

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

Montevideo, octubre de 2018

4	RESUMEN GENERAL
6	I ANTECEDENTES
10	II EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION
12	III LA ADMINISTRACION
17	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
23	V EL ENTORNO
30	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

ACTUALIZACIÓN CALIF Oferta pública de: **Certificados de Participación escriturales por USD 50.000.000** 01-de octubre de -2018

Fecha de emisión:	5 de agosto de 2011
Plazo:	Hasta liquidación de activos y obligaciones del fideicomiso
Denominación:	Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay
Distribuciones:	toda vez que existan Fondos Netos Distribuibles luego de cada Cierre de Ejercicio, o al procederse a la venta de los Activos del Fideicomiso o por la distribución final de Fondos Netos Remanentes.
Estructurador:	Ferrere Abogados
Operador:	Agroempresa Forestal SA
Entidad Representante:	Bolsa Electrónica de Valores S.A.
Entidad Registrante:	EFAsset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Fiduciario:	EFAsset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Vigencia de la actualización:	hasta el 30 de abril de 2019 ¹
Comité de Calificación:	Ing. Julio Preve, Ing. Agr. Adrián Tamber y Cr. Martín Durán Martínez
Calificación:	BBB +(uy)
Manual utilizado:	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros

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

Resumen General

CARE actualizó la calificación de los Certificados de Participación del Fideicomiso Forestal Bosques del Uruguay, manteniendo la categoría BBB + (uy) de grado inversor.

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

- La inexistencia de riesgo jurídico de estructura, oportunamente destacada y ratificada en el correr del tiempo.
- Un negocio con una adecuada consistencia entre los supuestos del prospecto, las acciones de compra de tierra y áreas plantadas y que desde el punto de vista económico financiero para el inversor, soporta los stresses ajenos al negocio a los que razonablemente la emisora y la calificadora han sometido el proyecto. Incluso se realizó una nueva estimación satisfactoria del Costo de Oportunidad del Capital, recogiendo las variaciones en la tasa de interés internacional y en el riesgo país.
- Los informes del Operador resultan satisfactorios para la marcha del proyecto. Los informes realizados in situ, ya sea el contratado por CARE como el del Comité de Vigilancia, confirman un razonable estado de los montes así como también una adecuada gestión.
- 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 los anteriores informes de actualización, lo que se ratifica en los distintos informes de las partes involucradas. Es importante destacar, que el Administrador está ejecutando dos emprendimientos más, bajo una construcción financiera de características muy similares, también con buenos resultados.
- Ya se plantó la superficie proyectada y la última tasación de los campos y los montes del Fideicomiso al 31 de diciembre de 2017 arroja un valor total de USD 49,8 millones, cifra prácticamente igual al monto total de la emisión.

- Aunque los precios de los commodities agrícolas han registrado un descenso en años recientes, desde hace ya algún tiempo las proyecciones más confiables señalan una relativa estabilidad de los mismos. En particular, la celulosa y los productos forestales han mostrado una clara recuperación, separándose del resto de las commodities, en respuesta a una demanda muy sostenida. En la Sección V se actualiza la información y se profundiza sobre este aspecto, en particular la evolución del precio de la tierra y de la madera.
- No se advierten amenazas en lo que respecta a las políticas públicas.

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 USD 50.000.000 (cincuenta millones de dólares de los Estados Unidos), cuyas características se detallan en los sitios web correspondientes al Banco Central del Uruguay www.bcu.gub.uy, de la Bolsa Electrónica de Valores www.bevsa.com.uy y de CARE www.care.com.uy

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

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

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

2. Antecedentes generales y hechos salientes del período

El objeto principal del “Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay” es: (a) la emisión de los Certificados de Participación y su suscripción por parte de los Beneficiarios según términos y condiciones que surgen del Contrato de Fideicomiso y del Documento de Emisión (etapa cumplida), (b) la implementación del Proyecto Productivo que consiste básicamente en un proyecto de inversión que crea un Patrimonio Forestal en Uruguay, para la producción de madera con destino a la comercialización en el mercado uruguayo e internacional, y (c) la distribución de los fondos resultantes de tal implementación del Proyecto entre los Titulares, en la forma que se establece en el Contrato de Fideicomiso.

- El patrimonio de tierras de BDU al 30 de junio de 2018 asciende a 9,545 hectáreas de las cuales 5,587 hectáreas ya se encuentran forestadas y 146 están siendo preparadas para plantar. De esta forma la superficie forestal representa un porcentaje en el entorno del 60%. La superficie forestal representa un porcentaje en el entorno del 60%. Está constituido por 14 propiedades ubicadas en el centro este y sureste de Uruguay en el Cerro Largo (26%), Durazno (16%), Florida (49%), Lavalleja (6%) y Treinta y Tres (3%). Las especies establecidas son Eucalyptus grandis (55%), E. grandis clones (9%), E. dunnii (27%), fundamentalmente.
- Al haber completado la operación de compra de tierras y plantación de prácticamente la totalidad de los montes las operaciones del proyecto esencialmente corresponden a tareas de mantenimiento, control de malezas y plagas, vigilancia, etc. Las actividades de plantación sólo se mantienen para sustitución de especies en el predio Reboledo conforme avanza el plan de cosecha de los E. globulus, el resto de los campos ya están completos y sólo se realizan actividades de manejo silvícola.
- Los objetivos trazados para el 2018 se centraron en:
 - o Tareas de mantenimiento de plantaciones, cortafuegos y alambrados.
 - o Podas, eliminación de cepas y manejo de rebrotes.
 - o Preparación de suelos, fertilización y plantación de 146 hectáreas.
- Las ventas de madera para el año 2018 se estimaron al inicio del año en 33.148 m3 y se espera alcancen finalmente a los 27.435 m3, marcando un desfase en menos de 5.714 m3 por un valor de 271 mil dólares respecto del presupuesto. Estas ventas refieren al stock de madera del monte de Eucalyptus Globulus y Smithii cosechado en Reboledo en 2017 que tuvo un rendimiento menor al esperado (2.065 m3 menos) y a las ventas producto de un raleo comercial de Eucalyptus Grandis para pulpa en el predio de Don Chico que se realizará en el segundo semestre de 2018. En este segundo caso, el volumen recuperable se estimó en principio en 25 m3/ha, pero luego de la evaluación de los datos obtenidos se estima que la extracción alcanzara los 20 m3/ha (un 20% inferior a la primera estimación).

