

**ACTUALIZACIÓN DE LA  
CALIFICACIÓN DE RIESGO DE  
CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN  
EN EL DOMINIO FIDUCIARIO DEL  
“FIDEICOMISO FINANCIERO  
FORESTAL BOSQUES DEL  
URUGUAY 4”**

*Montevideo, abril de 2025*

---

4	RESUMEN GENERAL
7	I INTRODUCCIÓN
14	II EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION
16	III LA ADMINISTRACION
21	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
26	V EL ENTORNO
37	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

---

## Actualización de la Calificación Emisión de Oferta Pública 11 - abril - 2025

<b>Denominación:</b>	Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 4
<b>Fiduciario:</b>	EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A.
<b>Operador (Administrador) y Organizador:</b>	Agro Empresa Forestal S.A.
<b>Agente de Registro y Pago:</b>	EF Asset Management. Administradora de Fondos de Inversión S.A.
<b>Entidad Representante:</b>	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.
<b>Títulos emitidos:</b>	Certificados de participación escriturales
<b>Moneda:</b>	Dólares americanos
<b>Importe de la emisión:</b>	USD 330.000.000
<b>Fecha de Suscripción:</b>	10 de abril 2019.
<b>Distribuciones:</b>	Cuando existan Fondos Netos Distribuibles según resultados y a partir del tercer año, de acuerdo a procedimiento establecido.
<b>Activos del Fideicomiso:</b>	Tierra y bosques forestales.
<b>Plazo de vigencia del fideicomiso:</b>	máximo de 30 años.
<b>Vigencia de la Calificación:</b>	30 de noviembre de 2025.
<b>Calificación de Riesgo:</b>	BBB+.uy <sup>1</sup>
<b>Comité de Calificación:</b>	Julio Preve, Martín Durán Martínez y Adrián Tamber.
<b>Manual Utilizado:</b>	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros

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

## Resumen General

**CARE ha actualizado la calificación de los certificados de participación en el dominio fiduciario del "Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 4" 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:

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico ofrece las garantías necesarias tal como se aprecia en el informe jurídico del Anexo I de la calificación original.
- Un proyecto que desde el punto de vista físico y económico supera diversas pruebas a los que razonablemente la emisora y la calificadora han sometido el proyecto. La última actualización del flujo financiero a diciembre de 2024 estimó una TIR de 9,1% para el escenario que considera los criterios de la calificadora en su visión del negocio para el largo plazo, la que resultó levemente menor a la estimada en 2024 (9,5%).
- Un proyecto que en sus líneas fundamentales repite otros tres con el mismo negocio y actores intervinientes, en los que se vienen cumpliendo razonablemente los planes de negocios establecidos. Todos los fideicomisos tienen nota de grado inversor y son calificados por CARE. Los desvíos observados vienen siendo debidamente justificados por el operador y el comité de vigilancia, y responden a situaciones coyunturales del mercado, y en principio no parecen generar cambios en la marcha del proyecto.
- Un negocio compuesto por la adquisición de 55.365 hectáreas de tierras forestales sobre las cuales hay plantadas poco más de 34 mil hectáreas y el arrendamiento de 6.030 hectáreas de las cuales hay plantadas unas 3.600. El área forestada, entre los campos propios y arrendados, es del orden de las 38.000 hectáreas.
- Se adquirió una extensión de tierras con un negocio en marcha, con lo cual se mitigaron considerablemente los riesgos de adquisición y plantación, aunque el plan de negocio considera la reconversión de buena parte del área que estaba plantada con pinos, para ser plantada con eucaliptus para obtener mayoritariamente madera de calidad.
- La capacidad de gestión de la empresa administradora del proyecto – Agro Empresa 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.
- Un diseño de gobierno corporativo que acota el riesgo a los inversionistas y que hasta la confección del presente informe ha funcionado en forma adecuada incluso se ha venido ajustando con la inclusión de los nuevos Fideicomisos.
- Se destaca la alineación de incentivos entre el Fideicomiso y el Administrador ya que este último ha adquirido Certificados de Participación (CP) en los diferentes Fideicomisos y a diciembre de 2023 tiene CPs por unos 14 millones de dólares.

- En 2024 se cosecharon 683 hectáreas, lo que representa una disminución de 1,7% del activo forestal, por otra parte, se plantaron 807 hectáreas de eucalipto que serán manejados para la obtención de madera de calidad. No se logró completar el plan de plantaciones y reforestaciones previstas para el año, como consecuencia de que no se obtuvieron algunos permisos y hubo dificultades para lograr la preparación de suelo.
- Los ingresos brutos del 2024 se ubicaron en el entorno de 52 millones de dólares, un 9% superior a lo presupuestado para el año, aunque es aproximadamente la mitad de lo que estaba establecido en el prospecto.
- Los costos de producción, así como los gastos (generales, fijos y de administración), estuvieron por encima del presupuesto del año (17 y 51% respectivamente), lo que generó un deterioro de los resultados financieros del año. Este deterioro se explica en gran medida como consecuencia de un mercado muy difícil para el pino, con márgenes muy ajustados, y por las bajas ventas de la Planta Olimar, que recién está comenzando a operar.
- La planta Olimar comenzó a operar sobre fines del primer trimestre del 2024 y ha venido ajustando su puesta a punto en el correr del año, no obstante está produciendo al 50% de su potencial. Se han realizado algunas exportaciones con resultado variable y al cierre de 2024 muestra un resultado financiero negativo, pero también un stock de láminas que una vez vendido reduce significativamente la pérdida del año. Se han realizado algunos ajustes en la operación y se priorizó la producción de las láminas de mayor calidad y muy alto valor, esperando que el emprendimiento mejore en 2025.
- A diciembre de 2024 se presentó la tasación anual de las tierras y bosques del fideicomiso que arrojó un valor total de 542,8 millones de dólares, conformado por 176,5 millones por la tierra y 366,3 millones por concepto de bosques forestales. La tasación da cuenta de un aumento de 7,9% en el total, explicado por un aumento del 5,2% en la tierra y un 10,5% en el valor de los montes forestales. El valor contable de estos activos que se menciona en la Sección III. El patrimonio que surge de los estados contables del fideicomiso al 31 de diciembre de 2024 era de USD 550,9 millones, valor muy superior a la emisión recibida de USD 330 millones.
- Se estima que el crecimiento del consumo de productos madereros será mayor al aumento de la población mundial impulsado por el aumento de los ingresos en las regiones emergentes del mundo. La mayor demanda deberá ser atendida aumentando la productividad a través de la gestión forestal sostenible en los bosques. No obstante, esa tendencia esperada de largo plazo puede verse afectada por coyunturas desfavorables que tengan efectos depresivos sobre la demanda y en consecuencia sobre los precios. Los efectos derivados de la pandemia, las consecuencias del conflicto entre Rusia y Ucrania, el enfriamiento de la economía global y de China en particular, contribuyen a generar un alta volatilidad en el comercio internacional y en los precios de la madera y los productos forestales. Por otra parte, no se puede descartar un incremento de la volatilidad de los precios y el comercio como consecuencia del reciente recrudescimiento de las políticas proteccionistas.

- En este contexto, los precios internacionales de los productos que comercializa este fideicomiso (celulosa y madera sólida) han mostrado un comportamiento muy variable en los últimos años. Para el caso de la celulosa, principal producto forestal exportado por Uruguay, los valores mostraron un cierto repunte durante el primer semestre del 2024, para luego comenzar a caer a partir del mes de agosto y hasta fines del año, para probablemente iniciar una nueva recuperación. Las exportaciones de madera sólida de eucaliptus, que enfrentaron un mercado muy poco demandado en 2022 y parte de 2023, se han ido recuperando lentamente de la mano de China, India y Vietnam, mientras que las exportaciones de madera de pino siguen sin mostrar por el momento niveles sostenidos de demanda, con la excepción de India que es el único mercado activo. El mercado interno se encuentra con buena demanda por madera ya sea para pulpa o para aserrío.
- El mercado de tierra agrícola (incluida la forestal), presenta para el largo plazo tendencias de incremento en sus precios, como consecuencia del aumento sostenido de la demanda de alimentos, fibras y maderas, y a que en general las posibilidades de expansión de la frontera agrícola está cada vez más limitada. Para el caso del Uruguay, los incrementos esperados en los precios de la tierra serán seguramente más moderados que los ocurridos entre 2004 y 2014. Luego de un período de ajuste y de un comportamiento errático con escasos negocios entre 2015 y 2020, el precio de la tierra lleva varios años de aumentos. El precio promedio de la tierra en dólares corrientes reportado por DIEA-MGAP para el primer semestre del 2024, habrá prácticamente alcanzado el máximo histórico del 2014 (-0,6%), aunque en dólares corrientes.
- Respecto de las políticas públicas, el cambio de administración podría volver a considerar la implementación de algunos cambios en el marco regulatorio de la actividad, tendientes a limitar el uso del suelo para la forestación, con posibles efectos sobre la actividad. No obstante, este Fideicomiso en particular ya ha completado sus plantaciones y obtenido los permisos correspondientes, motivo por el cual no se advierten por el momento amenazas para este proyecto.

