

**CARE**

CALIFICADORA DE  
— RIESGO —

---

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

**CARE Calificadora de Riesgo**

Montevideo, abril de 2012

## SUMARIO

---

|  | Página |
|--|--------|
| RESUMEN GENERAL  | 3      |
| SECCIÓN I ANTECEDENTES   | 5      |
| SECCIÓN II EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS<br>DE PARTICIPACION | 6      |
| SECCIÓN III LA ADMINISTRACIÓN                                    | 7      |
| SECCIÓN IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO<br>DE FONDOS          | 10     |
| SECCION V EL ENTORNO   | 12     |
| SECCIÓN VI CALIFICACIÓN DE RIESGO                                | 16     |

---

## SUMARIO

## RESUMEN GENERAL

|   |
|---|
| ACTUALIZACIÓN 30.04.2012  |
| 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: Guyer y Regules  |
| Operador: Agroempresa Forestal SA<br>Entidad Representante: Bolsa Electrónica de Valores S.A.   |
| Entidad Registrante: EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.   |
| Fiduciario Fideicomiso de Garantía, Administración y Pago: EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.   |
| Vigencia de la actualización: Semestral   |
| Calificadora de Riesgo: CARE<br>Calificadora de Riesgo<br>Comité de Calificación: Ing. Julio Preve y Cr. Martín Durán Martínez  |
| Calificación local: BBB (uy)<br>(Grado inversor)  |

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.

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

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

Respecto del papel:

- La inexistencia de riesgo jurídico de estructura.
- Un negocio adecuadamente planteado con supuestos incurridos en las variables económicas, biológicas y productivas.
- Un diseño de gobernanza corporativa que minimiza el riesgo a los inversionistas.
- La liquidez adecuada en función de la naturaleza del papel y a la realidad del mercado doméstico.

Respecto del administrador:

- Se ha evaluado la capacidad de gestión de la empresa administradora del proyecto – Agroempresa Forestal –. La empresa continua demostrando capacidad de llevar adelante el proyecto, posee una sólida reputación nacional e internacional en este

sentido, con clientes de primera línea, y se somete a diversos controles de gestión. La ejecución del Proyecto se modificó marginalmente respecto de la presentada en el prospecto de emisión. El retraso se debió a dilaciones en las autorizaciones de parte del Poder Ejecutivo para la compra de los campos.

Respecto de los flujos proyectados:

- Debido al retraso en el comienzo de la ejecución del Proyecto, el Flujo proyectado se modificó. No obstante lo anterior, los flujos proyectados no varían sensiblemente de los del prospecto de emisión. El enlentecimiento mencionado provocó una disminución marginal de las proyecciones de rentabilidad. (del 9,85% del prospecto de emisión a un 9,71%).

Respecto del entorno:

- Se mantienen las perspectivas de demanda y precios del mercado internacional de la madera con las que fueron elaboradas las proyecciones de los flujos de fondos del prospecto de emisión; tanto para madera para pulpa como para madera de aserrío. En lo que refiere a las políticas públicas, si bien el enlentecimiento del comienzo del proyecto se explica por una demora del Poder Ejecutivo en autorizar las compras de los campos, este primer obstáculo fue levantado el 15 de marzo de 2012.

***El comité de calificación ha recalificado la emisión con la nota BBB (uy) de grado inversor.***

## **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") los CPs del Uruguay no las comp. cuando la enzo del proyecto se explica por una demora del Poder Ejecutivo en autorizar las comp por un valor nominal de U\$\$ 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) o al de la Bolsa Electrónica de Valores [www.bevsa.com.uy](http://www.bevsa.com.uy).

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

La vigencia de la calificación, atento a disposiciones del regulador (BCU) es de seis meses.

El comité de calificación estuvo integrado nuevamente por el Cr. Martín Durán Martínez y por el Ing. Julio Preve.

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

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

El cumplimiento mínimo esperado o lo que denominamos requisitos mínimos de desempeño es lo que se observará para juzgar la evolución del proyecto y del negocio.

Los mismos refieren a los avances en la compra de los campos, en las plantaciones y posteriormente el crecimiento de los árboles.

La información adicional analizada en esta ocasión fue la siguiente:

- Informes trimestrales de situación de BDU preparados por Agroempresa Forestal.
- Informes especiales sobre el proceso de adquisición de los campos
- Balances de Agroempresa Forestal
- Balance de EF Asset Management
- Balance del fideicomiso.

