del entorno, dan en conjunto moderada satisfacción a los análisis practicados, sin perjuicio de alguna debilidad en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo (papel, proyecto, empresa, entorno). Podría incrementarse el riesgo del instrumento ante eventuales cambios previsibles en el proyecto tal como fue presentado, en la sociedad emisora, en el sector económico a la que pertenece, o en la economía en su conjunto. La probabilidad de cambios desfavorables previsibles en el entorno es de baja a media - baja, y compatible con la capacidad de la empresa de manejarlos aunque incrementando el riesgo algo más que en las categorías anteriores. La inclusión del signo + indica que la calificación se acerca más a la categoría superior.
Grado de inversión mínimo.

ANEXO I
RECORRIDA DE CAMPO

Informe Bosques del Uruguay

Referencia: A solicitud de CARE se informa estado de avance al 7 de Octubre de 2013 del Proyecto Bosques del Uruguay.

Antecedentes

El presente informe se realizó en base a la visita predial realizada el día 7 de Octubre en compañía del Ing. Agr. Diego Rosas, de Agroempresa Forestal a los predios Arévalo I y II, La Yeguada todos en Cerro Largo y Don Chico en Florida pertenecientes al proyecto Bosques del Uruguay (BDU) con el objeto de verificar avances con respecto a la visita de Abril 2013.

Informe

El informe se concentra en el avance de ejecución observado en campo y se realiza una valoración global y síntesis de lo observado. En primer lugar se presenta el estado actual de campos comprados y el avance de forestación en el Patrimonio de BDU. Los campos de BDU a la fecha se observan en la tabla 1:

Tabla 1: Campos que constituyen el patrimonio de BDU a Octubre de 2013.

Propiedad	Depto	Fecha adquisición	Hectareas a finalizar en Diciembre 2013	Hectareas plantadas por BDU a octubre 2013	Hectáreas plantadas adquiridas	Hectáreas totales de las propiedades
Don Ramón	Cerro Largo	10/04/2012		375,87		682,6
Arévalo	Cerro Largo	01/06/2012		154,3		234,5
Arévalo2	Cerro Largo	07/06/2012		176,08		234,5
Cañada Brava	Cerro Largo	29/06/2012		223,39		436,2
María Albina	TyTres/Lavalleja	16/07/2012		409,22		582
Sequeira	T y Tres	07/06/2012		171,2		241
La Yeguada	T y Tres	05/09/2012		85,06		115,4
Las Rengas	Durazno	19/04/2012		271,36		360
El Cerco	Durazno	18/06/2012		126,73		203,2
Ptas del Cordobes	Treinta y Tres	05/09/2012	200	230		668
Mi Generala	Cerro Largo	09/05/2013			20	2319
Las rengas II	Durazno	20/09/2013		123		194
Don Chico aprovech	Florida			51,68		
Don Ramón II	Cerro Largo	26/06/2012		42,1		68
Caputti	Cerro Largo	12/04/2012		solo manejo	278	514
Reboledo	Florida	31/05/2012	95	269	128	812
Don Chico	Florida	11/07/2012		sólo manejo	806	1567,1
			295	2708,99	1232	9231,5

Fuente: Ing. Agr. Diego Rosas

El campo de Puntas del Cordobés, tiene la superficie de plantación aproximada, que se confirmará con el estudio planimétrico. Mi Generala fue comprada con 1331 ha forestadas, las que fueron sometidas a tala rasa para preparar el suelo para la plantación de E. grandis, las 20 ha que figuran en la tabla se dejaron en pie. En el

campo Las Rengas la fecha que figura es la del compromiso de compraventa final pues la toma de posesión se había acordado para Mayo de 2013. En Reboledo se habían comprado 492 ha efectivas de E. globulus 2008, se talaron y vendieron 364, para replantar con grandis, y quedan en pie 128 ha de E. globulus.

El área total en patrimonio de BDU es de 9231,5 has, de las cuales tiene con forestación a octubre de 2013, 3941 ha. A Diciembre 2013 se espera completar una superficie total forestada de 4236 ha.

La superficie con manejo silvícola para aserrado actual es de 3203 ha; y se espera llegar a una superficie total de 4808 ha a otoño de 2014 considerando todos los campos adquiridos.