## I. INTRODUCCIÓN

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

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para actualizar la calificación de los certificados de participación en el dominio fiduciario del fideicomiso financiero nominado "Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 4".

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 T.I.R.s derivado de múltiples simulaciones, como razonable para el proyecto en la primera calificación, las siguientes no se vinculan estrictamente con la obtención de estas cifras. En efecto, no se trata en este caso de una emisión con compromiso de rentabilidad fijo. Por tanto la nota no dependerá 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 seguirá entre otros criterios el cumplimiento del proyecto y el alcance de una rentabilidad mínima que se juzgue aceptable en ocasión de cada recalificación.

CARE Calificadora de Riesgo es una calificadora con registros y manuales aprobados por el Banco Central del Uruguay a partir de abril de 1998. Califica conforme a su metodología oportunamente aprobada por dicha autoridad, seleccionando los profesionales necesarios para integrar en cada caso el comité de calificación, el que juzga en función de sus manuales. Estos, su código de ética, registros y antecedentes se encuentran disponibles en el sitio web: [www.care.com.uy](http://www.care.com.uy) así como en el del regulador: [www.bcu.gub.uy](http://www.bcu.gub.uy). El comité de calificación estuvo integrado en este caso por Martín Durán Martínez, Julio Preve y Adrián Tamber. Asimismo CARE contrató los servicios del Dr. Leandro Rama, para la evaluación del riesgo jurídico en ocasión de la calificación original. Asimismo contrata regularmente cuando lo entiende necesario informes de campo adicionales y realiza vistas a los predios.

Más allá de las actualizaciones de norma la calificación puede variar ante la aparición de hechos relevantes. Se considerará un hecho relevante la evolución semestral del plan de negocios previsto en el Prospecto.

## 2. Antecedentes generales y hechos salientes del período

### a. Antecedentes generales

- El Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 4 tiene como objetivo proveer a los inversores retornos a largo plazo logrados esencialmente a través del producto de las ventas de la madera y bosques en pie y la valorización del activo tierra, y a la vez, aunque en menor medida, del producto de la venta de bonos de carbono y de pastoreo de las tierras no forestadas, siguiendo protocolos de inversión y administración, con adecuados estándares productivos, ambientales y sociales.
- Como antecedente más relevante hay que mencionar a los Fideicomisos Financieros Forestales Bosques del Uruguay I, II y III, que emitieron certificados de participación en agosto de 2011, en octubre de 2014 y en diciembre de 2016 por un monto de 50, 70 y 190 millones de dólares respectivamente. Estos fideicomisos, con idéntica administración que la del presente, vienen cumpliendo a satisfacción con los planes de negocios originales, análogos al que se presenta en esta oportunidad.
- El desarrollo del emprendimiento forestal comienza con la adquisición de tierras y bosques, sigue con el manejo silvicultural de los árboles y culmina con la cosecha y comercialización de la madera, sea ésta con destino a la producción de pulpa de celulosa o el aserrío.
- El plazo del Fideicomiso es de 30 años como máximo, o hasta el momento en que se liquiden en forma total los Certificados de Participación emitidos por el Fiduciario, y se cancelen las demás obligaciones del Contrato. No obstante, en virtud del alcance del proyecto y la edad actual del activo que se adquirió, se estima una duración aproximada de 20 años.
- El Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 4, quedó constituido el 17 de diciembre de 2018, mediante la firma del contrato respectivo 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".
- Con la emisión se adquirió un patrimonio que ya se encontraba forestado y en plena operación. Se compraron un total de 55.365 hectáreas, integrado por dos bloques: el Norte (Terena) con 18.802 hectáreas y el Noreste (Guanare) con 36.563 hectáreas. Los campos del Bloque Noreste se encuentran en Cerro Largo y Treinta y Tres y los del Bloque Norte en Tacuarembó y Rivera.
- La superficie plantada en campo propio actualmente es de unas 34.000 hectáreas y aproximadamente una tercera parte de la superficie sigue siendo de pino. El Fideicomiso arrienda también 6.030 hectáreas de las cuales hay plantadas unas 3.600. Los campos arrendados se encuentran en los departamentos de Cerro Largo, Treinta y Tres, Tacuarembó, Rivera y Durazno.

- Al cierre del proyecto el ingreso total estimado por ventas corresponderá en un 51% a la venta de madera, un 33% a la venta de bosques en pie, y finalmente un 15% a la venta de tierra al final del proyecto. Los ingresos por pastoreo son marginales. Estos ingresos se estimaron descontando el flujo esperado a una tasa del 6%.
- El plan de negocio supone que en la medida que se vayan cortando los montes de pino, las áreas cosechadas serán replantadas con eucaliptus orientado a la producción de madera para aserrío libre de nudos y en las zonas menos productivas se plantarán especies de eucaliptus con destino a la producción de pulpa de celulosa.
- El 28 de agosto de 2019 el Fideicomiso tomó posesión de los campos adquiridos, y se iniciaron las operaciones por parte del Operador.
- El fideicomiso cuenta con la certificación FSC® (Forest Stewardship Council o Consejo de Administración Forestal en español), en el 91 % de las hectáreas.
- A los efectos de atender los déficits de caja derivados de los costos de cosecha y el proceso de exportación, el Fideicomiso ha incurrido en la contratación de créditos de corto plazo con bancos privados de plaza (créditos de prefinanciación de exportaciones), los cuales en varias oportunidades se han ido renovando. Asimismo el Fideicomiso ha contraído crédito de largo plazo que se viene amortizando sin inconvenientes. En todas las oportunidades, se ha contado con la aprobación del comité de vigilancia y el fiduciario lo ha comunicado a la Calificadora.
- El 28 de diciembre de 2020 se realizó una Asamblea de Titulares de los Certificados de Participación con la representación del 100% y se decidió modificar algunos términos y condiciones de los CPs. Los cambios refieren a la modificación de la paramétrica del ajuste de los honorarios de Agroempresa Forestal y también se acordó subir información una vez por año de los Fideicomisos a la WEB de Bosques del Uruguay.
- En enero de 2022 se firmó una nueva modificación del contrato de Fideicomiso cuyo principal objetivo fue el de incluir dentro del Plan de Negocios la realización de "Proyectos Industriales" que permitan la percepción de un mayor retorno a los inversores.
- El 16 de junio de 2022 la asamblea de beneficiarios aprobó por unanimidad la venta anticipada de un predio de 139 hás ubicado sobre la Ruta 27 a 3 km de la ciudad de Rivera. El establecimiento estaba muy cerca de la ciudad de Rivera y era muy difícil reforestarlo por el riesgo de incendio en cercanías de los centros poblados.
- En la Asamblea del 16 de junio de 2022 también se aprobó por mayoría la ejecución del Proyecto Olimar, el que se financió con un préstamo de largo plazo (10 años).

- El 7 de julio de 2023, se llevó a cabo una asamblea de titulares de certificados de participación en la cual el administrador presentó una actualización de la situación del proyecto Olimar y la proyección de los costos de inversión en la planta. La asamblea aprobó las proyecciones de los costos presentados por el administrador.
- El 12 de diciembre de 2023, se realizó una asamblea de titulares en la que se aprobó la modificación del contrato del fideicomiso. El motivo fue el de modificar la paramétrica de ajuste del pago de los servicios del administrador del fideicomiso.
- La planta industrial Olimar, se terminó de construir en cuarto trimestre del 2023, y se inauguró en el mes de marzo de 2024; el costo final de la inversión fue de 6,98 millones de dólares.
- Agro Empresa Forestal (AF) es miembro signatario desde 2022 de PRI (Principios de Inversión Responsable). En ese sentido debe presentar anualmente informes y evaluación relacionada con la inversión responsable, debiendo cumplir con requisitos mínimos y ciertos indicadores para mantener la membresía. En 2023 presentó su primer informe (voluntario en esta oportunidad, luego será obligatorio), obteniendo tres estrellas Policy Governance and Strategy (PGS) y 4 estrellas Confidence building measures (CBM). El máximo es 5 estrellas y el módulo más relevante es PGS.

