

**CARE**

CALIFICADORA DE  
— RIESGO —

---

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

**CARE Calificadora de Riesgo**

Montevideo, abril de 2015

---

	Página
RESUMEN GENERAL	3
SECCIÓN I ANTECEDENTES	5
SECCIÓN II EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN	9
SECCIÓN III LA ADMINISTRACIÓN	10
SECCIÓN IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS	16
SECCIÓN V EL ENTORNO	18
SECCIÓNVI CALIFICACIÓN DE RIESGO	22

---

## RESUMEN GENERAL

ACTUALIZACIÓN 23 04.2015

Oferta pública de: Certificados de Participación escriturales por U\$S 50.000.000

Denominación: Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay

Distribuciones: a vez que existan Fondos Netos Distribuibles luego de cada Cierre de Ejercicio, o al procederse a la venta de los Activos del Fideicomiso o por la distribución final de Fondos Netos Remanentes.

Estructurador: Ferrere Abogados

Operador: Agroempresa Forestal SA  
Entidad Representante: Bolsa Electrónica de Valores S.A.

Entidad Registrante: EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.

Fiduciario: EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.

Vigencia de la actualización: hasta el 30 de noviembre de 2015<sup>1</sup>

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

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

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

- La inexistencia de riesgo jurídico de estructura.

- Un negocio con una adecuada consistencia entre los supuestos del prospecto y las acciones de compra de tierra y áreas en proceso de plantación.

- Un diseño de gobierno corporativo que minimiza el riesgo a los inversionistas y que hasta la confección del presente informe ha 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.

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

- Se ha completado la totalidad del proceso de compra de los campos y de las campañas de plantación.
- Los activos (tierra y madera) fueron tasados por la consultora Pöyry<sup>2</sup> a diciembre de 2014 en aproximadamente 42 millones de dólares, un valor consistente con las proyecciones realizadas en los flujos.
- Aunque los precios de los commodities en general 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.
- El reciente cambio de gobierno no permite advertir por el momento amenaza alguna en lo que respecta a las políticas públicas. La introducción del nuevo impuesto de primaria que se propone, si bien constituye un cambio normativo, no afectaría significativamente el negocio en cuestión (ver Sección IV) y no alteraría las expectativas del negocio sectorial en general.

---

<sup>2</sup>Información disponible en CARE

## **SECCIÓN I. ANTECEDENTES**

### **1. Alcance y marco conceptual de la calificación**

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

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

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

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

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 EF Asset Management al 31 de diciembre de 2014.
- Balance auditado de Agroempresa Forestal al 31 de diciembre de 2014.
- Informe anual de Agroempresa Forestal al 31 de diciembre de 2014.
- Balance auditado del Fideicomiso al 31 de diciembre de 2014.
- Informes varios del Comité de Vigilancia.

### **3 . Noticias Significativas del semestre**

Con información actualizada al mes de diciembre de 2014, Bosques del Uruguay (BDU) adquirió predios por 9545 hectáreas en propiedad del Fideicomiso(ver Cuadro 1).

La cadencia de las compras realizadas por el Fideicomiso fue la siguiente: (a) 6535 hectáreas en 2012, (b) 2706 hectáreas en 2013 y (c) 304 hectáreas en 2014. A su vez, ha plantado o adquirido 5947hectáreas de bosques forestados (Ver Cuadro 1).El 71% de lo plantado corresponde a la especie Eucalyptus Grandis y el 29% de lo plantado corresponde a la especie Eucalyptus Dunni. El coeficiente de aprovechamiento de los campos fue de 61,2% y la distancia al puerto promedio fue de 238 kilómetros. El Cuadro 2 describe el valor real en comparación con el proyectado de las variables más relevantes del proyecto

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

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

El costo final de una hectárea plantada fue de 1.030 dólares. Este valor representa una reducción de 170 dólares por hectárea respecto a lo presupuestado y proyectado y es explicado por un menor costo de preparación de tierras y una reducción en los costos de fertilización en base a una nueva tecnología utilizada. Respecto a los costos generales (otros costos “no productivos”), hubo un ahorro respecto a lo presupuestado, dado básicamente por plazos mayores a los esperados en el proceso para la obtención de certificados de bonos de carbono, y costo de seguros forestales menores.