## **SECCIÓN II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION**

### **Riesgos considerados:**

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

**Riesgo por iliquidez.** Dadas las características de la emisión, la liquidez puede considerarse adecuada dadas las características del mercado uruguayo.

### **SECCIÓN III. LA ADMINISTRACIÓN**

Las características de la emisión hacen necesario analizar dos empresas administradoras: EF ASSET MANAGEMENT en su condición de emisora y fiduciaria del fideicomiso financiero, y Agroempresa Forestal S.A. en su capacidad de gestionar el proyecto. Se trata de evaluar la capacidad de gestionar y de administrar un patrimonio, para lograr el cumplimiento de las obligaciones de administración que se establecen en el contrato que constituye el fideicomiso.

#### **1. EF ASSET MANAGEMENT**

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

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

La evaluación incluye considerar la preparación profesional de los administradores para la toma de decisiones y para enfrentar los riesgos inherentes al negocio; su experiencia, y en general cualquier antecedente que pueda influir en la gestión. La propia marcha del negocio va destacando su capacidad de gestión. Según las notas a los estados contables se aplican políticas de gestión de riesgos en lo que refiere a liquidez, créditos, mercado y dentro de éste, contempla tipo de cambio y tasa de interés. El análisis de dichos EE.CC al cierre del 31 de diciembre pasado y su comparativo con el año anterior, revela una sólida situación de la firma tanto en su solvencia como en su liquidez. Dichos EE.CC cuentan con informe de auditoría de Deloitte.

Es de destacar, además, la experiencia de la firma en la administración de fideicomisos. En efecto, desde su creación en el año 2004 a la fecha ha administrado o administra 19 fideicomisos de la más variada índole.

#### **2. Agroempresa Forestal S.A.**

Se trata en este caso de la evaluación del desempeño en la ejecución del proyecto forestal. CARE ha formado su juicio a través de la información de documentación proporcionada por Agroempresa Forestal S.A. (en adelante AF) respecto al seguimiento del Proyecto. La capacidad de gerenciamiento del proyecto es crucial para el buen curso del mismo.

En nuestro país, AF ofrece servicios forestales en un área superior a las 80.000 hectáreas por año para diferentes clientes, con una facturación de la empresa y sus divisiones que ha promediado USD 7,2 millones en los últimos cuatro ejercicios.

Asimismo, la empresa está administrando a la fecha activos valuados en más de USD 100 millones.

Dispone de un equipo profesional de buena reputación, especializado y totalmente independiente, ingenieros agrónomos, técnicos forestales, supervisores de campo, a los que se suman empresas de servicios asociadas.

AF ha conseguido las siguientes certificaciones:

- Norma ISO 9000 desde 2004.
- Norma Forest Stewardship Council (FSC). AF preparado y logrado que más de 15.000 hectáreas sean certificadas FSC en Uruguay.
- 9° en el ranking Great Place to Work 2006.

En la primera fase del Proyecto, el operador ha evidenciado un adecuado manejo de la gestión del Proyecto, habiendo concretado la compra de los primeros dos campos y la firma de boletos de reserva de siete más.

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

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

Esto se ve reflejado en los EE.CC al 31 de diciembre de 2011, que cuentan con informe de auditoría de Deloitte, donde para dicho ejercicio tuvo ingresos por U\$S 3.214.526 con un patrimonio de U\$S 335.241. En el comparativo con el ejercicio anterior revela un crecimiento de 18% en el patrimonio y un incremento muy importante en las ganancias aunque cabe decir que por haber cambiado la fecha de cierre, los datos al 31 de diciembre de 2010 responden a un ejercicio de tan solo nueve meses.

El historial de la firma y la solvencia que reflejan los EE.CC permiten concluir que AF está perfectamente habilitada para administrar esta operación.

### **Riesgos considerados:**

**Riesgo jurídico**, por incumplimiento de alguna disposición por parte del fiduciario o del administrador. El mismo se encuentra pormenorizadamente analizado y acotado en los contratos analizados. La fiduciaria, se encuentra debidamente inscripta en el Banco Central del Uruguay en el Registro de Valores – Sección Fiduciarios Financieros, por comunicación N° 2004/188 de fecha 9 de julio de 2004 y en el Registro Nacional de Comercio el 7 de abril de 3003 con el N° 2014 – Ruc: 214769530012.