### b. Hechos salientes del período

- Los ingresos brutos totales del 2024 alcanzaron a los 51 millones de dólares, un 69% más altos que el año anterior. El 41% de los ingresos fue por ventas de madera al mercado interno (pulpa y aserraderos), el 58% por ventas de madera de exportación y el 1% por contratos de pastoreo. Los ingresos globales del año estuvieron un 9% por encima de lo presupuestado para el año, aunque con mayores exportaciones y menores ventas en el mercado interno.

**Cuadro 1. Ingresos proyectados y reales 2024 (USD)**

	Presupuesto	Real	Variación
Ingresos Brutos ventas domésticas	29.469.529	20.778.778	-29%
Ingresos Brutos ventas exportación	16.837.181	29.601.156	76%
Ingresos por pastoreo	557.847	579.305	4%
<b>TOTAL</b>	<b>46.864.557</b>	<b>50.959.239</b>	<b>9%</b>

Fuente: el operador

- De las ventas al mercado interno, un 75% corresponde a ventas de madera de eucaliptos con destino a plantas de celulosa y el 25 % restante son ventas a aserraderos locales de rolos de pino y de eucaliptos. Respecto del mercado interno, importa comentar que el principal cliente para trozas de pino en el departamento de Rivera tuvo notorias demoras y dificultades para realizar los pagos por la compra de la madera, por lo el que administrador resolvió suspender las entregas de madera a esta industria y no retomar las mismas hasta encontrar una solución para el pago de lo adeudado.

- Las ventas al mercado externo fueron un un 68% de rolos de eucaliptos y 32% de pinos, y el aumento de las vetas respecto del presupuesto se explican por la reactivación del mercado de pino en India y del eucalipto en China a comienzos de 2024.
- El mercado de exportación de eucalipto está mostrando una demanda bastante sostenida y con mejores precios desde China. No obstante, el mercado de India, principal demandante de pinos, muestra desafíos importantes, con precios bajos que en principio hacen dificultoso la concreción de negocios con márgenes aceptables.
- El presupuesto de gastos e inversiones para 2024 se estimó un total de 38 millones de dólares, en donde los costos de producción insumirían el mayor porcentaje (77%).

### Cuadro 2. Estimación de Costos e Inversiones para 2024 (USD).

	Presupuesto	Real	Variación
Costos de Producción	29.439.822	34.411.859	17%
Gastos, gerenciamiento, fijos y financieros	6.205.546	9.391.943	51%
Inversiones Implantación y manejo	2.491.912	3.623.679	45%
<b>Total</b>	<b>38.137.280</b>	<b>47.427.481</b>	<b>24%</b>

Fuente: el operador

- En general, todos los egresos terminaron el año por encima de presupuesto, lo que termina afectando los márgenes financieros. Los principales desvíos del gasto se explican por mayores costos de mantenimiento y gastos de gerenciamiento y administración. En 2024 se cosecharon (tala rasa) 683 Has lo que representó una disminución del 1,7% del activo forestal.
- Como consecuencia del incremento de los costos operativos y gastos generales, el EBITDA (ingresos brutos-costos de producción-gastos generales) se ubicó en unos 8 millones de dólares, mientras que se habían presupuestado unos 11 millones, para el 2024.
- En el año 2024 se plantaron 807 has, un 33% menos de lo que se tenía previsto en el presupuesto. Se realizaron también controles de malezas en las plantaciones de primavera de 2023 y se informa que esas plantaciones están con buen crecimiento y un alto porcentaje de prendimiento, aunque las condiciones de extrema humedad del segundo trimestre del año afectaron en parte el desarrollo de las plantas.
- La planta Olimar comenzó su pleno funcionamiento hacia fines del primer trimestre de 2024, aunque durante todo el año se ha trabajado por debajo de su potencial, en un proceso de puesta a punto. En consecuencia, el resultado del año no fue bueno. Según informa el comité de comité de vigilancia, si se valorizan los stocks que hay de láminas aún sin exportar la pérdida del año se ubicaría en el entorno de poco más de medio millón de dólares.

- Para el 2025 se propone un cambio en el plan de producción para la planta Olimar, intentando maximizar la producción de láminas de muy alto valor. Esto baja los indicadores de producción, la cantidad de madera consumida y la producción total de láminas, aumentando los costos de producción por m<sup>3</sup> de lámina producida. Sin embargo esto es compensado por un altísimo valor de las láminas vendidas. El comité de vigilancia encuentra que el resultado de la planta Olimar no viene siendo el esperado, y sugiere que al cierre del primer trimestre de 2025 se realice una evaluación exhaustiva del plan.
- En el período informado se cancelaron cuotas del préstamo a largo plazo que tiene este fideicomiso y se mantuvieron las operaciones de prefinanciación de exportaciones y de créditos de corto plazo para la operativa. Al cierre del año el nivel de endeudamiento se mantiene en el orden del 5% del patrimonio.
- Sobre fin del año 2024 se realizó una nueva tasación de los montes y tierras del fideicomiso estimándose un valor total de 542,8 millones de dólares, conformado por 176,5 millones por la tierra y 366,3 millones por concepto de montes forestales<sup>2</sup>. Se incrementan los valores de la tierra en un 10,5% y los de los montes en un 5,2%, lo que determina una revaluación positiva de los activos de 7,9%.
- Durante el tercer trimestre 2024 se realizó la auditoría anual de la certificación FSC®, donde se recorrieron varios predios y se auditó el Manejo Forestal utilizando el STD para Uruguay 2021. Los resultados de la auditoría fueron buenos, no se obtuvieron incumplimientos y se levantaron algunas observaciones menores que fueron tomadas por parte del equipo operativo para continuar mejorando. En 2024 se certificaron 841 hectáreas nuevas de bosques forestales, y el fideicomiso a diciembre de 2024 tiene el 91% de los montes certificados.
- El operador presentó el presupuesto para el 2025, el cual ya fue aprobado por el comité de vigilancia. Se proyectan ingresos brutos por US\$ 53,6 millones, que estaría compuesto en un 65% por ventas de madera al mercado interno (pulpa y aserraderos), un 34% por ventas de madera de exportación y el resto por otros ingresos por pastoreos. Una vez descontados los costos operativos y los gastos, se lograría un flujo operativo neto de unos 15 millones de dólares. Finalmente se prevén inversiones por aproximadamente 2,4 millones de dólares.

**Cuadro 3. Presupuesto operativo proyectado 2025 (USD)**

	<b>Presupuesto</b>
Ingresos Brutos ventas domésticas	34.832.070
Ingresos Brutos ventas exportación	18.441.545
Otros Ingresos	280.000
<b>Total de Ingresos</b>	<b>53.553.615</b>
Costos Operativos	-30.336.485
Gastos	-7.990.512
<b>Flujo Operativo Neto</b>	<b>15.226.618</b>
Inversiones	-2.420.468
<b>Flujo Operativo y de inversión</b>	<b>12.806.150</b>

Fuente: el operador

<sup>2</sup>. En esta oportunidad se contrató a una nueva tasadora (INDUFOR), que no considera los ingresos por pastoreo.

- El comité de vigilancia considera que el presupuesto es adecuado, con un aumento importante en los volúmenes de madera producidos, con márgenes brutos razonables dada la situación actual de los mercados y los costos de producción.

### **3. Información analizada**

La información analizada fue la siguiente:

- Balance con informe de auditoría al 31 de diciembre de 2024 de Agro Empresa Forestal.
- Estados Contables del Fiduciario al 31 de diciembre de 2024.
- Estados Contables del Fideicomiso al 31 de diciembre de 2024.
- Informes trimestrales del operador, el último a diciembre de 2024.
- Informes trimestrales del Comité de Vigilancia, el último a diciembre de 2024.
- Calificaciones y actualizaciones de los Fideicomisos Financieros Forestales Bosques del Uruguay I, II y III realizadas por CARE.
- Información relevante del sector forestal.
- Informe del mercado de la madera al 30 de junio de 2024 (Agro Empresa Forestal).
- Tasaciones de los montes a diciembre de 2024. Indufor Forest Intelligence.

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

Se ofrecieron en oferta pública certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 4, 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 4

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

**Operador administrador:** Agro Empresa Forestal S.A.

**Agente de Registro y Pago:** EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.

**Entidad Representante:** Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.

**Cotización bursátil:** Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.

**Organizador:** Agro Empresa Forestal S.A.

**Títulos emitidos:** Certificados de participación

**Activos del Fideicomiso:** El Fideicomiso invirtió en la compra y arrendamiento de inmuebles rurales para desarrollar una explotación forestal.

