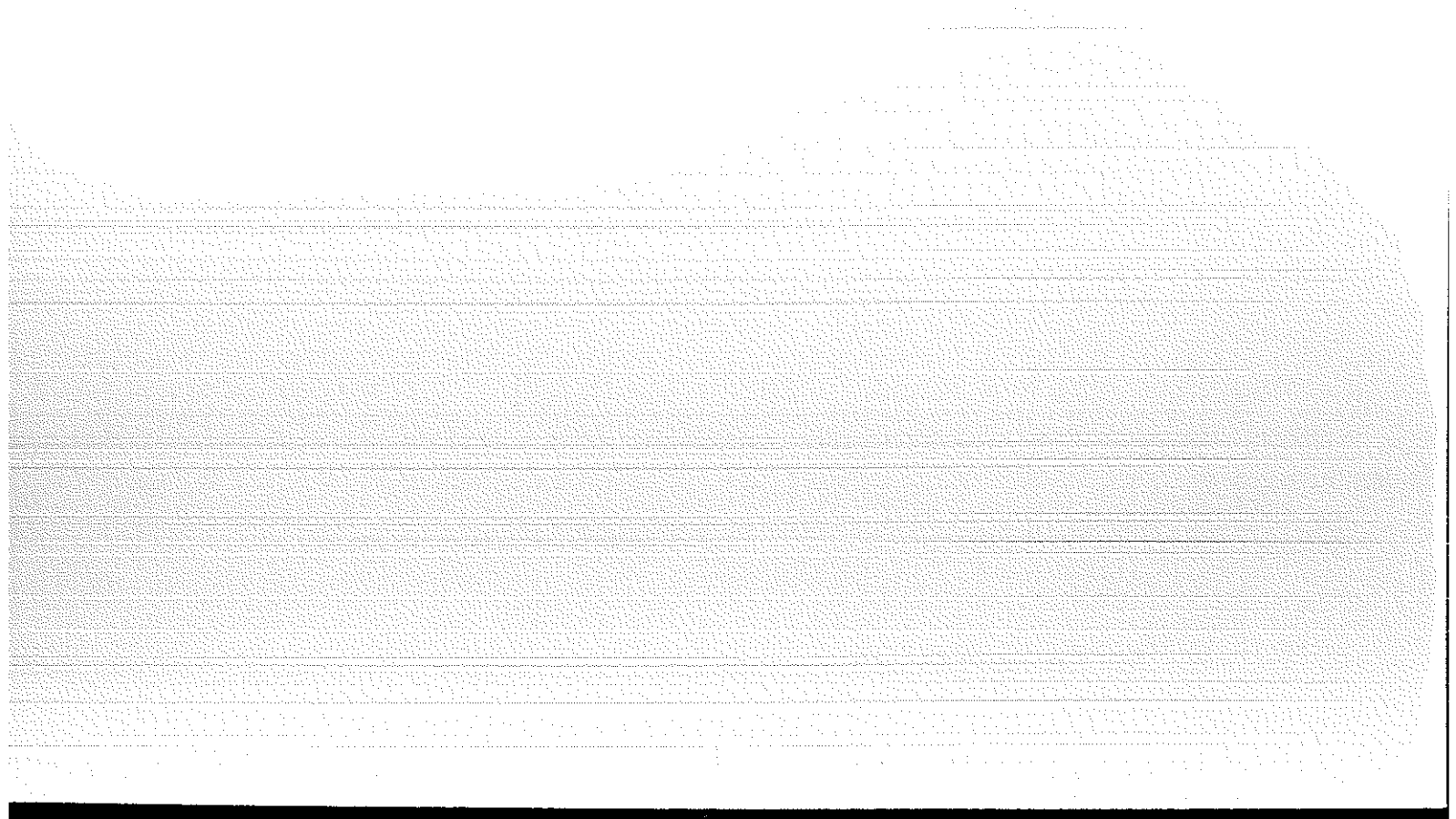


**Fideicomiso Financiero
Forestal Bosques del Uruguay**

**INFORME DE COMPILACIÓN
AL 30 DE SEPTIEMBRE 2011**



INFORME DE COMPILACIÓN

A los Señores Directores de
EF ASSET MANAGEMENT
ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A.