- Con el objetivo de concentrar y optimizar actividades se postergó el raleo comercial en Don Chico previniéndose realizar en el segundo semestre del año. Por este motivo no se incurrieron en el primer semestre los gastos presupuestados para esta actividad, los que serán menores como consecuencia del menor rendimiento esperado.
- La reimplantación de bosques en el predio de Reboledo se viene realizando dentro de las metas esperadas para este año, aunque el presupuesto al cierre del primer semestre se encuentra por debajo de lo esperado, básicamente consecuencia de atrasos en los laboreos.
- Los demás objetivos de limpieza y manejo de campos se estarían cumpliendo adecuadamente, y se alcanzarían para el fin del año con los los objetivos trazados en cuanto a manejo silvicultural. No obstante, al igual que en las plantaciones de bosques se nota un atraso en la ejecución del presupuesto con relación a lo proyectado.
- En este período se suscitó la firma de auditores de los estados contables del Fideicomiso.
- El Informe de la Ing. Martha Tamosiunas de diciembre de 2017, el último contratado por CARE, da cuenta de que *“el avance de las acciones obras se está cumpliendo en tiempo y la empresa ha demostrado la capacidad de planificar y controlar la ejecución ajustándose a buenas prácticas de plantación. El año 2017 se dio un cambio sustancial en el área manejada por la empresa administradora que pasó de cerca de 10.000 hectáreas a manejar cerca de 70.000 hectáreas. La combinación de especies objetivos y edades de plantación en el caso del género eucalipto no parece representar un problema para el desarrollo del plan. Se considera que las plantaciones están en condiciones de desarrollarse con buenas probabilidades de éxito y lo ha demostrado por el excelente desarrollo de algunos de los rodales que superan la media de la zona en cuanto a altura y diámetro”*.
- El informe del comité de vigilancia coincide en buena medida con el buen estado y desarrollo de muchos de los montes pero también marca algunos problemas que se han detectado. Buena parte de ellos se deben a los efectos de la falta de agua (había sequía en ese verano) que tuvo algunos efectos perjudiciales sobre algunos montes y en especial en algunas áreas específicas de los montes (suelos más superficiales, con afloramientos de piedra, etc.). También se realizan algunos comentarios referidos a temas sanitarios y su consecuente daño en las cortezas, recomendando la necesidad de prestar debida atención, seguir monitoreando y controlando. Asimismo también marca en algunos predios la necesidad de mejorar la limpieza de algunos cortafuegos. Recomienda finalmente realizar una evaluación de los efectos de la sequía y atender el problema sanitario.
- Más allá de la firma del contrato con la empresa finlandesa UPM ya mencionado en la anterior actualización, las expectativas de nuevas oportunidades para la forestación estaría presionado los precios de las tierras forestales al alza.

3. Información analizada.

La información analizada en esta ocasión fue la siguiente:

- o Estados contables intermedios de EF Asset Management al 30/6/2018.
- o Estados contables del Fideicomiso al 30/06/2018
- o Balance de Agroempresa Forestal al 31 de diciembre de 2017, con informe de auditoría.
- o Informe del primer y segundo trimestre de 2018 de Agroempresa Forestal
- o Entrevistas con Agroempresa Forestal.

II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

Se colocaron mediante 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:	USD 50.000.000
Fecha de Emisión:	5 de agosto de 2011
Plazo de la emisión:	Hasta liquidación de activos y obligaciones del fideicomiso
Distribuciones:	Toda vez que existan Fondos Netos Distribuibles luego de cada Cierre de Ejercicio, o al procederse a la venta de los Activos del Fideicomiso o por la distribución final de los Fondos Netos Remanentes
Calificación de Riesgo:	BBB + (uy)

2. El análisis jurídico

El análisis jurídico se agregó en el Anexo I del informe original de calificación. El mismo, descartó cualquier eventualidad de conflictos derivados por ejemplo de la construcción jurídica, los contratos respectivos, el cumplimiento con normas vigentes, etc.

El mismo concluía *“A modo de síntesis y contemplando todos los aspectos involucrados, se constata un razonable grado de cobertura, no advirtiéndose riesgos sustanciales asociados a contingencias jurídicas en el proceso de emisión proyectado”*.

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. 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 casi nulo*.

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

III. LA ADMINISTRACIÓN

Las características de la emisión hacen necesario analizar dos empresas administradoras: EF Asset Management (EFAM) en su condición de emisora y fiduciaria del fideicomiso financiero, y Agroempresa Forestal S.A. (AF) en su condición de operadora del proyecto.

1. Ef Asset Management (EFAM)

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

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

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

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

Situación económica y financiera

El análisis de los EE.CC intermedios al 30 de junio de 2018 sigue mostrando una sólida situación de solvencia. El ratio de liquidez se mantiene por debajo de la unidad. 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. Esto explica los pasivos financieros, que son contraídos para constituir estas garantías y que una vez liberadas, los mismos son cancelados. En cuanto a la eventual necesidad temporal de fondos para atender obligaciones de corto plazo, la firma cuenta con financiamiento con partes relacionadas por lo que el riesgo de liquidez es muy acotado.

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

Concepto	30/6/2018	31/12/2017	31/12/2016
Activo Corriente	12.976	9.391	12.515
Activo no Corriente	93.810	81.968	79.870
Total Activo	106.786	91.360	92.385
Pasivo Corriente	16.861	13.068	12.998
Pasivo no Corriente	62.779	52.817	55.330
Total Pasivo	79.641	65.885	68.328
Patrimonio	27.145	25.474	24.056
Total Pasivo y Patrimonio	106.786	91.360	92.385
Razon Corriente	0,77	0,72	0,96

Fuente: EE.CC EFAM

Los resultados parciales de la firma a junio de 2018 muestran un ligero descenso respecto al mismo periodo del año anterior.

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

Concepto	30/6/2018	30/6/2017	31/12/2017
Ingresos Operativos	23.796	19.295	38.189
Gastos Adm. y Vtas.	(21.368)	(15.799)	(33.804)
Resultado Operativo	2.428	3.496	4.385
Resultados Financieros	(93)	(1.027)	(1.647)
Resultados antes de impuestos	2.335	2.469	2.738
IRAE	(664)	(693)	(1.040)
Resultado del período	1.671	1.776	1.699
Res Operativos/Ingresos	10,20%	18,12%	11,48%
Res Ejercicio/Ingresos	7,02%	9,20%	4,45%

Fuente: EE.CC de EFAM

Mantiene bajo su administración una importante cartera de fideicomisos, en cantidad y diversidad; por lo que su idoneidad para esta función no ofrece dudas.

2. Agroempresa Forestal S.A. (AF)

La empresa operadora ya ha sido analizada por CARE en ocasión de la calificación original de este fideicomiso y otros dos análogos a este (BDU II y BDU III) y sucesivas actualizaciones. En todas las ocasiones la evaluación de la firma en cuanto a su capacidad de llevar adelante los distintos proyectos ha sido positiva por lo que de aquí en más solo se hará un seguimiento de la misma, alertando ante la ocurrencia de algún hecho relevante que justifique una revisión de dicha opinión.

Sintéticamente se puede decir que AF inicia sus operaciones en Uruguay en el año 2000; en el 2007 lo hace en Chile y en 2010 en Brasil. Sumando los tres países, AF opera en más de 100.000 hás.