**Moneda:** Dólar fondo

**Importe de la Emisión:** USD 330.000.000

**Distribuciones:** Toda vez que existan Fondos Netos Distribuibles luego de cada cierre de ejercicio, o al procederse a la venta de activos del Fideicomiso o por la distribución final de Fondos Netos Remanentes. (Entre los años 0 a 2, no habrá distribución de fondos aún en el caso de que existan ya que los mismos se destinarán al financiamiento del plan de negocios).

**Calificación de Riesgo:** BBB+.uy

## 2. El análisis jurídico

El análisis jurídico se agregó en el Anexo I ("Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 4". Informe Jurídico). El mismo descartó cualquier eventualidad de conflictos derivados por ejemplo de la construcción jurídica, los contratos respectivos, el cumplimiento con normas vigentes, etc.

Al inicio del informe, en la misma introducción planteaba que *"de la compulsión de toda esta documentación, como concepto general se puede adelantar que se cumplen las disposiciones legales y reglamentarias disciplinadas para el fideicomiso financiero, tanto en cuanto a su constitución formal y aspectos relacionados con la capacidad y legitimación de los contrayentes. En cuanto al fondo, no se advierten obstáculos jurídicos que impidan o pongan en riesgo el rendimiento esperable bajo los certificados de participación a emitirse."*

El informe finalmente concluye: ***"...En conclusión y contemplando todos los aspectos involucrados, el negocio fiduciario cuenta con un razonable grado de cobertura, no advirtiendo riesgos jurídicos relacionados con el proceso de emisión"***.

## 3. 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 por no cumplir con alguna norma vigente, así como eventualmente por la aplicación de sentencias judiciales derivadas de demandas de eventuales perjudicados por la creación oportunamente descrita. Visto el informe antes mencionado, que reitera en lo esencial el de los Fideicomisos anteriores I, II y III se concluye que el *riesgo jurídico de estructura se considera prácticamente inexistente.*

**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, puede llevar un tiempo difícil de determinar. *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 al 31 de diciembre de 2024 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.

A continuación se exponen, en forma resumida los estados de situación y resultados al 31/12/2024 y su comparativo con ejercicios anteriores.

**Cuadro 4: Estado de Situación de EFAM (miles de \$)**

Concepto	31/12/2024	31/12/2023	31/12/2022
Activo Corriente	33.440	26.198	26.974
Activo no Corriente	290.099	248.688	245.533
<b>Total Activo</b>	<b>323.539</b>	<b>274.886</b>	<b>272.507</b>
Pasivo Corriente	45.457	38.315	43.807
Pasivo no Corriente	249.374	211.246	204.187
<b>Total Pasivo</b>	<b>294.830</b>	<b>249.561</b>	<b>247.994</b>
<b>Patrimonio</b>	<b>28.708</b>	<b>25.325</b>	<b>24.512</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>323.539</b>	<b>274.886</b>	<b>272.507</b>
<b>Razon Corriente</b>	<b>0,74</b>	<b>0,68</b>	<b>0,62</b>

Fuente: EE.CC EFAM

Los resultados al término del ejercicio 2024 muestran un crecimiento en la facturación respecto al mismo periodo del año anterior lo que se refleja en el resultado final.

**Cuadro 5: Estado de Resultados de EFAM (miles de \$)**

Concepto	31/12/2024	31/12/2023	31/12/2022
Ingresos Operativos	95.753	85.442	80.546
Gastos Adm. y Vtas.	(78.523)	(71.408)	(66.556)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>17.230</b>	<b>14.033</b>	<b>13.990</b>
Resultados Financieros	(11.495)	(11.743)	(28.054)
<b>Resultados antes de impuestos</b>	<b>5.735</b>	<b>2.290</b>	<b>(14.064)</b>
IRAE	(2.352)	(1.477)	2.685
<b>Resultado del período</b>	<b>3.383</b>	<b>812</b>	<b>(11.379)</b>
Res Operativos/Ingresos	17,99%	16,42%	17,37%
Res Ejercicio/Ingresos	3,53%	0,95%	-14,13%

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.

En consecuencia, no se advierten riesgos sobre su desempeño como administrador fiduciario.

## 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 tres análogos a este 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.

El propio desempeño constatado por CARE en ocasión de la revisión de la evolución de cada uno de los proyectos se constituye en la mejor fuente de información disponible para evaluar su capacidad.

Sintéticamente se recuerda que 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.

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 llegó a gestionar más de 100.000 hás.

En Uruguay, siendo el antecedente más relevante, AF administra, entre otros, el patrimonio de cuatro fideicomisos calificados por CARE (incluyendo este) que entre todos alcanzan un valor patrimonial original de USD 640 millones. Todos ellos han sido calificados con nota de grado inversor debido a su, hasta la fecha, correcto desempeño.

Con motivo de la puesta en marcha del cuarto fideicomiso, AF asumió la necesidad de reestructurar su organización adaptándola a las nuevas y crecientes necesidades. En tal sentido, se contrató una consultoría a la firma Deloitte para que sugiriera las mejoras que AF debía hacer en este sentido.

El trabajo insumió seis meses y del mismo surgieron una serie de recomendaciones que, en términos generales, se han ido implementando tal como se ha informado en anteriores actualizaciones por lo que no cabe reiterarlas acá.

La nueva estructura, complementaria y de apoyo a la estructura empresarial, ha quedado definida y periódicamente se informan de eventuales cambios en distintas posiciones profesionales que la integran.

### Figuras clave

La estructura básica se compone de un Directorio; un Comité de Auditoría y un Comité de Cumplimiento. La firma no ha informado de cambios relevantes en su organización.

- Sigue siendo la figura clave el **Ing. Agr. Francisco Bonino** como Presidente del Directorio e integrante del Comité de Auditoría.
- **Ing. Industrial Mecánico, Dan Guapura**, Gerente General
- **Economista Msc. María Stella**, a cargo del reporting a los inversores, las valuaciones anuales (Bevsa/Independientes/AF), las proyecciones financieras y la evolución de las variables claves (precios, transacciones comparables, etc).

### Situación económica financiera

La firma cierra balance el 31 de diciembre; en la oportunidad se contó con el último cierre disponible auditado por Grant Thornton al 31/12/2024.

De acuerdo a los mismos, la firma muestra una evolución patrimonial positiva y creciente, consistente con la evolución de resultados obtenidos. Cabe destacar su participación en los 4 fideicomisos que administra, contabilizando en su activo al cierre del ejercicio 2024 un total de CP's, emitidos por los 4 fideicomisos, por un valor del orden de USD 14 millones.

Por lo expuesto, Se sigue manteniendo opinión favorable en cuanto a la capacidad de AF de llevar adelante esta y las demás operaciones mencionadas. Se recuerda, por otra parte, que en tanto administradora de patrimonios de fideicomisos, AF está sometida a los controles de rigor en esos casos contemplándose incluso la eventualidad de su sustitución de ocurrir alguna de las contingencias previstas en los contratos respectivos.

## El Fideicomiso

Con fecha 17/12/2018 se celebró el contrato de Fideicomiso entre EFAM (fiduciaria) y AF (administrador). El 18/3/2019 el BCU autorizó la inscripción del Fideicomiso en el Registro del Mercado de Valores y consecuentemente la emisión de CP's por un monto de hasta USD 330 millones.

En virtud de lo antedicho, efectivamente se emitieron CP's por USD 330 millones, ya totalmente integrados en tres emisiones sucesivas realizadas entre el 11/4/2019 y 26/8/2019 y de esa forma cumplir con el inicio del plan de negocios forestal descrito en otra sección de este informe.

A continuación se presentan los EE.CC del Fideicomiso al cierre del ejercicio 2024.