**Riesgo administración**, considerando la idoneidad para cumplir con la función de AF S.A. En virtud que todos los análisis practicados en la calificación se han mantenido; se considera que el riesgo de incumplimiento de la administradora 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. Al tratarse de la primera actualización de calificación, BDU cuenta con la mayoría de fondos en activos líquidos los que sirven, en esta etapa, como provisiones en potencia.

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

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

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

Según el contrato de Fideicomiso Financiero, en el numeral 4 se define cuáles serán los Bienes Fideicomitados y establece que “con los fondos provenientes de la colocación de los Valores, el Fiduciario invertirá en inmuebles rurales para el posterior desarrollo de la actividad silvícola, en las condiciones previstas en este Contrato, para que integren el patrimonio del Fideicomiso”. Agrega que constituirán además Bienes Fideicomitados los importes integrados por los suscriptores de los Valores que permanezcan en el Fideicomiso sin ser invertidos en inmuebles; los importes que se mantengan en la Reserva para Amortización de Valores y la Reserva para Contingencia; y todos los demás bienes, derechos y obligaciones de cualquier naturaleza que integren el patrimonio del Fideicomiso, emergentes de la ejecución y desarrollo del Plan de Negocios y del propio funcionamiento del Fideicomiso y de las colocaciones transitorias realizadas en valores. Por lo tanto el Patrimonio del Fideicomiso estará constituido por los Activos y por todos los derechos económicos presentes y futuros que generen los mismos.

### Algunos hechos relevantes

El Proyecto se vio retrasado en su ejecución debido al enlentecimiento de las autorizaciones de parte del Poder Ejecutivo en lo que refiere a la compra de tierras. Por dicho motivo, la planificación fue modificada y las plantaciones se realizarán en la primavera de 2012, otoño y primavera de 2013 y otoño de 2014. Sin perjuicio de los nuevos flujos de fondos proyectada que presentará el operador, CARE estima que el efecto en el corrimiento del plan original modificaría marginalmente la TIR proyectada en el Prospecto de un 9,85% a un 9,71%.

| TIR Proyecto esperada en Prospecto | TIR esperada actual* |
|------------------------------------|----------------------|
| 9,85%                              | 9,71%                |

\* Producto del atraso en las compras de tierras

En cuanto a los requisitos de desempeño mínimos mencionados en la página 3 de este informe, se destaca la compra de los campos en el departamento de Cerro Largo. A la fecha se compraron dos campos y se presentaron para la aprobación del Poder Ejecutivo la compra de 7 más que están con los boletos de reserva firmados.

Es importante destacar que entre las compras hay un campo que posee 278 hectáreas forestadas con Eucaliptus Grandis del año 2007 (5,5 años desde la plantación). El mismo será podado y raleado para adaptarlo al plan de manejo silvícola de BDU. Esta acción mitigará gran parte de los efectos en el retorno esperado provocados por el retraso en las compras anteriormente mencionado.

Este retraso provocó que el Operador modifique la planificación operativa:

- Se trasladan las hectáreas a plantar en Otoño 2012 para la Primavera 2012.
- Respecto a las plantas que se pensaban usar en Otoño 2012, se han vendido parte de las mismas, otras se manejan para que lleguen a primavera y un 25% de las mismas se desechan porque no llegarán en buen estado a la época de plantación
- Se aumenta la capacidad operativa contratada para la Primavera 2012 para alcanzar estos objetivos.

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

**Riesgo de gerenciamiento.** Implica evaluar la capacidad de la empresa administradora de cumplir con los planes y el proyecto presentado. De acuerdo a los antecedentes analizados se concluye que no existe este riesgo dado la capacidad comprobada de la empresa de llevar a cabo el proyecto. Asimismo refuerza ese análisis las previsiones contractuales de cambio de empresa administradora si no pudiera cumplir con el mismo.

**Riesgo de descalce de monedas.** Los ingresos y egresos más relevantes están previstos en la misma moneda, por lo que este riesgo es prácticamente inexistente. Aunque de hecho existen servicios por definición no transables, el mercado los trata como si lo fueran trasladándoles el riesgo antes referido al pagarlos en vínculo con los valores internacionales de los productos.