Hemos efectuado una compilación del estado de situación patrimonial del Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay al 30 de Setiembre de 2011 y de los correspondientes estados de resultados, de evolución del patrimonio neto y de origen y aplicación de fondos por el período del 05 de agosto de 2011 al 30 de setiembre de 2011, conjuntamente con sus notas explicativas y Anexo. Dichos estados contables constituyen afirmaciones de la Dirección de la Sociedad, quien es responsable por la información contenida en los mismos y por su presentación de acuerdo con normas contables adecuadas en Uruguay.

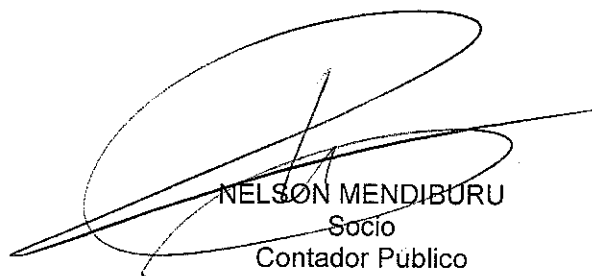
La referida compilación fue realizada de acuerdo con la Norma Internacional de Servicios Relacionados Nro. 4410 según lo establecido por el Pronunciamiento Nro. 18 del Colegio de Contadores, Economistas y Administradores del Uruguay, y se limitó a presentar bajo la forma de estados contables las afirmaciones de la Dirección, sobre la situación patrimonial y financiera y los resultados de la Sociedad.

El trabajo de compilación realizado no consistió en un examen de acuerdo con Normas Internacionales de Auditoría o una revisión limitada de los referidos estados contables, por lo cual no expresamos una opinión u otro tipo de conclusión sobre los mismos

Dejamos constancia que nuestra vinculación con el Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay deriva de nuestra actuación como asesores contables externos.

Montevideo, 28 de Octubre de 2011



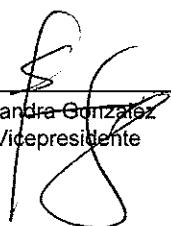

NELSON MENDIBURU
Socio
Contador Publico
C.J.P.U. 42.226

FIDEICOMISO FINANCIERO FORESTAL BOSQUES DEL URUGUAY

ESTADO DE SITUACION PATRIMONIAL AL 30 DE SEPTIEMBRE DE 2011 (expresados en pesos uruguayos ajustados)

ACTIVO	30/09/2011
ACTIVO CORRIENTE	
DISPONIBILIDADES	
Bancos	188 638 244
	<u>188.638.244</u>
INVERSIONES TEMPORARIAS	
Deposito overnight mn	110 221 759
Letras del tesoro	55 482 158
Letras Tesoreria MN	39.101 279
Deposito Plazo Fijo U\$S	608 121 072
	<u>812.926.268</u>
OTROS CREDITOS	
Creditos Fiscales	946 853
	<u>946.853</u>
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	<u>1.002.511.364</u>
ACTIVO NO CORRIENTE	
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	<u>-</u>
TOTAL ACTIVO	<u>1.002.511.364</u>

Las nota de 1 a 6 que acompañan forman parte de los presentes estados contables


Sandra Gonzalez
Vicepresidente

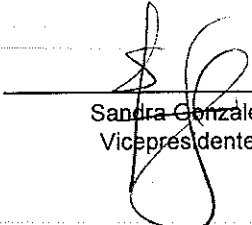

Bruno Gill
Sindico

FIDEICOMISO FINANCIERO FORESTAL BOSQUES DEL URUGUAY

ESTADO DE SITUACION PATRIMONIAL AL 30 DE SEPTIEMBRE DE 2011 (expresados en pesos uruguayos ajustados)

PASIVO	30/09/2011
PASIVO CORRIENTE	
DEUDAS COMERCIALES	
Proveedores Plaza MN	338.760
Proveedores plaza ME	1.083.216
	<u>1.421.976</u>
TOTAL PASIVO CORRIENTE	<u>1.421.976</u>
TOTAL PASIVO NO CORRIENTE	<u>-</u>
TOTAL PASIVO	<u>1.421.976</u>
PATRIMONIO	
CERTIFICADOS DE PARTICIPACION	
Valor Nominal	931.350.000
Ajuste Valor nominal	82.050.001
	<u>1.013.400.001</u>
AJUSTES AL PATRIMONIO	
Ajustes por conversion	(599.652)
	<u>(599.652)</u>
RESULTADOS	
Resultado del ejercicio	(11.710.961)
	<u>(11.710.961)</u>
TOTAL PATRIMONIO	<u>1.001.089.388</u>
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	<u>1.002.511.364</u>