Estructura de dirección: El Directorio está integrado únicamente por Francisco Bonino quién a su vez es el Presidente y además ejerce la dirección ejecutiva. Francisco Bonino es Ingeniero Agrónomo-MBA.

Gerencias: Existe una gerencia general por país, encargada de la gestión integral de cada unidad de negocios. Ocupa el cargo de Gerente General en Uruguay el Ingeniero Industrial Mecánico-MBA Dan Guapura desde el año 2012. Es Industrial Mecánico, egresado de la Facultad de Ingeniería de la UDELAR, y es Master en Business Administration de la Universidad ORT. En el pasado ocupó cargos gerenciales en diversas empresas de gran porte.

Operaciones: AF se maneja con un esquema de estructura de RR.HH calificada pero relativamente pequeña, tercerizando muchas de las funciones propias de su actividad. Sus operaciones están certificadas bajo la norma ISO desde el año 2004, poseyendo procedimientos de trabajo, controles de calidad, registros de no conformidades y 2 auditorías por año para asegurar un standard de gestión estable. Además, los bosques que AF administra han sido certificados por el FSC (Forest Stewardship Council) desde hace más de 10 años lo que permite mostrar un nivel de gestión auditado externamente en todas las áreas de desempeño (ambiental, social, económica y administrativa).

Gestión Comercial: AF ha cosechado y vendido más de 1.8 millones de m3 durante los últimos 10 años.

Gestión Administrativa: Como consecuencia de trabajar para distintos fondos con diferentes estándares desarrolló un equipo capacitado para el cumplimiento de las tareas de reporting contable y financiero. AF incorporó el sistema ERP de Bit Sistemas para la gestión contable, stocks, proveedores y tesorería. Posee un software propio para la gestión de contratos, control de operaciones y stocks que permite vincular cada actividad con la sección del bosque donde ocurre. En 2014 incorporó el sistema Neozelandés GEOMASTER que organiza la información forestal y cartográfica de cada fondo administrado, permitiendo el rápido acceso al historial de cada lote o el manejo futuro del mismo. Además utiliza ArcGis para la gestión de la cartografía que es realizada por un equipo propio y especializado en este tema.

Estructura del Grupo

AF Global SRL es la empresa holding bajo la cual opera AF Administraciones Forestales. Las otras dos divisiones son La Novillada (Control de malezas y venta de agroquímicos) y AF Maderas focalizada en la exportación de rolos para aserrío y ventas de madera en el mercado doméstico.

Situación económica financiera

La firma cierra balance el 31 de diciembre; en la oportunidad se contó con el último cierre a diciembre de 2017 con informe de auditoría independiente. De la lectura de dichos EE.CC se concluye que la firma sigue manteniendo niveles de solidez suficientes como para hacer pensar que tampoco desde este punto de vista está en riesgo la marcha del proyecto.

Por lo expuesto, agregado al hecho que CARE califica otros dos fideicomisos similares a este, gestionados por el mismo operador con desempeño también satisfactorio, se considera que AF sigue estando capacitada para gestionar esta operación.

El Fideicomiso

El Fideicomiso BDU fue creado en mayo de 2011 y en agosto del mismo año, EFAM (la fiduciaria) emitió por cuenta del mismo Certificados de Participación escriturales por un valor nominal de USD50 millones. Ya en informes anteriores se daba cuenta que se había completado la etapa de adquisición de tierras así como ha culminado la campaña de plantación por lo que la empresa operadora está abocada a los trabajos de manejo y mantenimiento que corresponden a este tipo de explotación según las distintas especies.

El Fideicomiso cierra su ejercicio fiscal el 30 de junio de cada año, siendo su cierre contable el 31 de diciembre de acuerdo a lo establecido en el artículo 330 de la Recopilación de Normas del Mercado de Valores del Banco Central del Uruguay.

Es de hacer notar que luego del cierre del ejercicio 2017 auditado por la firma Ernest & Young Uruguay se cambió de firma y a partir de entonces la auditoría está a cargo de Deloitte. Una de las consecuencias es la modificación en la presentación de los EE.CC; por ejemplo, los EE.CC intermedios (con revisión

limitada realizada por Deloitte) se presentan en dos versiones, en la moneda funcional (u\$s) y en la moneda legal (\$). Por considerarlo más representativo de la evolución del proyecto, de aquí en más se informarán los EE.CC presentados en USD por lo que en esta ocasión, el comparativo se hará respecto al periodo inmediatamente anterior.

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

Cuadro 3: Estado de Situación del fideicomiso

En miles de u\$s	30/6/2018	31/12/2017
Activo Corriente	629	1.567
Activo no Corriente	48.862	48.778
Total Activo	49.490	50.346
Pasivo Corriente	167	368
Pasivo no Corriente	781	965
Total Pasivo	948	1.333
Patrimonio	48.542	49.013
Total Pasivo y Patrimonio	49.490	50.347
Razon Corriente	3,77	4,26

Fuente: EE.CC F.F. BDU

El patrimonio contable del fideicomiso al 30/6/18 asciende a USD 48.5 millones según se desprende del cuadro precedente mientras que el valor de la emisión de los CP's fue de USD 50 millones.

Cuadro 4: Estado de resultados del fideicomiso

Expresado en miles de u\$s	30/6/2018	30/6/2017
Ingresos Operativos	563	151
Costo de los bienes vendidos	(763)	(100)
Resultado Bruto	(200)	52
Gastos de administración y ventas	(400)	(419)
Resultados financieros	27	(15)
Resultados del periodo antes impuestos	(573)	(382)
Impuesto a la renta	102	135
Resultado del periodo	(471)	(247)
Otros resultados integrales	-	-
Resultado integral del periodo	(471)	(247)

Fuente: EE.CC F.F. BDU

Dadas las características del negocio forestal, es lógico esperar resultados negativos en los primeros años por cuanto el rubro principal a vender es la madera cosechada; en tal sentido, la primera tala está prevista aproximadamente a 10 años de su plantación (año 2022 en adelante). Mientras tanto, los ingresos son marginales: venta del producto de podas y raleos, pastoreos etc. Esto explica las pérdidas del periodo informado así como la disminución del patrimonio. Por otra parte, las tasaciones de los activos biológicos, que reflejan económicamente la evolución de las plantaciones, así como la tasación de la tierra se realizan una vez al año en ocasión del cierre a diciembre por lo que en los resultados intermedios no se ve reflejado.