## SECCIÓN V. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO DE FONDOS

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, a 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 los siguientes aspectos favorables, la mayoría de estos, ya comentados en la primera calificación, que se mantienen vigentes en la actualidad:

- Crecimiento esperado de la población mundial.
- Crecimiento esperado de la demanda de madera y presiones sobre los recursos naturales, en especial la tierra como factor de producción.
- Crecimiento en el patrón del crecimiento económico.
- Incremento de la urbanización.
- Más del 60% de los retornos de la inversión forestal se explican por el crecimiento del árbol. Uruguay tiene condiciones favorables de suelo y clima que hacen factible la producción de madera.
- Conocimiento científico – técnico presente en el país para sortear eventuales problemas sanitarios que afecten la productividad del árbol.
- Incremento de los costos de la mano de obra en el sector construcción debido a disposiciones que protegen al trabajador de los riesgos inherentes a la actividad. Este aumento del peso relativo de la mano de obra en el costo total, hace viable métodos constructivos intensivos en madera.
- Aspectos ambientales, y su expresión en políticas públicas que limitarán la oferta de madera proveniente de bosques nativos.
- Políticas energéticas, el uso de biomasa en la producción de energía, que previsiblemente agreguen una nueva presión a la demanda de madera así como al precio de la tierra.

### **1 Riesgo Económico y de Mercado**

El riesgo económico se mitiga debido a que el producto principal verifica más de una demanda derivada o potencial uso. O sea que difícilmente la negociación de venta del producto quede librada a una relación de monopsonio u oligopsonio.

En lo que refiere al crecimiento de los árboles, aún no es posible evaluarlos debido a que se está en el primer año del Proyecto.

## 2. Sobre el precio de la madera y de la tierra

El precio más importante y por tanto el juicio más determinante para la calificadora es el de la madera.

Los precios de la madera; a nivel internacional, regional y doméstico han evidenciado trayectorias acordes a las planteadas en el prospecto inicial.

Dado el peso relativo del precio de la madera en los ingresos del proyecto, el flujo de fondos y la TIR estimada se estudiaron los principales artículos que proyectan dicho precio con un horizonte temporal de largo plazo la evolución del sector forestal en el mundo. Dichos artículos fueron publicados, algunos por instituciones académicas, otros por la FAO y el Banco Mundial y proyectan la demanda y los precios de la madera para las próximas décadas. Se relevaron documentos que sustentan sus pronósticos en técnicas cuantitativas como cualitativas. El siguiente cuadro presenta, a modo de síntesis, las principales tendencias que describe cada una de las citas bibliográficas analizadas. Los autores estudiados fueron: Sohngen, Mendelsohn y Sedjo, Zhu, Tomberlin y Buongiorno, Leslie y Morell, el Banco Mundial y la FAO.

| <i>Autores</i>                     | <i>Metodología y horizonte temporal de las predicciones</i>   | <i>Estimaciones de Precios</i>  |
|------------------------------------|---|---|
| Sohngen, Mendelsohn y Sedjo (2000) | Modelo Global, cuantitativo y dinámico de la oferta y demanda de madera. Proyecciones hasta 2135.             | El precio real de la madera crecerá en todos los escenarios estudiados (media de 0.4%). En los primeros 40 años, el crecimiento será de 1.2%. |
| World Bank (2001)                  | Modelo y método no mencionado. Proyecciones hasta 2015.   | Crecimiento del Precio a una tasa de 1.8% real.   |
| Zhu, Tomberlin y Buongiorno (1999) | Modelo Global, cuantitativo y dinámico de la oferta y demanda de madera.                                      | Crecimiento nulo en productos elaborados en base a maderas coníferas y 0.8% de crecimiento en productos en base a madera latifoneada.         |
| Leslie (2001)                      | Modelo cualitativo y descriptivo  | Precios estables, con algunas caídas  |
| Morell y FAO (2001)                | Estimación en base a la metodología Delphi (cualitativa). En base a la opinión de 12 Informantes calificados. | Precio de madera sólida con incrementos y caídas en el precio de la madera para pulpa.  |

De la revisión bibliográfica se puede concluir que la mayoría de los trabajos pronostica aumentos reales en el precio de la madera, en especial de las maderas con destino a la producción de madera aserrada. En promedio, la tasa de variación del precio proyectado por los diferentes trabajos oscila el 1.5%. Si bien algunos trabajos