Las nota de 1 a 6 que acompañan forman parte de los presentes estados contables


Sandra González
Vicepresidente


Bruno Gili
Síndico

FIDEICOMISO FINANCIERO FORESTAL BOSQUES DEL URUGUAY

**ESTADO DE RESULTADOS
POR EL PERIODO COMPRENDIDO ENTRE EL
5 DE AGOSTO DE 2011 Y EL 30 DE SETIEMBRE DE 2011
(expresados en pesos uruguayos ajustados)**

30/09/2011

PERDIDAS

GASTOS ADMINISTRACION Y VENTAS

HONORARIOS PROFESIONALES

Managment Fee	(1.657.641)
Honorarios Profesionales	(1.402.662)
Calificadoras Riesgo	(404.103)
Honorarios Fiduciario	(277.672)
Gastos otros	(134.092)

(3.876.170)

VARIOS

Gastos por constitucion	(561.798)
-------------------------	-----------

(561.798)

(4.437.968)

RESULTADOS FINANCIEROS

Intereses y Gastos Banc	(2.756)
Intereses Ganados	531.797
Diferencia de Cambio	(7.802.034)

(7.272.993)

RESULTADO DEL PERIODO

(11.710.961)

Las nota de 1 a 6 que acompañan forman parte de los presentes estados contables


Sandra Gonzalez
Vicepresidente


Bruno Gili
Sindico

FIDEICOMISO FINANCIERO FORESTAL BOSQUES DEL URUGUAY
ESTADO DE EVOLUCION DEL PATRIMONIO
POR EL PERIODO COMPRENDIDO ENTRE EL
5 DE AGOSTO DE 2011 Y EL 30 DE SETIEMBRE DE 2011
(expresados en pesos uruguayos ajustados)

2011

Certificados de Participación	Ajustes al patrimonio	Resultados	Total Patrimonio
-------------------------------	-----------------------	------------	------------------

1. SALDOS INICIALES

-	-	-	-
---	---	---	---

2. MOVIMIENTOS DEL EJERCICIO

Certificados de Participacion	931 350 000		931 350 000
Ajuste al valor nominal		82.050 001	82.050 001
Ajustes por conversion		(599 652)	(599 652)
Resultado del periodo		(11 710 961)	(11 710 961)

SUBTOTAL

931.350.000	81.450.349	(11.710.961)	1.001.089.388
-------------	------------	--------------	---------------

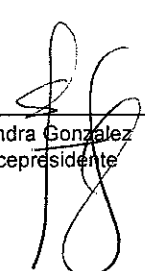
5. SALDOS FINALES

Certificados de Participacion	931 350 000		931 350 000
Ajuste al valor nominal		82.050 001	82.050 001
Ajustes por conversion		(599 652)	(599 652)
Resultado del periodo		(11.710.961)	(11.710.961)

TOTAL

931.350.000	82.050.001	(11.710.961)	1.001.089.388
-------------	------------	--------------	---------------

Las nota de 1 a 6 que acompañan forman parte de los presentes estados contables



 Sandra Gonzalez
 Vicepresidente



 Bruno Gili
 Sindico

**ESTADO DE ORIGEN Y APLICACION DE FONDOS
POR EL PERIODO COMPRENDIDO ENTRE EL
5 DE AGOSTO DE 2011 Y EL 30 DE SETIEMBRE DE 2011**
(expresados en pesos uruguayos ajustados)

30/09/2011

1. FLUJO DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE OPERACION

Resultado del período/ejercicio	(11 710.961)
Ajustes por:	
Intereses devengados no cobrados	(531 797)
Otros ajustes que no representan movimientos de fondos	
Resultado por traslación	81 450 349
Variación activos y pasivos	
Otros Créditos	(946 853)
Deudas comerciales	1 421 976

Flujo neto proveniente de las operaciones

69.682.715

2. FLUJO DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE INVERSION

Inversiones en letras en UI	(39 101 279)
Inversiones en letras en MN	(55 406 991)
Deposito a Plazo fijo ME	(608 040 000)
Inversiones en Overnight	(1 830 506 101)
Ingresos por Overnight	1.720 659 900

Flujo neto aplicado en actividades de inversión

(812.394.471)