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 casi nulo.*

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 casi nulo.*

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 muy bajo.*

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

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

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y FLUJO FUTURO DE FONDOS

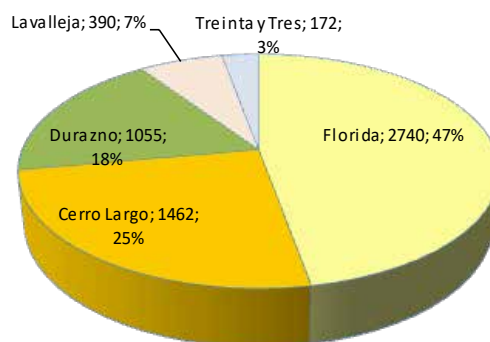
Según el contrato de Fideicomiso Financiero y el resumen recogido en el Prospecto de Emisión, la finalidad del “Fideicomiso Financiero Bosques del Uruguay” es invertir en la compra de inmuebles rurales situados dentro del territorio de la República Oriental del Uruguay, los cuales son destinados a la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

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

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

A la fecha de confección de la presente actualización, el Fideicomiso ha cumplido con la compra de tierras y la implantación de los árboles. La superficie total adquirida es de 9.569 has, de las cuales ya se encuentran forestadas 5.589 y 146 están siendo preparadas para plantar, lo que significa un 60% de aprovechamiento. El 64% (3.735 has) han sido plantadas con *E. grandis*, el 28% (1.599 has) por *E. dunii*, en tanto que el 6% con *E. saligna*, y un 2% de *E. globulus*.

Gráfica 1 . BDU I; Distribución del área plantada por departamento



Fuente: el Operador

Las proyecciones financieras se han ido actualizando por el operador y así han sido mencionadas en otras actualizaciones. La última TIR esperada, estimada en abril de 2016, es de 9,44%, superior a la estimada en el prospecto de emisión, ubicada en 8,58%. Se han mantenido incambiadas las variables utilizadas en la última actualización de las proyecciones financieras, por lo tanto la TIR esperada vuelve a expresar que se mantiene en los valores proyectados en aquella oportunidad, no siendo necesario en esta oportunidad realizar nuevas actualizaciones.

1. Nueva estimación del Costo del Capital y Valor Presente Neto del Proyecto

Con el objetivo de testear algunos supuestos introducidos en las proyecciones del plan de negocios presentado en ocasión de la calificación original, CARE profundizó el análisis del costo de oportunidad del capital para descontar los flujos de fondos². Para ello se calculó el costo promedio ponderado del capital (WACC³) del presente proyecto.

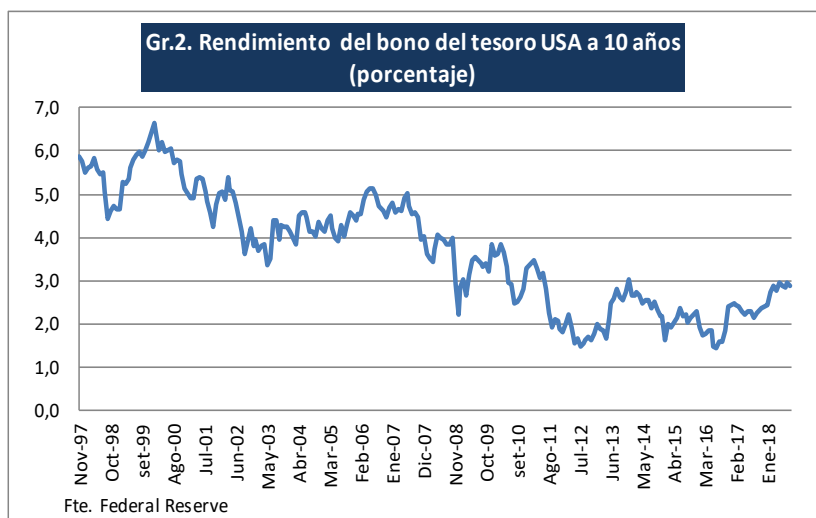
El punto fundamental para el cálculo del WACC, cuando no existe endeudamiento, es la estimación de la retribución de los fondos propios. Para esto se utilizó el modelo de valoración CAPM (Capital Asset Pricing Model) y, siguiendo a Damodaran⁴ se adicionó a éste una prima que contempla el riesgo específico del mercado en el que se ejecuta el proyecto. En consecuencia para el cálculo del costo de los fondos propios se aplica la siguiente fórmula:

$$E(r_i) = r_f + \beta_{im}(E(r_m) - r_f) + Er_p$$

Donde:

- E(ri): Tasa de retorno esperada del capital
- β_{im} : Riesgo sistemático propio respecto del riesgo de mercado⁵.
- rf: tasa libre de riesgo
- E(Rm) – Rf: Prima de Riesgo país. Es el premio por riesgo específico al mercado que opera el proyecto.
- Erp: Prima por riesgo específico a la compañía o proyecto evaluado

Para efectuar este cálculo se opta normalmente por utilizar los promedios de 20 años de los rendimientos de los Treasury Bonds 10 Years de la Reserva Federal de los Estados Unidos. Ese promedio resulta exigente respecto al costo de oportunidad del capital, dado que incluye valores de fines de la década de los noventa y comienzos de la década del 2000, en que el rendimiento se ubicaba entre 5 y 7%, cuando en los últimos diez años, ese rendimiento se ubicó en 2,48% y a setiembre de 2018 se encuentra casi en un 3%.



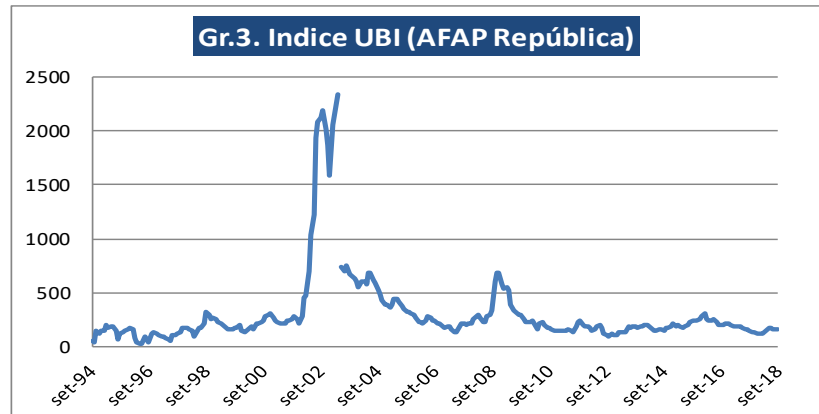
². El prospecto de emisión supone una tasa de descuento del 8%.

³. Weighted Average Cost of Capital

⁴. A. Damodaran, "Estimating Equity Risk Premiums" Stern School of Business.

⁵. Se consideraron los betas promedio de empresas de producción primaria de bienes agrícolas en mercados emergentes según A. Damodaram

Por su parte el riesgo país, medido a través del índice UBI de República AFAP, también incorpora datos “anómalos” cuando se incluye el período de la crisis de 2002. Si bien es una realidad que la economía uruguaya atraviesa en determinados períodos crisis de esa magnitud, no se considera muy probable que ello pueda ocurrir en el futuro mediano plazo. Si se consideran los datos de este indicador para el promedio de los últimos 15, 10, ó 5 años, e incluso a valores actuales, se arriba a tasas menores.