<b>Cuadro 6: Estado de Situación del Fideicomiso (miles de USD)</b>			
<b>Concepto</b>	<b>31/12/2024</b>	<b>31/12/2023</b>	<b>31/12/2022</b>
Activo Corriente	21.212	17.629	13.401
Activo no Corriente	569.241	526.001	471.224
<b>Total Activo</b>	<b>590.453</b>	<b>543.631</b>	<b>484.626</b>
Pasivo Corriente	24.091	24.340	9.843
Pasivo no Corriente	15.448	11.580	11.122
<b>Total Pasivo</b>	<b>39.539</b>	<b>35.919</b>	<b>20.965</b>
<b>Patrimonio</b>	<b>550.915</b>	<b>507.711</b>	<b>463.661</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>590.454</b>	<b>543.631</b>	<b>484.626</b>
<b>Razon Corriente</b>	<b>0,88</b>	<b>0,72</b>	<b>1,36</b>

Fuente: EE.CC Fideicomiso

En el *Activo no Corriente* dentro del rubro *Propiedades, Planta y Equipo* figura la planta de Olimar por un valor neto de USD 6.6 millones. La misma estuvo disponible para su uso en el correr del año 2024 por lo que su actividad en el ejercicio fue parcial y, se supone, circunstancialmente deficitaria

Las tasaciones de fin de año arrojaron un incremento de valor para los activos biológicos de USD 38.5 millones mientras que para la tierra supuso un incremento de USD 8.7 millones. De esta forma, en el balance del cuadro precedente figuran con un valor contable de USD 366.3 millones los activos biológicos (se le suma USD 2.7 millones por costos de plantaciones y se le resta USD 6.4 por área cosechada) mientras que la tierra alcanza un valor de USD 176.5 millones (unos USD 20 millones más si se consideran las mejoras).

El patrimonio contable al 31/12/2024, puede observarse en el cuadro precedente, era de USD 550.9 millones, valor muy superior, en términos nominales, a la emisión recibida de USD 330 millones.

En cuanto al pasivo financiero, se registran diversos créditos bancarios con un saldo a la fecha de cierre del ejercicio de USD 23 millones que incluye un sobregiro por USD 1.1 millones. Buena parte de esos préstamos tienen vencimientos de corto plazo lo que determina que al cierre la razón corriente sigue estando por debajo de la unidad; es posible que para afrontar esta circunstancia el Fideicomiso deba realizar alguna operación financiera adicional.

## Cuadro 7: Estado de Resultados Fideicomiso (miles de USD)

Concepto	31/12/2024	31/12/2023	31/12/2022
Ingresos operativos	50.959	30.075	37.458
Cambio valor activo biológico	38.548	42.470	42.396
Costo de los bienes vendidos	(43.101)	(24.045)	(30.198)
<b>Resultado Bruto</b>	<b>46.406</b>	<b>48.500</b>	<b>49.656</b>
Gastos administración y ventas	(9.054)	(9.624)	(10.258)
Resultados financieros	(834)	(1.085)	(1.253)
Resultados diversos	-	-	-
<b>Resultados antes IRAE</b>	<b>36.518</b>	<b>37.790</b>	<b>38.146</b>
IRAE	(1.660)	81	856
<b>Resultado del periodo</b>	<b>34.857</b>	<b>37.871</b>	<b>39.001</b>
Revaluación tierra	8.700	6.756	6.658
Impuesto diferido asociado	(353)	(578)	(536)
<b>Resultado integral del periodo</b>	<b>43.204</b>	<b>44.050</b>	<b>45.123</b>

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Los ingresos operativos registrados en el periodo, según cuadro precedente, responden casi en su totalidad a venta de madera, el resto básicamente son ventas de la Planta de Olimar por USD 1.3 millones. El costo de la madera vendida representó el 84% del ingreso por ese concepto.

### Riesgos considerados

**Riesgo administración**, considerando la idoneidad para cumplir con la función de AF S.A. y de EFAM, en virtud que todos los análisis practicados, se considera que el riesgo de incumplimiento de la administradora y del fiduciario con las responsabilidades del proyecto es acotado. Por otra parte, se prevé su sustitución en caso de constatare desvíos que así lo justifiquen. *Riesgo bajo.*

**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 el contrato en función de diversos resultados y circunstancias.

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

### 1. Bienes fideicomitidos y aspectos descriptivos del proyecto

Se invirtió en la compra de un emprendimiento forestal en las condiciones previstas en el Contrato, para que se integren al patrimonio del Fideicomiso y desarrollar una explotación silvícola de acuerdo a lo establecido en el Plan de Negocios.

El emprendimiento forestal ya estaba formado por lo que durante unos 20 años se realizará la explotación de los montes, que consiste en la cosecha y venta de madera, y la replantación de las áreas cosechadas con eucaliptus. Al final, se vende la tierra y los montes en pie.

### 2. Evaluación de la rentabilidad de la inversión, Tasa Interna de Retorno, riesgos asociados y sensibilizaciones

El proyecto en el prospecto original para el escenario base presentaba una Tasa Interna de Retorno del 7,7% para el inversor. Posteriormente el operador fue ajustando los flujos esperados, que vienen arrojando valores más altos para la TIR. La última actualización del flujo financiero se presentó con datos reales a diciembre de 2024 y una proyección para el período 2025-2039.

Se presentaron diferentes escenarios, suponiendo distintas evoluciones de precios de la madera, costos de producción y evolución del precio de la tierra a partir de 2025 y hasta la finalización del Fideicomiso en 2039. De los diferentes escenarios presentados, el que contempla los criterios que considera CARE para realizar proyecciones de largo plazo, son los siguientes:

- Los precios de los productos ajustan según la inflación de EEUU (se considera 2,1% anual)<sup>3</sup>. No se proyectan aumentos reales en los precios de la madera, ni en madera con destino a pulpa ni en la sólida.
- El aumento en el precio de la tierra es de un 3% anual en dólares corrientes.
- Los costos internos ajustan por la inflación de EEUU y Uruguay. Se proyecta para Uruguay una devaluación anual promedio del 3,5% y una inflación de 6,2%.

Por otra parte, los rendimientos proyectados se mantienen alineados al comportamiento real que se viene observando en los montes, y los precios y costos parten de los niveles actuales. El valor final de los bosques es el flujo de 20 años de ingresos futuros descontados al 8,5%, superior al utilizado en la tasación (7,5%) y superior también al costo de oportunidad estimado por CARE en esta oportunidad en base al WACC (5,8%), lo que implica un supuesto conservador.

Los ingresos del inversor en CPs son los proyectados en el nuevo flujo que comenzarían a partir de 2025 y terminarían con la liquidación del Fideicomiso en 2039.

En base a esta proyección, la TIR para todo el período del Fideicomiso en el escenario considerando los criterios de la calificadoradora sería de 9,1%, un poco más baja que la estimada un año atrás (9,5%). Esta tasa de retorno se calcula sobre el supuesto que el inversor adquirió los CPs en el año 0 y al valor par.

<sup>3</sup>. Hoy aún está levemente por encima de esos valores, pero probablemente ajustará a niveles históricos.

En el cuadro siguiente se presenta, a modo de sensibilización, el resultado de la consideración de escenarios diferentes, algunos más favorables y otros menos.

Cuadro 8: Resultados de la TIR en diversos escenarios	
Escenario	TIR
<b>1</b> Madera ajusta por inflación USA, más un crecimiento del 1,5%. Los costos ajustan por inflación USD UY y la tierra tiene un aumento del 1,5%.	9,0%
<b>2</b> Madera ajusta por inflación USA. Los costos ajustan por Inflación USD UY, y la tierra tiene un aumento del 1,5%.	8,9%
<b>3</b> <i>Idem al 2 pero con aumento del 3% en el precio de la tierra</i>	<b>9,1%</b>
<b>4</b> Los precios de la madera y de la tierra aumentan un 1,5%.	7,8%
<b>5</b> Aumento precio de Tierra 1,5%	7,7%
<b>6</b> Todos los factores constantes	7,4%

Fuente: El Operador

Como puede observarse las tasas de retorno esperadas en los diferentes escenarios tienen poca variación con los supuestos realizados.

El escenario 3, es el que se corresponde con los criterios de CARE para realizar proyecciones. Sería con un aumento en el precio de la madera en el entorno de la inflación de EEUU, o sea un mantenimiento en términos reales. Las últimas proyecciones disponibles realizadas por el Banco Mundial hacia 2035 suponían un aumento entre un 1,1 y un 1,5% anual dependiendo del origen. Para el caso de la tierra un incremento de un 3% anual parece razonable, siendo el valor que la calificadora en general utiliza para las proyecciones.

El escenario 6 corresponde a la TIR real, se supuso que los precios de la madera y los costos de producción se mantuvieran constantes en términos nominales durante todo el período, al igual que los precios de la tierra. En ese caso, la TIR sería de 7,4% en moneda constante.

## 2. Nueva estimación del costo de oportunidad del capital.

Una forma de evaluar si una TIR es atractiva o no, es compararla con el costo de oportunidad del capital propio, ya que es la tasa que le pone un piso a la rentabilidad esperada de un proyecto y es el indicador clave para descontar los flujos de fondos esperados.