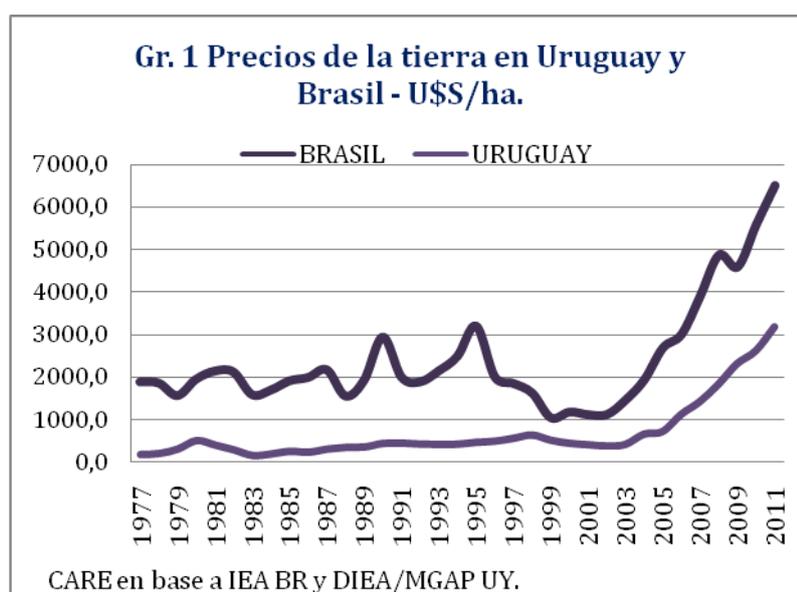
tienen proyecciones de crecimiento más modestas, estos no introducen en dichas proyecciones los siguientes supuestos:

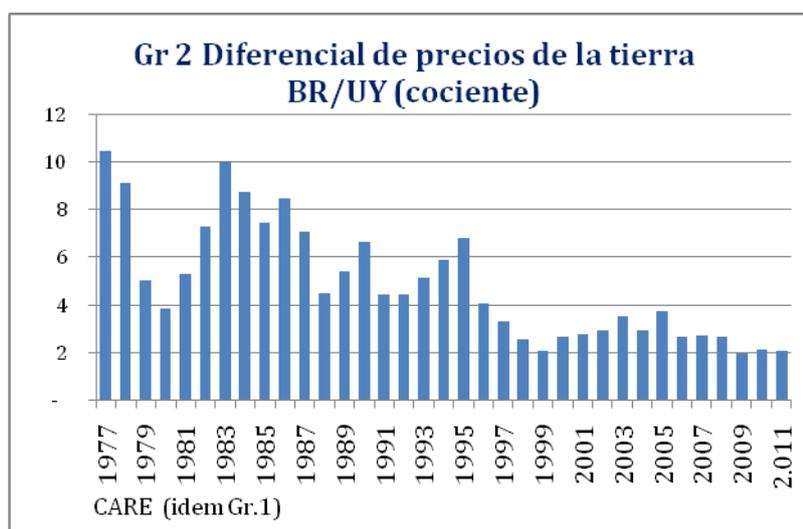
- un incremento en las regulaciones ambientales haciendo más estricto el uso de la tierra que excluirán áreas forestadas, en particular los bosques nativos
- aumento en el uso de energías renovables y a partir de biomásas forestales.
- no se introducen en los modelos de proyección de oferta, supuestos sobre eventuales incrementos en la productividad producto del cambio técnico y la introducción de conociendo en la producción.

Es por este motivo, que estas proyecciones deben considerarse una hipótesis de mínima en lo que respecta a la demanda y oferta esperada de madera así como su precio.

En lo que refiere al precio de la tierra, si bien el precio de la tierra ha crecido de forma significativa en los últimos años, continúa "barato" en términos relativos cuando se la compara con la región con tierras de similares características productivas.

En ese sentido, la brecha de precios de tierras existente entre Uruguay y Brasil (cociente entre el precio de la hectárea en Brasil y Uruguay) ha verificado una disminución tendencial en los últimos veinte años. No obstante la brecha promedio de los últimos tres años oscila valores de 2 (ver Gráfica 1 y 2). Para tierras de similares características en lo que refiere a productividad y accesibilidad, en Brasil se transan valores que casi duplican los precios de Uruguay.





### 3. Las políticas públicas, el riesgo político

El gobierno discute con frecuencia diferentes propuestas que pueden afectar el clima de la inversión en tierras o sobre el negocio forestal. Todos estos elementos componen un escenario político que en grandes líneas se ha mantenido de igual manera que en el momento de la calificación inicial. 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.

**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. CALIFICACION 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. Se trata de una calificación de grado inversor<sup>1</sup>.

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez

<sup>1</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.