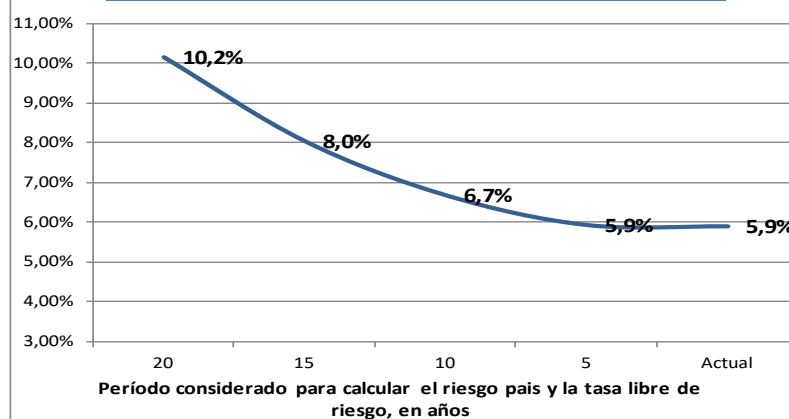
En esta ocasión y a la luz de estas discusiones, se calculó el $E(r_f)$ en distintos escenarios (el parámetro “beta unlevered” de Damodaram, se ha mantenido incambiado desde la última actualización 0,92).

Por estos motivos, a los efectos de calcular estos indicadores se tuvieron en cuenta en primer lugar los niveles de riesgo actuales, que son aquellos sobre los cuales los inversores deben tomar las decisiones. En este sentido, para el caso del rendimiento de los bonos americanos se consideró 2,86% un valor menor al promedio de los últimos años pero superior al de los años más recientes, previéndose mayores subas en el corto plazo. Para el riesgo país (índice UBI), se consideraron 158 puntos básicos, un valor sensiblemente más bajo que en el pasado reciente, pero que responde a la situación actual.

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 5,90% sensiblemente más alta (1,3% más) que en nuestra anterior estimación, explicado básicamente por un aumento en los rendimientos de los bonos del tesoro de los EEUU y un aumento en el riesgo país de Uruguay. Este valor igualmente sigue siendo muy inferior a la TIR esperada del inversor para la última estimación realizada (9,44%), lo que nos indicaría que la tasa prevista es superior a la teórica. Si bien estas comparaciones no pueden tomarse en sentido estricto, constituyen una referencia que – entre otras- ayuda a conformar un juicio acerca de la inversión.

Como ya fuera dicho, el costo de oportunidad del capital propio ha aumentado en estos últimos meses. En este sentido interesa comparar los niveles actuales con los que cabía esperar con los valores promedio de los últimos 20, 15, 10 o 5 años (véase gráfica 4). Puede verse claramente que si bien el costo de oportunidad ha aumentado en forma importante, apenas estaría alcanzando el valor del promedio de los últimos 5 años y se mantiene por debajo de los valores esperados para períodos más largos.

Gr. 4. Evolución de la tasa de retorno esperada del capital según distintas fechas de cálculo.



Esto indica que según estas metodologías, la tasa de descuento del proyecto es adecuada y reforzaría los cálculos del retorno del negocio para el inversor.

2. Manejo Económico- Productivo

Los desvíos evidenciados en este primer semestre y estimados para lo que resta del año respecto a lo proyectado, no inciden de forma relevante en el retorno esperado de la inversión. La mayor diferencia en los ingresos esperados se explican por un menor volumen de venta de la madera cosechada en el predio de Reboledo (aproximadamente un 10% menos) y también a un menor ingreso esperado por la venta de la madera del raleo comercial del predio Don Chico (21% menos).

Cuadro 5. Ventas estimadas el cierre del año 2018 por destino y tipo (Área, volumen y valor US\$)

Ventas	Volumen físico (m3)			Monto total (USD)			Monto por m3		
	Estim.	Presup.	Dif.	Estim.	Presup	Dif	Estim.	Presup.	Dif.
Venta stock 2017	13.935	16.000	(2.065)	376.269	432.000	(55.731)	27	27	-
Eucal. Grandis pulpa	13.500	17.149	(3.649)	796.547	1.011.851	(215.304)	59	59	-
Total	27.435	33.149	(5.714)	1.172.816	1.443.851	(271.035)			

Fuente: El Operador

Las ventas del stock (predio de Reboledo), ya se realizaron durante el primer trimestre de 2018, mientras que las ventas del predio de Don Chico se realizarán en el segundo semestre del año.

El retorno de la inversión depende en más de un 80% de la venta de madera que se realizará más adelante, cuando se desarrollen los bosques. En este sentido es clave durante estos años el manejo y seguimiento del bosque.

Cuadro 6. Costos de Producción e Inversiones primer semestre y totales de año 2018 por tipo de actividad (USD).

Actividad	Primer semestre			TOTAL 2018		
	Real	Presupuesto	Diferencia	Real	Presupuesto	Diferencia
Costos de Producción	8.592	352.398	-343.806	788.097	902.687	-114.590
Inversiones Implantación	29.679	97.642	-67.963	227.352	227.352	0
Inversiones Manejo	82.855	300.462	-217.607	838.895	838.895	0
Gastos	288.634	381.110	-92.476	887.797	887.797	0
Total	409.760	1.131.612	-721.852	2.742.141	2.856.731	-114.590

Fuente: el operador

Costos de producción: Como ya fuera comentado, el raleo comercial en Don Chico, previsto para el 2do trimestre de 2018 fue postergado para el 3er trimestre por eficiencias operativas. Se estima una reducción en los costos del raleo y de flete como resultante de la disminución del volumen extraíble.

Inversiones en implantación y manejo: En el primer semestre estaba previsto comenzar con el laboreo de Reboledo, pero el mismo fue postergado para el 3er trimestre con el objetivo de lograr mayores eficiencias operativas. Se finalizó el control de cepas en Reboledo, el manejo de rebrotes en Mi Generala y se dio comienzo a la poda a 9 metros en Las Rengas 1 y se realizó la marcación de la poda 3 en el predio La Yeguada. Se estima que al finalizar el año se cumpla con todas las previsiones.

Gastos: Considera las tareas de protección de los montes, mediciones de parcelas y evaluaciones de rendimiento, mantenimiento de los predios (alambrados, cortafuegos) y el gerenciamiento. Hay mínimos desvíos en el primer semestre .

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

3. Tasación de la Tierra y los Montes Forestales

La última tasación disponible fue realizada a diciembre de 2017 y comentada en la anterior calificación. La tasación fue realizada por Indufor Asia Pacific Limited y en opinión de esta consultora basada en los datos provistos por Agroempresa Forestal y en las inspecciones realizadas a los predios el valor total de los activos al 31 de diciembre de 2017 era de 49.8 millones de dólares, compuesto de la siguiente manera: 13.9 millones de la cosecha forestal, 1,3 millones por el valor presente del pastoreo y 34,6 millones por la tierra productiva. El valor total del activo ya casi alcanza al valor de la emisión.