3. FLUJO DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO

531.797

Emission de certificados de Participacion valor nominal	931 350 000
---	-------------

Flujo neto proveniente de actividades de financiamiento

931.350.000

4. EFECTO MANTENIMIENTO DE EFECTIVO

5. AUMENTO (DISMINUCION) DE EFECTIVO Y EQUIVALENTE

188.638.244

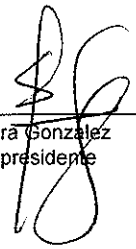
6. EFECTIVO Y EQUIVALENTE DE EFECTIVO AL INICIO

-

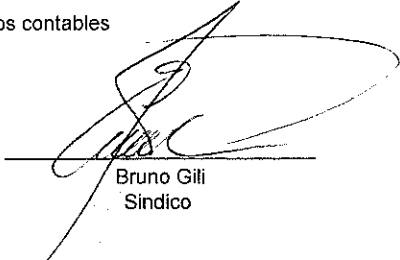
7. EFECTIVO Y EQUIVALENTE DE EFECTIVO AL FINAL

188.638.244

Las nota de 1 a 6 que acompañan forman parte de los presentes estados contables



Sandra Gonzalez
Vicepresidente



Bruno Gili
Sindico

FIDEICOMISO FINANCIERO FORESTAL BOSQUES DEL URUGUAY

NOTAS A LOS ESTADOS CONTABLES POR EL PERIODO COMPRENDIDO ENTRE EL 5 DE AGOSTO DE 2011 Y EL 30 DE SEPTIEMBRE DE 2011

Nota 1 - Información básica

Con fecha 06 de mayo de 2011 se celebra el contrato, en la ciudad de Montevideo, entre **EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A.** en calidad de "Fiduciario", **Agroempresa Forestal S.A.** en calidad de "Administrador" y los **Suscriptores Iniciales de los Valores** en calidad de "Fideicomitentes", constituyendo el Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay. El mismo fue protocolizado el 09 de mayo del corriente año.

El Fideicomiso se integrará con los importes a ser pagados por los Fideicomitentes en su carácter de suscriptores iniciales de los Valores, en las condiciones que se establecen en el Contrato y para ser destinados al cumplimiento de los fines del mismo.

Con los fondos provenientes de la colocación de los Valores (Certificados de Participación), el Fiduciario invertirá en la compra de Inmuebles rurales, situados dentro de la República Oriental del Uruguay, para el posterior desarrollo de la actividad silvícola, integrando el patrimonio del Fideicomiso.

El Plan de Negocios establece el marco dentro del cual se desarrollará la estrategia del Fideicomiso para cumplir con su fin, y específicamente indica los requisitos generales que han de reunir los Inmuebles a efectos de que el Fideicomiso pueda realizar dichas inversiones.

El Fiduciario designa al Administrador, por medio del Contrato de Administración, para cumplir la tarea de administrar los Bienes Fideicomitados y llevar adelante la implementación del Plan de Negocios, con respecto al presente Fideicomiso y el Contrato de Administración. Sin perjuicio de esto, el Fiduciario mantendrá la responsabilidad por la gestión del Administrador por las tareas subcontratadas a éste.

El Fideicomiso no podrá invertir sus recursos en valores no permitidos para los Fondos de Ahorro Previsional.

El patrimonio del Fideicomiso estará constituido por los Activos y por todos los derechos económicos, presentes y futuros que generen los mismos. Quedará afectado única y exclusivamente a los fines que se destina y sólo podrán ejercitarse respecto a él, los derechos y acciones que se refieran a dichos bienes.

Los Activos y los correspondientes pasivos del Fideicomiso se valuarán de acuerdo a las normas contables adecuadas (NIIF) y a las normas que al respecto dicte el BCU.

Con fecha 05 de agosto de 2011, EFAM emitió por cuenta del Fideicomiso, Certificados de Participación escriturales, por valor nominal de USD 50.000.000 (dólares americanos cincuenta millones).

Los Certificados de Participación darán a los Titulares derechos de participación sobre el resultado del Fideicomiso, de acuerdo a los términos y condiciones establecidas.

El Fideicomiso se mantendrá vigente por un plazo máximo de 30 años, o hasta el momento que se liquiden todos los Activos del Fideicomiso y se cancelen todas las obligaciones.