Para estimar el costo de oportunidad del capital, CARE utiliza el modelo de valoración CAPM (Capital Asset Pricing Model)<sup>4</sup>, que relaciona la tasa libre de riesgo, la prima de riesgo del mercado y la prima de riesgo asignado al sistema de producción específico, en este caso la producción forestal. Para evitar variaciones bruscas en la tasa, y tener una visión de mediano plazo, se consideraron valores promedios de los últimos 5 años en todas las variables.

Para considerar el riesgo sistémico se utiliza el "beta"<sup>5</sup> promedio de empresas de producción forestal en mercados emergentes, el cual se ubica en 1,13, lo que indica que la inversión en la actividad tiene un mayor riesgo y variabilidad que el promedio de todas las actividades en ese mercado. Para la tasa libre de riesgo se considera el rendimiento de los Treasury Bonds a 10 años de EEUU (2,78%), para el riesgo país (índice UBI) se consideraron 110 puntos básicos<sup>6</sup> y para la prima de riesgo del mercado accionario se consideró 4,51%.

<sup>4</sup> El modelo de valoración de activos financieros, denominado en inglés Capital Asset Pricing Model (CAPM) es un modelo utilizado para calcular la rentabilidad que un inversor debe exigir al realizar un inversión en un activo financiero, en función del riesgo que está asumiendo.

<sup>5</sup> Valor proporcionado por Damodaran.

<sup>6</sup> Es el promedio de 5 años, en marzo de 2025 estuvo más bajo pero en la actualidad está entorno a ese valor (107-110)

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 5,83%. Este valor es menor a la última TIR estimada para el escenario que considera los criterios de la calificadora (9,1%), lo que indica que la inversión tendría una rentabilidad mayor al costo de oportunidad.

En la coyuntura actual, la tasa libre de riesgo es mayor al promedio de los últimos 5 años, pero en contrapartida el riesgo país es menor al período considerado. En consecuencia, si se aplican los valores actuales, el costo de oportunidad del capital sería menor (5,38%).

Otros indicadores con los que podría compararse la TIR esperada del Fideicomiso podrían ser las curvas de rendimiento, que serían opciones posibles de inversión ya que están estimadas para el caso del Uruguay<sup>7</sup>. En la actualidad la curva en dólares (CUD) a 10 años está en 5,47%. En este caso, la TIR estimada en el escenario 3 también supera al valor de la curva en dólares.

Considerando estos criterios, la rentabilidad del proyecto para el inversor sigue estando por encima de los costos de oportunidad considerados.

Si bien estas comparaciones coyunturales no pueden tomarse en sentido estricto, constituyen una referencia que – entre otras- ayuda a conformar un juicio acerca de la inversión original comparada con la coyuntura actual.

### **3. Riesgos asociados al desempeño productivo forestal.**

Contempla los riesgos derivados del manejo forestal, así como también aquellos que se relacionan con aspectos climáticos (por ejemplo sequías) o incendios.

Riesgo de manejo forestal, refiere a las decisiones sobre el manejo de los montes: plantación de especies en sitios adecuados; manejo de la producción de plantas y establecimiento; perfeccionamiento del árbol aplicando programas de mejoramiento genético; desarrollo y llevado a cabo de espaciamientos y regímenes silviculturales; protección del cultivo silvícola y la tierra de alteraciones como fuego, problemas sanitarios, animales, malezas, etc.

El riesgo de manejo productivo es mínimo dado que está mitigado por la trayectoria y experiencia del Operador. El sector forestal en Uruguay está en una fase de madurez donde están presentes importantes firmas en la producción primaria, en los servicios a la producción, en la producción industrial, en el sector logístico y en el comercio exterior.

Asimismo, en lo que respecta a los riesgos biológicos, las especies elegidas presentan una adecuada performance en los ecosistemas elegidos y las patologías de éstas son conocidas. No obstante, por tratarse de un proyecto de largo plazo, si las especies presentaran problemas biológicos en el futuro, en el país y en la región existe una importante dotación de recursos humanos calificados en lo que respecta a la Investigación básica y aplicada adecuada tanto en la órbita del Instituto Nacional de Investigación Agropecuaria como en la Universidad de la República (básicamente Facultad de Agronomía y Facultad de Ciencias).

<sup>7</sup> Curva Spot de Rendimientos de Títulos Soberanos Uruguayos emitidos en moneda nacional indexada a la inflación o en dólares, según sea el caso

Respecto de los riesgos climáticos, el más importante sería la ocurrencia de eventos extremos de sequía como el ocurrido en 2022/2023, que tiene efectos negativos y muy pocas posibilidades para mitigar. Estos riesgos son difíciles de prevenir y de estimar su impacto futuro; la fuerte sequía 2022/2023 ha permitido generar información real de los efectos que pueda generar sobre la producción forestal.

Para el caso de los incendios forestales, es un riesgo ya muy presente en la actividad forestal y estos proyectos lo tienen adecuadamente internalizado. Existen medidas de manejo para minimizar su ocurrencia (cortafuegos, limpieza de residuos), tareas de vigilancia continua en los meses del verano y también hay seguros. Por otra parte, la alta dispersión de los predios también reduce los riesgos, ya que si éstos llegaran a ocurrir quedarían acotadas a ese predio.

Finalmente, el operador realiza un monitoreo permanente de las plantaciones con el fin de detectar prematuramente los problemas sanitarios o de manejo que pudieran afectar el normal desarrollo de las plantaciones.

#### 4. Tasación de la Tierra y los Montes Forestales

A diciembre de 2024 se presentó la tasación anual de la tierra y plantaciones del Fideicomiso, que fue realizada en esta oportunidad por dos empresas diferentes a las que tasaron en los últimos tres años. Se presentaron dos tasaciones, Pike & Co junto con Consur UIT realizaron la tasación de las tierras sin considerar el valor de los bosques y la empresa Indufor realizó la tasación de los montes considerando la tierra al valor estimado y definido por los primeros.

Las tasaciones de las plantaciones refieren a una fotografía al 31 de diciembre de los bosques existentes a esa fecha, por lo tanto respecto de la tasación del año anterior consideran el crecimiento biológico de los árboles, la variación en el número de hectáreas plantadas, ajustes de precios de la madera y de los costos, etc. En algunos años -como en el actual- pueden ocurrir variaciones debidas al cambio de criterios de la tasación.

En el siguiente cuadro se presenta la evolución de los valores de los campos y bosques del Fideicomiso, según la información proveniente de las tasaciones realizadas anualmente. Cabe aclarar que los valores del año 2020 fueron realizados por otra empresa y bajo una metodología diferente que subvaloraba el valor de la tierra.

**Cuadro 9: Evolución de la valuación de la tierra y de las plantaciones en millones de USD**

	Tierra	Bosques	Pastoreo	Total
2020	113,0	275,5		<b>388,4</b>
2021	154,4	246,1	3,7	<b>404,1</b>
2022	161,1	288,4	3,2	<b>452,6</b>
2023	167,8	331,4	3,7	<b>502,9</b>
2024	176,5	366,3	-	<b>542,8</b>
Variación 2024/2023	5,2%	10,5%	-100,0%	<b>7,9%</b>
Tasa de crecimiento anual				<b>8,7%</b>

Fuente: Tasaciones

El valor de tasación de las tierras y bosques del fideicomiso a diciembre de 2024 es de 542,8 millones de dólares, compuesto de 366,3 millones de bosques y 176,5 MM de tierra.

Entre 2023 y 2024 el valor de los campos y los montes tiene un aumento de un 7,9% en conjunto, que se explica por el aumento del valor de los bosques en un 10,5% y de un 5,2% de incremento en el valor de los campos.

Entre 2020 y 2024 la tasa de crecimiento acumulativa anual es del 8,7% y la tasa acumulativa anual considerando el valor de la emisión en 2019 es del 10,5%

**Riesgo de Generación de Flujos:** considerando las variables de gestión, las biológicas y las físicas, así como las variables económicas y financieras recogidas en el análisis de sensibilidad; se concluye que el *riesgo de generación de flujos es mínimo. Riesgo mínimo.*

**Riesgo de descalce de monedas.** Los ingresos y egresos más relevantes están previstos en la misma moneda. *Riesgo 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.

El crecimiento del consumo de productos madereros, se estima que será mayor al aumento previsto de la población mundial, lo que sería impulsado por el aumento de los ingresos en las regiones emergentes del mundo. Esta mayor demanda deberá ser atendida aumentando la productividad a través de la gestión forestal sostenible en los bosques. En lo que refiere al mercado internacional de los productos forestales, al menos hasta el momento, el cúmulo de barreras está relativamente sujeto a disciplinas predecibles, por lo que no se prevén mayores riesgos; 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.