C. 2. Variables del Negocio. Valores reales Vs, Proyectados			
Concepto	Unidad	Plan	Real
Aprovechamiento	%	67	61
Eucalyptus grandis	%	60	71
Eucalyptus dunnii	%	40	29
Distancia Promedio	Km	270	238
Precio de Flete	dólares por km	2	2,8
Precio Pulpa	dólares por m	45	50
Precio Tierra	dólares por ha	2700	3041
Fte. CARE en base a información del operador			

En 2014, las precipitaciones fueron superiores en más de un 50% a la media histórica nacional. Este evento climático trajo como consecuencia la necesidad de sobredimensionar actividades, por la reducción en los días operativos y dificultades en la preparación de los suelos para plantación. Como consecuencia positiva, se destaca que se dio un alargamiento en la estación de crecimiento de las plantaciones, permitiendo durante los meses de verano la mismas continuaran desarrollándose, logrando crecimientos destacables sobre todo en la altura de los árboles.

En base a los avances del proyecto, el operador ajustó la TIR del inversor, situándola en 8.58%, en lugar del 8,93% proyectado en la actualización de noviembre de 2014.

La valuadora internacional Poyry Silviconsult recorrió los campos de BDU evaluándolos en forma integral (tierras, plantaciones, ubicación, etc). La misma determinó un valor de U\$\$ 41.967.936 por las tierras y bosques de BDU. Un valor consistente con las proyecciones realizadas en los flujos.



## SECCIÓN II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

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

### 1. Descripción general

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

### 2. El análisis jurídico

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

#### **Riesgos considerados**

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

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

### **SECCIÓN III. LA ADMINISTRACIÓN, LA FIDUCIARIA 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)**

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

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

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

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

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

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

#### **Administración**

La composición del Directorio se integra de la siguiente forma:

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

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

### Situación económica y financiera

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

C. 3: Datos del Estado de Situación de EFAM (miles de \$)			
Concepto	31/12/14	31/12/13	31/12/12
Activo Corriente	7.242	8.815	6.842
Activo no Corriente	45.193	30.478	32.612
<b>Total Activo</b>	<b>52.435</b>	<b>39.293</b>	<b>39.454</b>
Pasivo Corriente	4.232	5.810	1.365
Pasivo no Corriente	30.520	19.387	27.377
<b>Total Pasivo</b>	<b>34.752</b>	<b>25.196</b>	<b>28.742</b>
<b>Patrimonio</b>	<b>17.684</b>	<b>14.097</b>	<b>10.713</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>52.435</b>	<b>39.293</b>	<b>39.454</b>
<b>Razon Corriente</b>	<b>1,71</b>	<b>1,52</b>	<b>5,01</b>

Fuente: EE.CC EFAM al 31/12/14

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

C. 4: Estado de Resultados de EFAM (miles de \$)		
Concepto	31/12/14	31/12/13
Ingresos Operativos	12.900	10.570
Gastos Adm. y Vtas.	(10.194)	(7.086)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>2.707</b>	<b>3.484</b>
Resultados Financieros	1.848	887
Otros resultados		39
IRAE	(968)	(1.027)
<b>Resultado del Ejercicio</b>	<b>3.587</b>	<b>3.384</b>
Res Operativos/Ingresos	20,98%	32,96%
Res Ejercicio/Ingresos	27,81%	32,02%

Fuente: EE.CC de EFAM al 31/12/14

Es de destacar, además, la experiencia de la firma en la administración de este tipo de productos. A diciembre de 2014 tenía en cartera la administración de 22 fideicomisos, 3 más de los que administraba a junio pasado.

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

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

En Uruguay, AF ofrece servicios forestales en un área superior a las 50.000 hectáreas por año (30 mil de administración directa) para diferentes clientes; estos, 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 invertidos en su totalidad a la fecha de elaboración de este informe.