En el cuadro 7 se presenta la evolución de los valores de los campos del Fideicomiso, según la información proveniente de las tasaciones realizadas anualmente. Se presenta en una columna el valor de la hectárea de tierra sola (sin plantaciones) y en otra columna el valor de la hectárea promedio del fideicomiso lo cual considera también los montes forestales plantados y los ingresos potenciales esperados por el pastoreo.

Cuadro 7: Evolución de la valuación de la tierra y de las plantaciones

	En dólares por hectárea	
	Tierra, montes y	
	Tierra	pastoreo
2012	2.825	3.501
2013	3.244	4.008
2014	3.253	4.398
2015	3.343	4.620
2016	3.489	4.997
2017	3.615	5.203
Tasa 2013-17	2,7%	6,7%

Fuente: Care en base al Operador

La evolución muestra una clara tendencia creciente en ambos casos. El valor de tasación ha mostrado una tasa de crecimiento acumulativo anual en los últimos 4 años (2013-2017) del 2,7% en el caso de la tierra sola y del 6,7% para el caso del valor total (incluyendo montes). No se consideró al año 2012 porque en aquel momento había menos hectáreas y puede existir un sesgo importante si lo comprado en 2013 fuera diferente a lo existente. Si se considera el año 2012 la tasa de crecimiento anual para el caso de la tierra para a ser del 5.1% para la tierra sola y del 8,2% para la tierra con los montes.

Cabe acotar, que para el caso del Fideicomiso el precio de la tierra creció continuamente, mientras a nivel global del país, según información de DIEA, los precios de la tierra han tenido un comportamiento con tendencia a la baja, hasta 2017, (Ver Sección V. Entorno) lo que destaca el valor de la tasa de incremento alcanzada.

4. Riesgos considerados:

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

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

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 a la empresa 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.

Por políticas públicas se entiende no solo las domésticas sino las de los países con los que existe comercio. En el caso de los productos forestales, al menos hasta el momento de la calificación, el cúmulo de barreras está relativamente sujeto a disciplinas predecibles. Y en cuanto a la probable extensión de barreras de tipo medio ambiental, el país y especialmente este proyecto, destacan por su cuidado y certificaciones a él vinculadas.

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 la evolución del precio de la madera y de la tierra.

5.1 Riesgo Económico y de Mercado

En este caso, el informe se va a concentrar en el tema de los precios de la madera y de la tierra, elementos claves en el negocio del Fideicomiso.

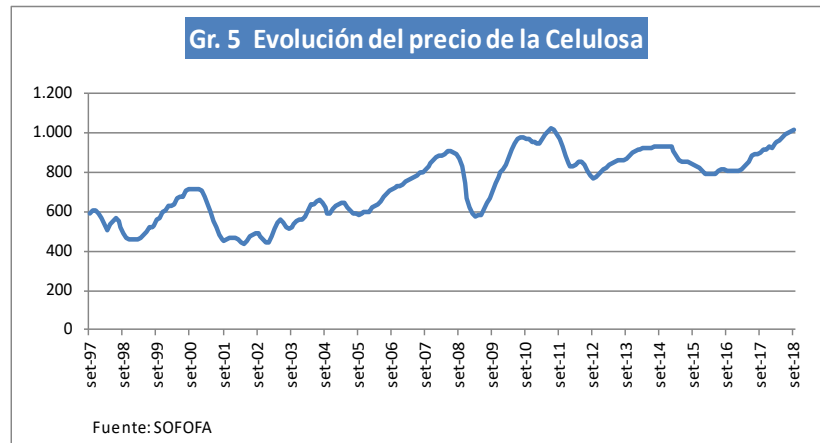
5.2 El precio de la madera

El precio más importante y por tanto el juicio más determinante para la calificadora es el de la madera. Esto se fundamenta en que más del 80% de los retornos de la inversión se explican por el valor de la madera.

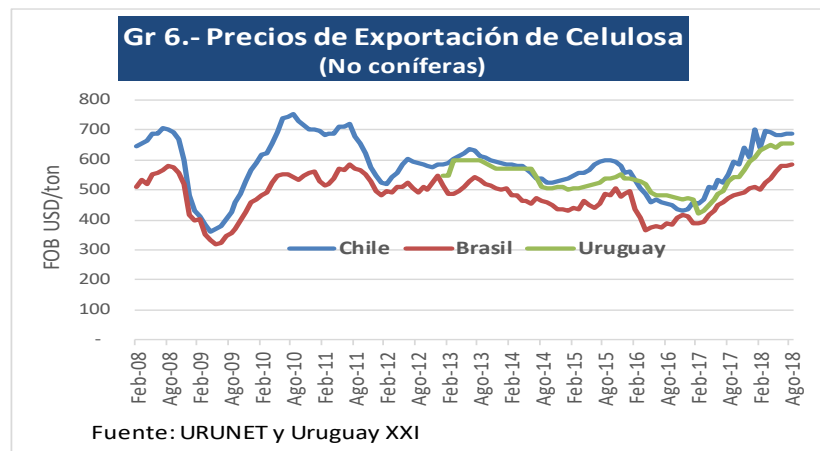
La tendencia de largo plazo esperada para los precios de la madera indica que los precios deberían mostrar una tendencia creciente, y ello se sustenta en el hecho de que la demanda crecerá de la mano del incremento de la población mundial y del crecimiento económico de los países emergentes. Ese incremento de la demanda enfrenta una oferta que se ha visto limitada por crecientes medidas de protección de los bosques nativos, así como también el control que se realiza sobre los de rendimiento.

Los precios de la madera; a nivel internacional, regional y doméstico han evidenciado trayectorias acordes a las planteadas en el prospecto de emisión. Para esta calificación CARE realizó una actualización de la información clave del sector confirmando que no hay mayores desvíos respecto de la trayectoria esperada, ya que la demanda y los precios de los productos forestales se presentan firmes y se proyectan crecientes.

El precio relevante para el proyecto, es el de la celulosa, que ha venido mostrando una tendencia de largo plazo alcista. En los últimos años parece mostrar una cierta estabilidad, pero vuelve a incrementarse en forma muy importante desde los primeros meses de 2017 y hasta el presente, de la mano de una sostenida demanda liderada por China



Durante el año 2017 y especialmente en el último semestre el precio de la celulosa ha mostrado un aumento muy importante como consecuencia de que el incremento de la demanda supera a la oferta y los stocks se mantienen en niveles bajos. Estos aumentos en los precios internacionales fueron recogidos por las exportaciones locales y regionales y de esta forma los precios regionales de las exportaciones de celulosa mostraron incrementos interanuales mayores al 30% entre enero y julio de 2018. La bibliografía consultada y los analistas sectoriales concuerdan en que es muy probable que estos precios tonificados se mantengan por algún tiempo