Existe evidencia y razones fundadas para sostener el crecimiento a largo plazo del precio de la tierra, como consecuencia del aumento en la demanda de alimentos y fibras, de la mejora de la productividad y de la inexistencia de margen para la expansión de la frontera agrícola. Por su parte, las crecientes medidas vinculadas con la protección del medio ambiente, también podrían poner en el mediano plazo restricciones al uso de la tierra.

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.

Con relación a la política sectorial del país, el cambio de administración podría volver a considerar la implementación de cambios en el marco regulatorio de la actividad, tendientes a limitar el uso del suelo para la forestación, iniciativa parlamentaria que fuera propuesta en 2021, pero vetada por el Presidente de la época. Las nuevas regulaciones podrían llegar a afectar el actual desarrollo y crecimiento de la actividad forestal.

### 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.

#### A) 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.

Para el caso concreto de este proyecto, el precio que mayor incidencia tendrá en el resultado final, es el de la madera de calidad de eucaliptus y de pino.

Como ya fuera comentado el plan de negocios supone la sustitución de los pinos por eucaliptos manejados para la obtención de madera de calidad. Si bien el objetivo de largo plazo será la madera sólida de eucalipto el patrimonio adquirido tenía en un principio poco más de un 50% plantado con pino, los que se han ido comercializando durante los primeros años, pero aún queda un 36% de pino. Finalmente, como en todos los proyectos forestales hay superficies plantadas con destino a celulosa y también tienen ese destino los raleos y desechos comerciales de los montes de calidad.

La Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura (FAO), en su informe "Perspectivas del sector forestal mundial 2050"<sup>8</sup> prevé que el consumo global de productos primarios de madera procesada crecerá 37% para 2050. Este crecimiento del consumo de productos madereros -en comparación con el aumento previsto del 25% de la población- "se verá impulsado por el aumento de los ingresos en las regiones emergentes del mundo, lo que provocará un efecto de convergencia en los bienes de consumo (por ejemplo, papel, envases, ropa y muebles) y en más actividades del sector de la construcción".

El informe establece también que la satisfacción de la futura demanda de madera debería lograrse mediante una combinación de aumento de la producción sostenible en los bosques templados y boreales de regeneración natural y en los bosques plantados, cada vez más en el hemisferio sur.

El 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. Por su parte, las políticas destinadas a atenuar los impactos del cambio climático también promueven la protección de los montes al ser éstos importantes sumideros de carbono. En este sentido, se abre una nueva oportunidad para el sector que es la consolidación del mercado de carbono, lo que implica que la venta de certificados se constituye en un nuevo ingreso para estos emprendimientos. Las negociaciones que se vienen llevando a cabo en los ámbitos internacionales siguen avanzando en relación a asegurar compromisos ambientales de reducción de emisiones por lo que todo indica que en el mediano y largo plazo la demanda por certificados de carbono debería crecer.

En base a este panorama, puede concluirse que la tendencia de largo plazo esperada para los precios de la madera, es que todo indica que los precios deberían mostrar una tendencia creciente, al menos en valores nominales.

No obstante, la tendencia esperada de largo plazo puede verse afectada por coyunturas desfavorables que tengan efectos depresivos sobre la demanda y en consecuencia sobre los precios. Los efectos derivados de la pandemia, las consecuencias del conflicto entre Rusia y Ucrania, el enfriamiento de la economía global y de China en particular, han contribuido a generar un alta volatilidad en el comercio internacional y en los precios de la madera y los productos forestales.

Para el largo plazo no existen elementos para suponer cambios en las tendencias planteadas en el prospecto de emisión, aunque no habría que descartar puntualmente coyunturas desfavorables como las comentadas.

Para esta calificación CARE realiza una actualización de la información clave del sector, confirmando que no deberían existir en el futuro mayores desvíos respecto de la trayectoria esperada.

<sup>8</sup>. FAO 2022.

## Perspectivas de crecimiento de la economía mundial

El Fondo Monetario Internacional en su informe de enero de 2025 prevé que el crecimiento mundial sería del 3,3% para 2025 y también para 2026, por debajo de la media histórica (2000–19) del 3,7%. Por otra parte, ese organismo espera que la inflación general mundial disminuya al 4,2% en 2025 y al 3,5% en 2026, logrando el nivel fijado como meta más pronto en las economías avanzadas que en las economías de mercados emergentes y en desarrollo.



## Evolución histórica de los precios

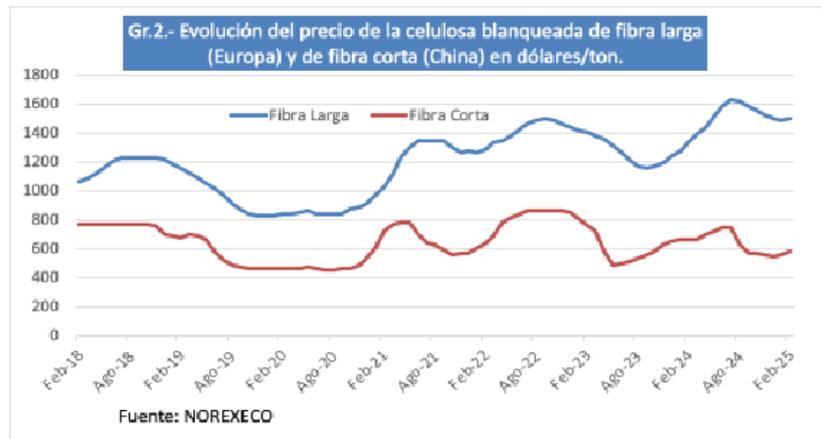
En los últimos años, los precios internacionales de los productos forestales han mostrado una muy alta volatilidad, como consecuencia de la ocurrencia de una serie de factores que han afectado la demanda: la pandemia, los conflictos bélicos, el magro crecimiento de la economía mundial, acumulación de stocks, entre otros.

Para el caso de la pulpa de celulosa, la reducción en el consumo como consecuencia de la pandemia generó en un primer momento una abrupta reducción en la demanda y en los precios. Fue así, que luego de un marcado pico al alza de precios durante 2018, los valores de la celulosa a nivel internacional, regional y doméstico, mostraron una caída muy significativa del orden del 35-40%, la mayor caída se verificó en 2019 para luego atenuarse o mantenerse en esos niveles deprimidos, prácticamente durante todo el año 2020. Esa caída fue coyuntural, y en 2021 los precios se recuperaron rápidamente, hasta fines de 2022. En el 2023, los precios internacionales cayeron fuertemente durante buena parte de año, para comenzar a recuperarse sobre finales del año y durante todo el primer semestre de 2024. A partir de los meses de julio/agosto de 2024 los precios de la celulosa vuelven a caer y habrían alcanzado su piso en los primeros meses de 2025.

En la siguiente gráfica se presenta información de los precios por tonelada para dos tipos de pasta de celulosa: la NBSK<sup>9</sup> (principal cotización internacional, correspondiente a pulpa de coníferas de fibra larga en Europa), y de la BHKP<sup>10</sup> (pulpa de fibra corta en China). Puede observarse el comportamiento comentado en el párrafo anterior.

<sup>9</sup> Northern Bleached Softwood Kraft Pulp. Pulpa de celulosa blanqueada de fibra larga

<sup>10</sup> Bleached Hardwood Kraft Pulp. Pulpa de celulosa blanqueada de fibra corta.



La recuperación de los precios ocurrida durante todo el primer semestre de 2024 se explica por la reducción en los stocks de pulpa que estaban afectando a los precios durante buena parte del 2023.

En 2024, el precio implícito<sup>11</sup> recibido por las exportaciones de pulpa del Uruguay fue de 624 dólares por tonelada FOB, lo que resultó en un 12% superior al promedio de las exportaciones realizadas en 2023, pero aun un 11% por debajo de los valores recibidos en 2022 .

Algunas proyecciones a las que CARE tuvo acceso, estiman que para el corto plazo los precios internacionales de la celulosa podrían mejorar respecto del nivel actual (febrero 2025), pero quedaría por debajo del promedio de 2024.

No se dispone de información que proyecte las perspectivas de la evolución de precios internacionales para la celulosa para el largo plazo. En los últimos 10 años el incremento anual del precio internacional de la celulosa de fibra larga (NBSK) fue del 3,6%, esto es un valor indicativo, ya que no existe la certeza de que para el futuro se cumpla lo verificado en el pasado.