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 otra operación análoga a esta (BDU II), además, el Administrador asume diversas obligaciones y responsabilidades que refuerzan el compromiso y la confianza en la ejecución de este tipo de proyectos. 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. 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, es 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 2014 y que cuentan con informe de auditoría independiente (Deloitte), la firma cuenta con un patrimonio contable de miles de U\$S 610 y tuvo ingresos operativos netos en el ejercicio por miles de U\$S 3.699 y un resultado del ejercicio de miles de U\$S 387. La razón corriente es de 1.18 por lo que dispone de una razonable posición de liquidez.

En cuadros siguientes se exponen las principales partidas de los EE.CC citados y su comparativo con el ejercicio anterior. En general y pese que se incrementaron los ingresos netos en 10.5% en dólares, el ejercicio 2014 arrojó resultados inferiores al ejercicio anterior debido fundamentalmente a un incremento en los costos y particularmente en los gastos de administración y ventas. De cualquier forma, la asamblea de accionistas, según acta del 5/11/2014, aprobó una distribución de dividendos por U\$S 622.210 que explica en buena medida la disminución del patrimonio contable al afectarse las utilidades acumuladas.

C. 5: Estado de Situación Patrimonial A.F			
En miles de u\$s	31/12/14	31/12/13	31/12/12
<b>Total Activo</b>	<b>1.432</b>	<b>1.846</b>	<b>1.584</b>
Activo Corriente	969	1.419	1.100
Activo no Corriente	464	427	484
<b>Total Pasivo</b>	<b>822</b>	<b>1.001</b>	<b>1.414</b>
Pasivo Corriente	822	1.001	1.104
Pasivo no Corriente	-	-	310
<b>Patrimonio</b>	<b>610</b>	<b>845</b>	<b>170</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>1.432</b>	<b>1.846</b>	<b>1.584</b>
<b>Raz[on Corriente</b>	<b>1,18</b>	<b>1,42</b>	<b>1,00</b>

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 U\$S 50 millones. A la fecha, AF como operador del mismo ha completado la etapa de adquisición de tierras (9545 hectáreas), y lleva forestadas (incluyendo adquisición de tierras ya forestadas) 5947 hectáreas; esto representa 61.2% de la superficie total lo que equivale a prácticamente la totalidad de la superficie forestable de acuerdo al plan de negocios presentado (de la composición del área forestada y otros aspectos técnicos se da cuenta con más detalle en otra sección de este informe). Al 31/12/2014 la valuación de los terrenos y la madera que hay en ellos, en propiedad del Fideicomiso fue tasada en U\$S 42 millones; esta cifra es consistente con la cifra de los activos no corrientes que figuran en los EE.CC del fideicomiso a esa misma fecha (Cuadro 6) que alcanza los miles de \$ 1.035.930 que al tipo de cambio de fecha de cierre de balance (\$ 24.37) equivale a U\$S 42.5 millones. Por otra parte, se puede apreciar que el patrimonio contable se sitúa en una cifra equivalente a U\$S 48.7 es decir, una cifra muy cercana a la de la emisión (U\$S 50 millones) cuando la mayoría de las plantaciones están recién implantadas. Los fondos líquidos que aun mantiene el fideicomiso están mayormente colocados en Letras de Tesorería y son del orden de U\$S 5.4 millones.

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.

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

C. 6: Estado de Resultados A.F (miles de u\$s)			
Concepto	31/12/14	31/12/13	31/12/12
Ingresos Operativos netos	3.699	3.345	2.759
Costo Bs y Servicios	(2.271)	(1.813)	(1.981)
<b>Resultado Bruto</b>	<b>1.428</b>	<b>1.532</b>	<b>778</b>
Gastos Adm y Ventas	(1.037)	(609)	(861)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>391</b>	<b>923</b>	<b>(83)</b>
Resultados Financieros	(11)	(24)	(60)
Resultados Diversos	119		
<b>Resultados antes impuestos</b>	<b>499</b>	<b>898</b>	<b>(143)</b>
IRAE	(112)	(223)	48
<b>Resultado del Ejercicio</b>	<b>387</b>	<b>676</b>	<b>(95)</b>
<b>Res Bruto/Ingresos</b>	<b>38,61%</b>	<b>45,80%</b>	<b>28,20%</b>
<b>Res Ejercicio/Ingresos</b>	<b>10,46%</b>	<b>20,21%</b>	<b>-3,44%</b>