La proporción actual de plantación con destino a madera con manejo silvícola y plantación con destino energía/pulpa por campo se muestra en la tabla 2:

Tabla 2:

Campo	Superficie efectiva total (ha)	Superficie con manejo (ha)	Superficie para pulpa (ha)
Don Ramón	375,87	290	85
Arévalo	154,3	114,3	40
Arévalo2	176,08	128,08	48
Cañada Brava	223,39	153,59	69,8
María Albina	409,22	242,18	167,1
Sequeira	171,2	117,23	54
La Yeguada	85,06	85,06	0
Las Rengas	271,36	155,86	115,53
El Cerco	126,73	103,06	23,67
Ptas del Cordobes	430	323	107
Mi Generala	1305	805	500
Las rengas II	123	85	38
Don Chico aprovech	51,68	0	51,68
Don Ramón II	42,1	31,5	10,6
Caputti	278	278	0
Reboledo	492	364	128
Don Chico	806	732,14	73,86
Total a 2013	4215,99	3203	1012,24
Total a 2014	5520,99	4008	1512,24

Fuente: Ing. Agr. Diego Rosas

El campo Mi Generala, se plantará recién en otoño de 2014.

1. Informe de Visita :

Reboledo (Florida) este campo es el más alejado de los circuitos de trabajo de Bosques del Uruguay; posee 812 ha, de las cuales se encontraban forestadas 492 ha .

De ellas permanecen en pie 128 ha plantada es *E.globulus*. El cambio de especie fue aprobado por el financiador para la proporción del proyecto con *E. dunii* dada su razonable equivalencia al momento de vender. La plantación no se encontraba en buena condición por lo que se está cortando los árboles más afectados por enfermedades y se los sustituye por *E. grandis* (364 ha). Las labores de cosecha están finalizadas y el tratamiento a la cepa también, todo el campo tiene el subsolado al costado de cada cepa, fertilización de base con fósforo que se incorpora, luego herbicida sobre la línea, plantación fertilización con nitrógeno al costado de las plantas que se incorpora al suelo, plantación con zapapico, y luego herbicida en la entrefila.

La plantación tiene pendiente todavía 95 ha remanentes que se finalizarán en esta primavera, además se comenzó una quincena posterior a la previsto por decisión técnica porque las altas temperaturas de finales de Setiembre hacían prever pérdidas de planta por helada. Las plantas son robustas y se encuentran bien implantadas y en correcto desarrollo. Algunas de las cepas anteriores están rebrotando pero se controlarán con herbicidas. La plantación nueva requiere al finalizar la primavera el control de malezas.

Se llegó también a observar las bandejas remitidas por el vivero para la finalización de la plantación. Buenas plantas y vigorosas, aunque algunas de ellas más altas que lo deseable. No son plantas viejas pero si son plantas que en su momento estuvieron ubicadas en zonas más sombreadas por ello tiene entrenudos más largos. Estas plantas pueden tener chance de perderse, pero el contrato de reposición con los plantadores asegura que el stock en campo se mantiene dentro de los parámetros preestablecidos.

Arévalo 1 y 2 (Cerro Largo): de 234 ha cada fracción permiten forestar 154 ha en la fracción 1 y 176 en la fracción 2 Ambos predios con una importante proporción de suelos 8. La fracción 1 tiene árboles de 1, 5 metros en pleno desarrollo vegetativo lo que muestra el buen estado de las plantas. Se estaba por aplicar herbicida en la entrefila. La fracción 2 se encuentra cumpliendo el plan como fue previsto.

La Yeguada; ya tiene cumplida la etapa de plantación, es un campo pequeño de 115, 4 ha sobre la ruta 7, que aparenta muy pedregoso en su acceso pero tiene una ladera con buen aprovechamiento. La yeguada se estimaba plantarla en otoño 2013 y esa labor se ha cumplido como fue previsto resultando la superficie efectiva en 85 ha. Se observa algo de malezas de hoja ancha (*Senecio* spp, *Oxalis* spp) que no comprometen el desarrollo de las plantas, se informa que hubo escasez en plaza del herbicida adecuado para su control.

2. Análisis de la ejecución

La rentabilidad del proyecto Bosques del Uruguay (BU) se centra en la plantación de *E. grandis*. El desarrollo de los ejemplares a la fecha es apropiado para lo estándares manejados por la empresa en cuanto a altura de los ejemplares. Se puede tener una duda razonable sobre el rendimiento final en madera del *E. grandis* en algunos suelos 2.

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

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

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

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

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

3. Valoración y síntesis

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

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

requisitos industriales a los efectos de garantizar una demanda sustentable en el tiempo.



Ing. Agr. Martha Tamosiunas

Anexo: Información gráfica de la visita



Reboledo: vista del laboreo entre tocones y plantación.



Arevalo: Plantación 1,5 metros