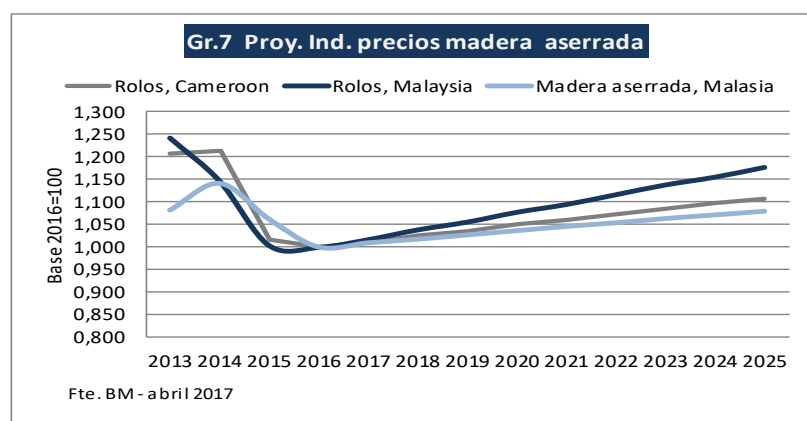
Otro indicador relevante a los efectos del proyecto, lo constituye el mercado de la madera en rolo, o madera en bruto, dado que por la ubicación de los montes, el destino más probable de la producción sea la exportación como madera en bruto.

Cuadro 8: Exportaciones de rolo de Eucalipto o madera en bruto (no Zona Franca)								
	2013	2014	2015	2016	2017	Ene-jul 2017	Ene-jul 2018	Variación
Miles de dólares	12.874	20.869	24.367	16.894	20.576	9.274	17.490	89%
Toneladas	94.344	145.851	174.453	124.378	149.234	67.437	115.233	71%
Precio	100	105	102	100	101	101	111	10%

Fuente: Care en base a datos de URUNET y Uruguay XXI

Los rolos de eucalipto se exportan a China y Vietnam (aprox. 50% y 45% respectivamente), con pequeñas participaciones de otros países asiáticos. Los precios que se alcanzan en esos mercados, son mayores a lo que se obtienen en la "exportación a zona franca", actualmente en un 50%, pero se debe destacar que esa diferencia se ha venido reduciendo en la última década. Cabe destacar, que más del 95% de las exportaciones uruguayas de madera en bruto tienen como destino las plantas de celulosa que se encuentran en zona franca.

Otro destino muy importante para la producción del emprendimiento forestal es el mercado de la madera de calidad, para aserrío o aserrada, el cual también muestra la misma tendencia que para el caso de la celulosa, o sea un crecimiento en el largo plazo, tal cual lo detalla el Banco Mundial en la siguiente gráfica.



Las exportaciones uruguayas de madera aserrada de pino se viene incrementando sostenidamente, los volúmenes expotados se duplicaron en el año 2017 y vienen aumentando en un 42% en lo que va del año. El principal mercado es China (47%), luego sigue EEUU (23%) y Vietnam con 9%.

Cuadro 9: Exportaciones de madera aserrada de Pi								
	2013	2014	2015	2016	2017	Ene-jul 2017	Ene-jul 018	
Miles de dólares	20.627	22.775	23.367	26.736	46.486	24.984	36.995	48%
Toneladas	32.082	35.724	36.486	47.826	98.009	53.644	76.439	42%
Precio	100	99	100	87	74	72	75	4%

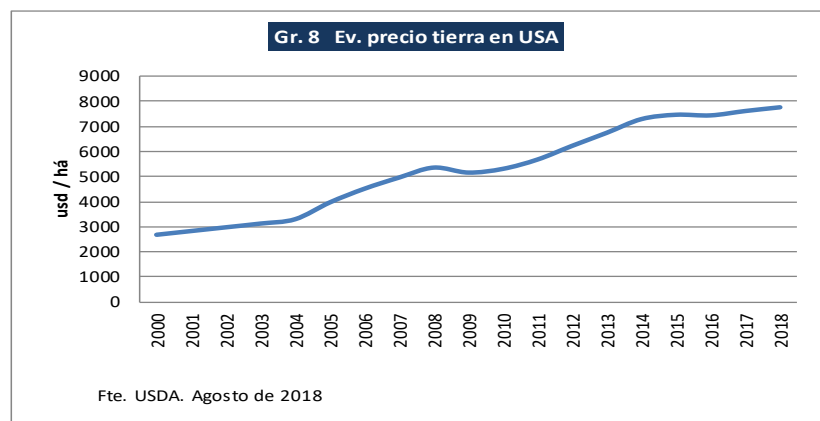
Fuente: Care en base a datos de URUNET y Uruguay XXI

5.3 El precio de la tierra

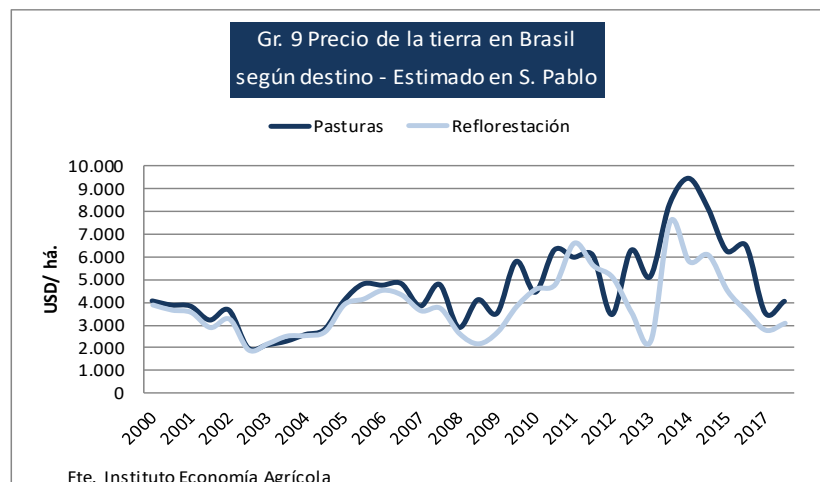
El precio de la tierra, ha visto modificada su evolución de fuerte apreciación en dólares, con una caída en 2015 que continuó en 2016, aunque a una tasa menor, y una leve recuperación en el 2017, según reporta la Dirección de Estadísticas Agropecuarias del MGAP para el promedio de las operaciones en todo el país.

Las perspectivas de demanda internacional por tierra son alentadoras y ubican los precios en niveles crecientes para el corto y mediano plazo. En este caso se actualiza el comportamiento de los precios en diferentes países considerados de importancia.