SW

Nota 2 - Bases de preparación de los estados contables

2.1 Normas contables aplicadas

A la fecha de emisión de los estados contables, las normas contables adecuadas en Uruguay aplicables a la Sociedad se encuentran establecidas en los Decretos 103/91, 266/07, 99/09, 37/10 y 65/10

El Decreto 103/991 establece los aspectos de presentación de los estados contables uniformes para las sociedades comerciales

El Decreto 266/007 de fecha 31 de julio de 2007 establece la obligatoriedad de la aplicación de las Normas Internacionales de Información Financiera, emitidas por el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (International Accounting Standard Board) vigentes y traducidas a idioma español a la fecha de publicación del mencionado decreto, tal como se encuentran publicadas en la página web de la Auditoría Interna de la Nación, considerando los aspectos de presentación contenidos en el Decreto 103/991.

El Decreto 99/009 de fecha 27 de febrero de 2009 y 65/010 de fecha 19 de febrero de 2010 establecen la obligatoriedad de ajustar por inflación los estados contables para aquellas entidades que cumplan con ciertos requisitos (alguno de los cuales aplican a la sociedad) Dicho ajuste se realiza aplicando la metodología prevista en la Norma Internacional de Contabilidad N° 29, utilizando como índice de reexpresión el Índice de Precios al Consumo ("IPC") elaborado por el Instituto Nacional de Estadística

Estas modificaciones normativas rigen en forma obligatoria para los ejercicios económicos iniciados a partir del 1 de enero de 2009

El Decreto 37/010 de fecha 1 de febrero de 2010 establece que en aquellos casos en que las normas sobre presentación de estados contables previstas en el Decreto 103/991, su anexo y modelos, no sean compatibles o consagren soluciones contrarias a las establecidas en los demás decretos mencionados, primarán estas últimas

Con posterioridad a la fecha del Decreto 266/07 han sido modificadas, enmendadas y/o adoptadas por el IASB distintas normas e interpretaciones que aún no han sido adoptadas por la entidad por no serlo requerido por la legislación vigente, cuyo eventual impacto sobre la Sociedad no ha sido evaluado a la fecha.

En función de que el fideicomiso inicio sus operaciones el 5 de agosto de 2011, y por ser este su primer ejercicio económico, no corresponde la presentación de la información comparativa.

2.2 Moneda funcional y moneda de presentación de los estados contables

Los estados contables han sido preparados en dólares estadounidenses, que es a su vez la moneda funcional, y se presentan en pesos uruguayos

Los registros contables del Fideicomiso son mantenidos simultáneamente en pesos uruguayos, moneda de curso legal en el Uruguay, y en dólares estadounidenses

Los estados contables expresados en pesos uruguayos, surgen de expresar los valores en dólares estadounidenses de acuerdo con los siguientes criterios:

- a) Los activos y pasivos se presentan, en todos los casos (incluyendo los saldos comparativos), convertidos a la tasa de cambio de cierre del periodo.
- b) Los ingresos y gastos de cada estado de resultados se presentan, en todos los casos (incluyendo los saldos comparativos), convertidos a la tasa de cambio promedio del período respectivo (a menos que tal promedio no fuera una aproximación razonable del efecto acumulado de las tasas de cambio a las fechas de transacción, en cuyo caso los

SN

ingresos y gastos se convierten a las tasas de cambio vigentes a las fechas de cada transacción); y

- c) Las cuentas del patrimonio diferentes al resultado neto del ejercicio se presentan convertidas (incluyendo los saldos comparativos) a la tasa de cambio de cierre de cada ejercicio. La diferencia resultante en la traslación de las cuentas de resultados del ejercicio, se lleva directamente al patrimonio y se expone en la cuenta Resultados acumulados

2.3 Saldos en moneda extranjera

Los activos y pasivos en moneda extranjera (monedas diferentes a la moneda funcional) son valuados a los tipos de cambio de cierre del ejercicio. Las diferencias de cambio son imputadas a resultados. Los saldos de activos y pasivos denominados en moneda extranjera al cierre del ejercicio se resumen en Nota 3

2.4 Concepto de capital utilizado

El concepto de capital utilizado para la determinación de los resultados es el capital financiero.

El resultado se ha determinado sobre la variación que ha tenido durante el ejercicio, el capital considerado como inversión en dinero.