Fuente: EE.CC AF

C. 7: Datos del Estado de Situación del fideicomiso			
En miles de \$	31/12/14	31/12/13	31/12/12
Activo Corriente	165.394	224.564	372.920
Activo no Corriente	1.035.930	850.476	614.791
<b>Total Activo</b>	<b>1.201.323</b>	<b>1.075.040</b>	<b>987.711</b>
Pasivo Corriente	9.321	16.600	10.670
Pasivo no Corriente	5.436	-	-
<b>Total Pasivo</b>	<b>14.756</b>	<b>16.600</b>	<b>10.670</b>
<b>Patrimonio</b>	<b>1.186.567</b>	<b>1.058.440</b>	<b>977.041</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>1.201.323</b>	<b>1.075.040</b>	<b>987.711</b>
<b>Razon Corriente</b>	<b>17,74</b>	<b>13,53</b>	<b>34,95</b>

Fuente: EE.CC F.F. BDU

C. 8: Estado de resultados del fideicomiso		
Expresado en \$	31/12/14	31/12/13
Ingresos Operativos	1.033	2.789
Activos biológicos (1)	24.608	1.844
<b>Operaciones Continuas</b>	<b>25.641</b>	<b>4.633</b>
Costo de los bs. vendidos	(626)	(4.155)
<b>Resultado Bruto</b>	<b>25.014</b>	<b>478</b>
Gastos Adm. Y Ventas	(29.939)	(31.768)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>(4.925)</b>	<b>(31.290)</b>
Resultados Diversos	4.828	12.476
Resultados Financieros	(4.895)	2.627
IRAE	(10.621)	(2.855)
Resultado Integral, otro (2)	143.740	100.442
<b>Resultado Integral total</b>	<b>128.127</b>	<b>81.399</b>
(1) Refleja el cambio en el valor razonable de las plantaciones		
(2) Diferencia de cambio		

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 este proyecto ya comprobada, y la solvencia que reflejan los EE.CC permiten confirmar que AF está perfectamente capacitada para administrar esta operación y conseguir los objetivos propuestos.**

### ***Riesgos considerados***

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

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

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

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

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

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

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

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

A la fecha de confección de la presente actualización, gran parte de la finalidad estaría cumplida, restando algunos hitos como la venta de los certificados de carbono. Queda entonces esperar por el manejo biológico - productivo adecuado de los bosques y sus posteriores comercializaciones. En el mes de agosto de 2015 se podrá verificar el prendimiento de todas las plantaciones. Por esta razón, CARE volverá a evaluar este aspecto en dicha ocasión.

El operador ha actualizado las proyecciones financieras descritas en el modelo de negocios del Prospecto de Emisión. Por tal motivo, la TIR esperada se ha modificado de un 8,93% a un 8,58% en la actualidad.

Este valor se compara favorablemente con similares opciones de inversión a nivel internacional. Este valor se compara favorablemente en la consideración internacional, al reportado por el NCREIF Timberland Index<sup>3</sup>.

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

### ***Manejo Económico- Productivo***

Como se mencionó anteriormente, hubo una re estimación del flujo de fondos proyectado en base a datos reales. El cambio en la TIR esperada se explica en gran medida por lo siguiente:

- Se compraron 150 hectáreas menos de tierra respecto a las proyecciones.
- Hubo un atraso en las fechas de plantación de los campos.

Estas modificaciones respecto a las proyectadas no inciden de forma relevante el retorno esperado de la inversión.

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

Los factores exógenos no pueden ser alterados por el desempeño del Fideicomiso. Sí los endógenos, y como fue mencionado y argumentado en anteriores actualizaciones (véase), aproximadamente el 65% del retorno de la inversión está determinado por factores de manejo productivo. En este sentido, es de gran importancia el manejo y seguimiento del bosque.

---

<sup>3</sup> 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



El patrimonio forestal (incluido la tierra) está valuado en 42 millones de dólares aproximadamente. Si se le suma a esta valuación, los activos corrientes e inversiones financieras que mantiene el Fideicomiso se podría afirmar que se está cerca del total de la emisión del 2011.