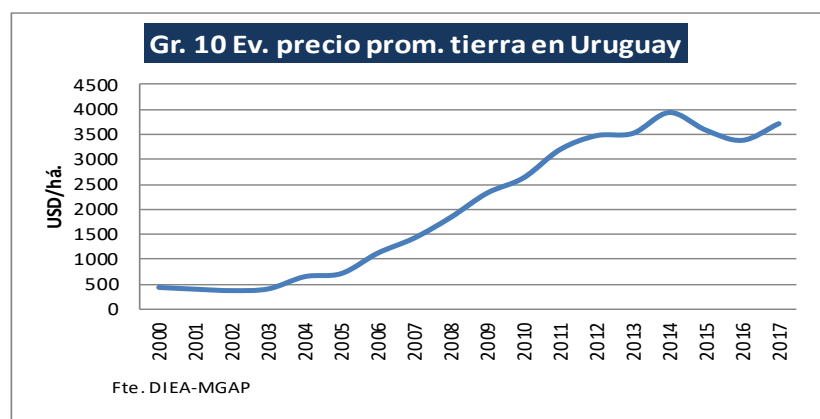
En lo que respecta en particular al precio de la tierra en Estados Unidos, continúa la fase ascendente hasta 2015 para estabilizarse, mostrando una leve caída en 2016, y en 2017 ya retoma la tendencia al crecimiento. El precio en Estados Unidos cayó únicamente en los primeros años de la década del ochenta ante el cambio de la política monetaria denominado "Plan Volcker" y en menor medida, después de la crisis financiera de Lehman Brothers, y en forma muy moderada. Cualquiera de los dos shocks negativos en el nivel de precios, fueron revertidos en pocos años. En 2018, los precios de la tierra (promedio) aumentaron un 2%.



El comportamiento del precio de la tierra en Brasil, está afectado, además de por los factores descritos oportunamente para la tierra en general, por el efecto del tipo de cambio, en la medida que en ese país, la cotización del recurso, se realiza en moneda nacional. Por ello, las fluctuaciones son amplificadas por este efecto. En el año 2014 comenzó una fuerte caída de los precios de la tierra, parece comenzar a revertirse en 2017.



En el caso de Uruguay, la información reportada por DIEA MGAP, da cuenta de un cambio en la tendencia declinante del precio iniciada en 2015, luego de alcanzar el máximo valor en 2014, y que continuaba en 2016. En efecto, las cifras del primer semestre de 2017, recientemente confirmadas también para el segundo, muestran una franca recuperación, mostrando un comportamiento con cierta similitud a la evolución del precio en los demás países analizados.⁶



Como ya fuera expuesto, la valorización del precio de la tierra es un componente relativamente importante de ingreso final del fideicomiso (30%) por lo que lo que finalmente ocurra su comportamiento tendrá una contribución sustancial con el retorno final de la inversión. El modelo financiero supuso una valorización acumulativa anual de un 3% durante 20 años, por lo que resulta importante conocer que ha sucedido en el pasado como forma tener una cierta aproximación con lo que pueda ocurrir en el futuro.

Para ello CARE analizó con la información de los precios de la tierra (en dólares corrientes) de una serie de 47 años (1970 a 2017) la variación anual en períodos de 20, en donde se observa lo siguiente:

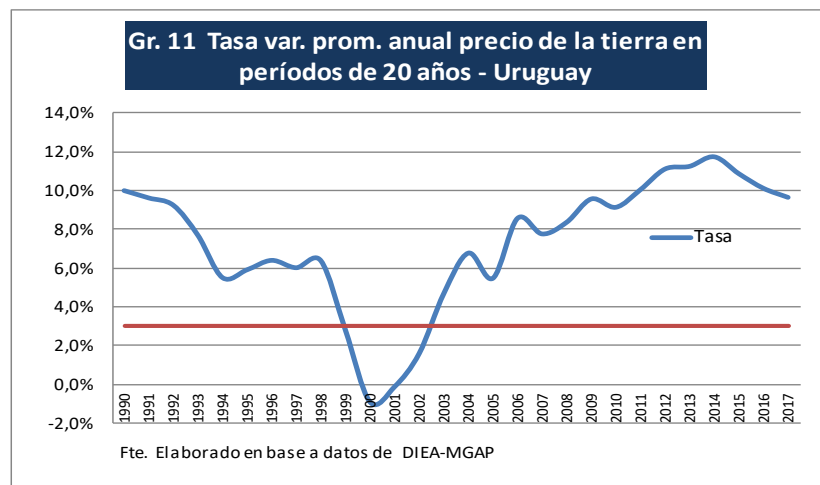
- En promedio, la evolución anual del precio de la tierra en períodos móviles de 20 años fue de 7,3%.

⁶ Esta información refiere al promedio de transacciones en todo el país y por lo tanto de tierras destinadas a diferentes usos y de diversas calidades. En el año 2017 y para el promedio del país el precio de la tierra subió casi un 10% aunque hubo departamentos en donde los precios bajaron (Colonia -13%, Durazno -33%, Rivera -32%)

- La tasa anual de crecimiento solamente fue menor al 3% para el caso de los campos que se vendieran entre 2000 y 2002, o se si se hubieran comprado entre 1980 y 1982.
- Para resto del período, el crecimiento anual del precio de la tierra supera ampliamente el 3%.

Si el mismo análisis se realiza para períodos de 30 años se mantiene la misma tasa de crecimiento anual (7,3%), y el mínimo crecimiento anual es de 5% y por lo tanto en ningún período por debajo del valor considerado en el prospecto.

La evolución anual de este indicador –para intervalo de 20 años- muestra una tendencia al alza que se atenúa hacia el final del período y parece estabilizarse en 2017, pero se mantiene en valores en el entorno del 9% de crecimiento anual.



La tasa anual de crecimiento estimada sobre las tasaciones de los campos del fideicomiso para los últimos 4 años se ubicó en el 2,7%, cifra bastante más baja que la tendencia histórica. No obstante es importante tener en cuenta que las proyecciones financieras para el cálculo de la TIR de este proyecto se realizó sobre la base de un 3% anual, cifra bastante más conservadora que la tendencia histórica y perfectamente alineada con la realidad de los últimos años.

5.4 Las políticas públicas, el riesgo político

El riesgo de políticas públicas refiere a la amenaza, de parte del Estado, de actuar contra las modalidades de propiedad y explotación que propone el fideicomiso. El gobierno discute con frecuencia diferentes propuestas que pueden afectar el clima de la inversión en tierras, si aparecieran leyes gravando nuevamente la tierra, o si se detuviera en alguna medida la inversión de fondos como el proyectado, o si se afectara la inversión extranjera directa. Todos estos elementos componen un riesgo político que al momento no puede preverse cómo será su desenlace.

No se perciben condiciones que permitan advertir mayores amenazas de las que se mencionaron líneas arriba. La introducción del nuevo impuesto de primaria, si bien constituye un cambio normativo, no afectaría significativamente el negocio en cuestión ni tampoco incidiría de tal manera en las expectativas del negocio sectorial en general.

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

VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos-, tanto los presentados por la Fiduciaria y el Operador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité calificador de CARE entiende que la Emisión califica en la categoría BBB + (uy) de la escala del Manual de CARE⁷.

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrian Tamber

⁷ BBB+(uy). 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. Grado de inversión mínimo. La inclusión del signo + indica que la calificación se acerca más a la categoría superior.