2.5 Definición de fondos.

Para la preparación del estado de flujos de efectivo el concepto de fondos utilizado se define como efectivo y equivalente de efectivo

2.6 Impuestos

El Fideicomiso es contribuyente del Impuesto al Valor Agregado, Impuesto a la Renta de la Actividad Económica y del Impuesto al Patrimonio. También es agente de retención del Impuesto a la Renta de las Personas Físicas

El Fideicomiso es contribuyente de IRAE por todas las rentas de fuente uruguaya que obtenga y en la medida que no estén dentro de las exoneraciones otorgadas por la Ley 15 939 de promoción del sector forestal

Sera contribuyente de Impuesto al Patrimonio, siendo exentos del impuesto los bosques de rendimientos plantados en zonas declaradas de prioridad forestal, así como los terrenos afectados a dichas plantaciones

La venta de productos agropecuarios en estado natural se encuentra sujeta al régimen de IVA en suspenso. La venta de rollos descortezados y talado de montes implantados por el propio fideicomiso o que hayan sido adquiridos en pie, se consideran venta de productos agropecuarios en estado natural. En consecuencia el IVA permanecerá en suspenso pudiendo recuperar el impuesto incluido en las adquisiciones que integren el costo. Los ingresos por pastoreo están exentos de IVA, con lo cual una porción del IVA compras indirecto no podrá recuperarse por asociarse a este tipo de ingresos.

El fideicomiso deberá tributar la Contribución Inmobiliaria Rural sobre los padrones adquiridos para la explotación. Sin embargo, en virtud de la Ley 18.245, se exonera de la Contribución Inmobiliaria Rural los padrones que el fideicomiso afecte a las plantaciones de bosques incluidos en los proyectos de Madera de Calidad definidos por el Ministerio de Ganadería, Agricultura y Pesca.

2.7 Uso de estimaciones contables y juicios

La presentación de los estados contables a una fecha determinada requiere que se realicen estimaciones y evaluaciones que afecten el monto de los activos y pasivos registrados y los activos y pasivos contingentes revelados a la fecha de emisión de los presentes estados contables, como así también los ingresos y egresos registrados en el ejercicio. Los resultados reales futuros pueden diferir de las estimaciones y evaluaciones realizadas a la fecha de la preparación de los presentes estados contables

2.8 Deterioro

Los valores contables de los activos del Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay son revisados a la fecha de cada estado contable para determinar si existe un indicativo de deterioro. Si algún indicativo de deterioro existiera, el monto recuperable del activo es estimado como el mayor del precio neto de venta o el valor de uso, reconociéndose una pérdida por deterioro en el estado de resultados cuando el valor contable del activo o su unidad generadora de efectivo exceden su monto recuperable.

Una pérdida por deterioro es revertida, hasta el monto que no exceda el valor contable que hubiera correspondido si no se hubiera reconocido el deterioro, cuando posteriormente se produce un aumento en la estimación del monto recuperable

Nota 3 - Activos y pasivos en moneda extranjera

El Estado de Situación Patrimonial al 30 de Setiembre de 2011 incluye los siguientes saldos en moneda extranjera:

Pesos Uruguayos:

	30-sep-11	
	\$	Equivalente en U\$S sep11
ACTIVO		
<u>Inversiones Temporarias</u>		
Depositos Overnight	110 221 759	5 438 216
Letras Tesorería MN	55 482 158	2 737 426
Total	<u>165.703.917</u>	<u>8.175.642</u>
PASIVO		
<u>Deudas Comerciales</u>		
Proveedores Plaza MN	338.760	16 714
Total	<u>338.760</u>	<u>16.714</u>
Posición neta	<u>165.365.157,05</u>	<u>8.158.928,21</u>

Unidades Indexadas:

	30-sep-11	
	Valor nominal UI	Equivalente en U\$S sep11
ACTIVO		
<u>Inversiones Temporarias</u>		
Letras Tesorería UI	16 700 000	1 929 213
Total	<u>16.700.000</u>	<u>1.929.213</u>
PASIVO	-	-
Posición neta	<u>16.700.000,00</u>	<u>1.929.212,50</u>

Nota 4– INSTRUMENTOS FINANCIEROS

El Fideicomiso se integra por los importes pagados por los Fideicomitentes en su carácter de suscriptores iniciales de los valores.