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

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

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

## **SECCIÓN V. EL ENTORNO**

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

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

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

En este sentido cabe destacar que los aspectos favorables ya comentados en la calificación se mantienen vigentes en la actualidad (ver [www.care.com.uy](http://www.care.com.uy)). Se refiere al desempeño biológico y a la evolución esperada de los precios de la tierra y la madera.

### **Riesgo Económico y de Mercado**

La situación de los mercados financieros globales se ha mantenido con cierta calma después de la volatilidad del año 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”. No obstante, similares políticas monetarias se han comenzado a gestar en Japón, China y la Unión Europea. Estas medidas de política han redundado en una devaluación de sus respectivas monedas frente al dólar y las demás monedas del planeta. 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 condiciones similares, políticas de expansión monetaria no han hecho otra cosa que apreciar en términos relativos a la tierra. Si fuera así, el precio de la tierra continuaría su fase de crecimiento por efecto “monetario”.

A su vez, este factor de producción 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 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 (ver [www.care.com.uy](http://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 calificador 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<sup>4</sup>. En el mismo se constata que los supuestos son coincidentes con la literatura y los informes de organismos especializados en la materia.

---

<sup>4</sup> Para solicitar el informe sectorial completo sobre madera dirigirse a: [care@care.com.uy](mailto:care@care.com.uy)

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.

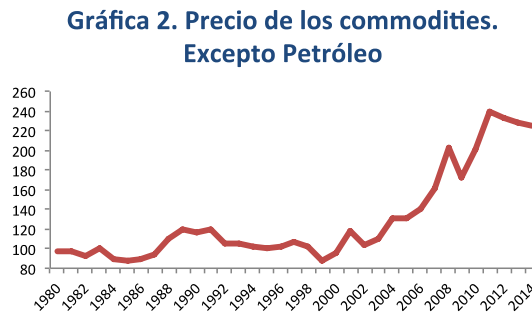
La demanda y los precios de los productos forestales se presenta firme y se proyecta creciente, según la revisión bibliográfica citada.

Del Informe sectorial se destaca lo siguiente<sup>5</sup>:

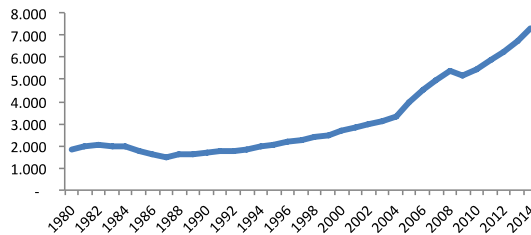
“El sector forestal ha exhibido un importante dinamismo tanto en los países desarrollados como los emergentes. Presenta importantes desafíos para los próximos años donde el aprovisionamiento de la materia prima será estratégico para las empresas del sector. Las políticas medioambientales que protegen 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 el que describe las principales tendencias de esta variable<sup>6</sup>. 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) ubican los precios en niveles estables para el corto plazo y crecientes en el mediano.



Gráfica 3. Evolución del precio de la tierra en Estados Unidos (US\$/ha)



Fuente: Elaborado por el Autor en base al USDA, FMI, FED y el ECB.

<sup>5</sup> Para solicitar el informe sectorial completo sobre madera dirigirse a: care@care.com.uy

<sup>6</sup> Para solicitar el informe completo sobre la tierra dirigirse a: care@care.com.uy

**Gráfica 4. Evolución del índice del precio de la madera dura y proyecciones 2020**



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.”

### **Las políticas públicas, el riesgo político**

El 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 el poder ejecutivo haya autorizado la compra de tierras sumado a que las AFAPs ya han adquirido certificados de participación de inversión de este tipo (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.

En lo que respecta al reciente cambio de gobierno, no se advierte ninguna amenaza seria que afecte el clima de negocios. La introducción del nuevo impuesto de primaria que se propone, si bien constituye un cambio normativo, no afectaría significativamente el negocio en cuestión y no alteraría las expectativas del negocio sectorial en general.

### **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 CARE<sup>7</sup>.

Comité de Calificación



Julio Preve



Martin Durán Martínez



Mayid Sader

---

<sup>7</sup>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.