Con estos fondos el Fiduciario invertirá en inmuebles rurales situados en el territorio de la Republica Oriental del Uruguay, los cuales serán destinados al desarrollo de la actividad silvícola

De acuerdo a lo estipulado en el contrato, el Fideicomiso no podrá invertir sus recursos en valores no permitidos para los Fondos de Ahorro Previsional

Al 30 de setiembre 2011 el fideicomiso realizo las siguientes inversiones:

Deposito Overnight MN		
Fecha	Vto	\$
30/09/2011	01/10/2011	110.221.759
		<u>110.221.759</u>

Letras Tesoreria MN				
Fecha	Vto	Valor Nominal \$	\$	intereses \$ devengados al 30/9
15/09/2011	06/12/2011	5 000 000	4 913 987	15.734
20/09/2011	11/11/2011	6 193 600	6 126 871	12.833
22/09/2011	20/12/2011	5 000 000	4 906 935	8.365
23/09/2011	19/10/2011	15 000 000	14 918 977	21.814
27/09/2011	20/12/2011	25 000 000	24.540.221	16.421
			<u>55.406.991</u>	<u>75.167</u>

Letras Tesoreria UI					
Fecha	Vto	Valor Nominal UI	precio	valor UI	interes \$ devengados al 30/9
30/09/2011	20/04/2012	16 700 000	1,0096	16 860 320	676 610

Deposito Plazo Fijo ME				
Fecha	Vto	tasa	USD	interes devengados al 30/9
06/09/2011	06/10/2011	0,20%	30.000.000	4.000
			<u>30.000.000</u>	<u>4.000</u>

Nota 5 – ADMINISTRACION DE RIESGO FINANCIERO

A continuación se detallan los principales tipos de riesgos a los que se encuentran expuestos los instrumentos financieros del Fideicomiso y las políticas de gestión de los mismos.

5.1 Riesgo de crédito

El riesgo de crédito es el riesgo de pérdida financiera que enfrenta el Fideicomiso si un deudor o contraparte en un instrumento financiero no cumple con sus obligaciones contractuales.

El fideicomiso no se encuentra expuesto a este riesgo dado que los instrumentos financieros en los cuales puede invertir tienen las mismas restricciones que para los Fondos de Ahorro Previsional

5.2 Riesgo de liquidez

El riesgo de liquidez es el riesgo de que Fideicomiso no pueda cumplir con sus obligaciones financieras a medida que vencen

El Fideicomiso no está expuesto a este riesgo, ya que se pagará a los poseedores de los certificados de participación, en virtud del plan de negocios establecido en el contrato de Fideicomiso.

5.3 Riesgo de mercado

El riesgo de mercado es el riesgo de que los cambios en los precios de mercado, por ejemplo en el tipo de cambio y en las tasas de interés, afecten los ingresos del Fideicomiso o valor de los instrumentos financieros que mantiene

a) Riesgo de moneda

El Fideicomiso está expuesto a este riesgo por su posición monetaria en pesos (Nota 3)

b) Riesgo de tasa de interés

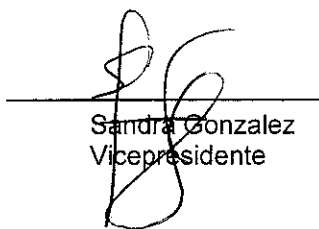
El Fideicomiso no está expuesto a este tipo de riesgo El fideicomiso no se encuentra expuesto a este riesgo dado que no podrá invertir sus recursos en valores no permitidos para los Fondos de Ahorro Previsional.

5.4 Valores razonables

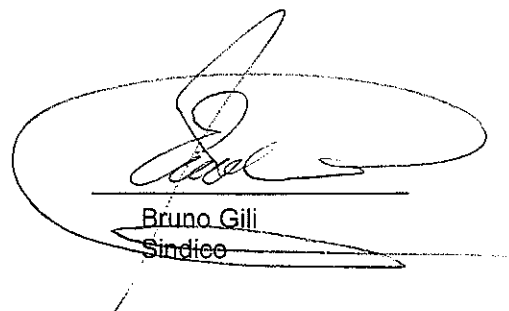
Los valores contables de activos y pasivos financieros no difieren significativamente de su valor razonable.

Nota 6 - Hechos posteriores

A la fecha de presentación de los presentes estados contables no existen hechos que puedan afectar la situación existente al 30 de septiembre de 2011 en forma significativa



Sandra Gonzalez
Vicepresidente



Bruno Gili
Sindico