Para el caso de la madera de eucalipto en bruto con destino aserrío, el comportamiento de la demanda ha mostrado una volatilidad similar al de la celulosa, aunque menos marcada. Por su parte, los precios mantienen una leve tendencia al crecimiento viéndose afectados mayormente los volúmenes comercializados. Tras un comienzo de año 2020 muy incierto, marcado por el enlentecimiento en las exportaciones registrado sobre fines de 2019 y la declaración de pandemia a comienzos de 2020, el segundo semestre de ese año ya mostró un cierto empuje, consolidando la recuperación que se mantuvo durante todo el año 2021 y parte de 2022.

A partir del segundo semestre de 2022, se genera una importante caída en la demanda externa de rollos de eucalipto para aserrío que comienza a recuperarse lentamente recién en el segundo trimestre de 2023. A partir En el 2024, las exportaciones tanto en valor como en volumen, vuelven a recuperarse a partir del segundo trimestre, básicamente en lo referente a los precios. China, Vietnam, India y Malasia siguen siendo los principales mercados para el producto uruguayo.

<sup>11</sup>. Valor FOB de exportación/toneladas exportadas

Para el caso de la madera de pino aserrable, el mercado externo para el producto uruguayo, no muestra señales claras de recuperación. A partir del segundo trimestre de 2023 las exportaciones de rolos de pino disminuyeron considerablemente tanto en volumen como en valor, situación que se mantuvo sin mayores cambios relevantes en el semestre de 2024. Tanto los precios manejados como la competencia internacional han dificultado el cierre de negocios, en donde China prácticamente se ha retirado del mercado, manteniéndose India como principal y prácticamente único mercado importador de nuestros pinos. Alguna información relevada, da cuenta de que al cierre de 2024, la capacidad de consumo de India podría estar por encima de la cantidad de producto que está recibiendo, lo que podría generar presión a la baja de los precios a futuro.

Según el último informe de previsión de precios del Banco Mundial de octubre de 2024, los precios de la madera en bruto y de la aserrada mostrarían leves incrementos en sus precios para los próximos dos años, en el entorno del 2 al 3% anual, pero mantienen una tendencia decreciente desde el año 2011.



En el año 2021 el Banco Mundial presentó una proyección de largo plazo para la madera en bruto para aserrío y para la aserrada, mostrando un leve crecimiento en valores nominales hacia el 2035 en el largo plazo<sup>12</sup>. Para el caso de los rolos se proyectó un crecimiento del 0,95% acumulativo anual y para la madera aserrada un 1,5%. Estos aumentos de precios, no alcanzarían a cubrir la devaluación del dólar, por lo que estarían cayendo levemente en términos reales. Estas proyecciones son consistentes con las de los commodities alimenticios para los que se proyecta también una leve reducción de los valores en términos reales (aumentos nominales positivos pero algo menores a la devaluación de largo plazo del dólar).

Las exportaciones forestales del Uruguay alcanzaron en 2024 un nuevo récord, como consecuencia de un año completo con funcionamiento pleno de las tres plantas de celulosa. El valor total de las exportaciones de los productores forestales estuvo un 20% por encima del mismo período del año anterior.

En 2024 la celulosa lideró por primera vez el ranking de productos exportados, desplazando a la carne bovina, como resultado tanto del aumento de su precio como del incremento en el volumen exportado.

<sup>12</sup> World Bank Commodities Price Forecast. En informes posteriores solamente se proyectan precios para 2024 y 2025.

Se destaca un también un aumento en las exportaciones de tableros contrachapados, madera aserrada y rolos de eucaliptos, mientras que hay una reducción significativa en las exportaciones de chips.

En el siguiente cuadro se presentan las exportaciones forestales en valor para los últimos años donde puede observarse una clara tendencia al crecimiento

<b>Cuadro 10. Exportación de productos forestales seleccionados(en millones de dólares FOB)</b>							
	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>Variación</b>
Celulosa	1.527	1.107	1.576	1.818	2.019	2.545	26%
Rolos de pino	89	132	204	127	69	64	-7%
Tableros de madera contrachapados	55	67	105	102	80	89	11%
Chips (eucalipto y pino)	102	21	74	113	109	56	-49%
Madera Aserrada coníferas y no coníferas	97	104	159	184	171	188	10%
Papel y Cartón	36	25	26	35	30	27	-11%
Rolos de eucalipto	14	21	23	34	24	39	62%
<b>Total</b>	<b>1.921</b>	<b>1.477</b>	<b>2.167</b>	<b>2.412</b>	<b>2.503</b>	<b>3.009</b>	<b>20%</b>

Fuente: Care en base a datos de Aduana y Uruguay XXI.

Nota: No están consideradas las exportaciones de rolos a Zona Franca, ya que se consideran las exportaciones de pulpa de celulosa que salen de ese destino.

Cabe destacar la tendencia al crecimiento de las exportaciones de madera aserrada, en conjunto (coníferas y no coníferas), que se constituyeron en el segundo producto forestal de exportación después de la celulosa.

## B) El precio de la tierra

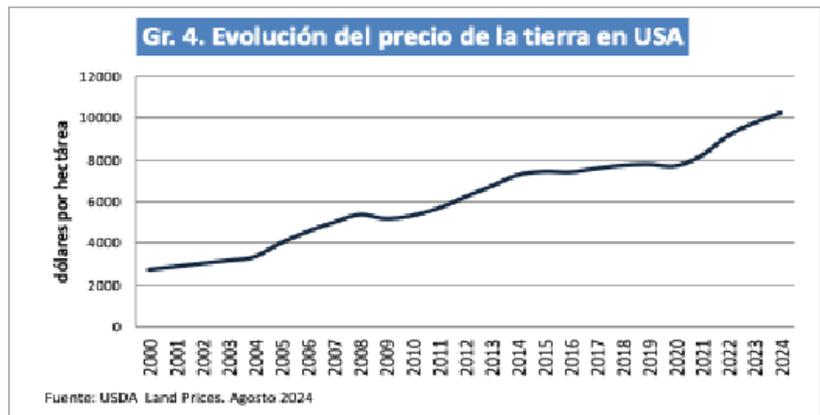
Las perspectivas de demanda internacional por tierra siguen siendo alentadoras y ubicarían los precios en niveles crecientes para el corto y mediano plazo. Esto es consecuencia de las dificultades que existen para la expansión de la frontera agrícola, sumado a la necesidad de un uso racional y sostenible del recurso suelo. Esto no implica que puedan existir variaciones de corto plazo que la aparten de esa tendencia, como consecuencia de la evolución de diversas variables que puedan afectar los precios nominales de la tierra, como por ejemplo: las tasas de interés, la devaluación de las monedas, la inflación internacional o el precio de los commodities.

En este caso se actualiza el comportamiento de los precios en diferentes países considerados de importancia, en el entendido de que sus tendencias podrían generar información respecto de lo que podría ocurrir en nuestro país.

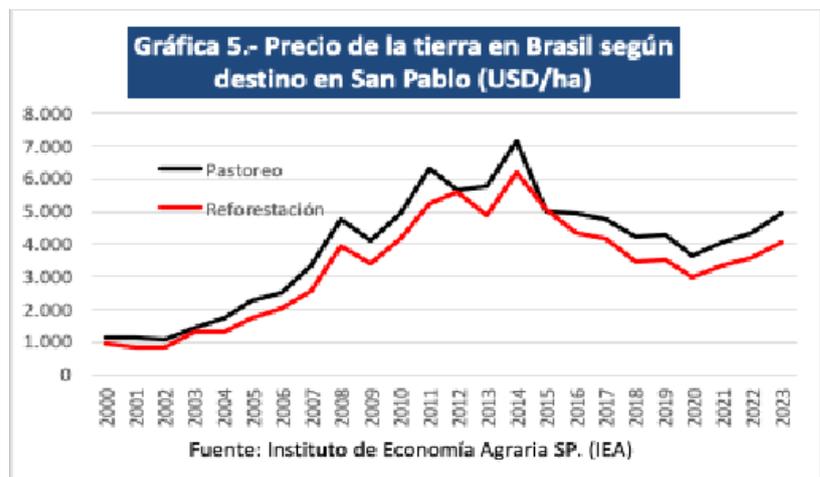
En lo que respecta al precio de la tierra en Estados Unidos, en lo que va del siglo XXI se observa una continua fase ascendente, con alguna excepción (2009 y 2015) en donde se verificaron mínimas reducciones, pero que no modifican la tendencia. El precio en Estados Unidos cayó únicamente en los primeros años de la década del ochenta ante el cambio de la política monetaria denominado "Plan Volcker" y en menor medida, en la crisis financiera de Lehman Brothers y en el pandemia del Covid 19. En todos los casos las reducciones de precios fueron muy moderadas y se revirtieron en pocos años.

Durante el período 2000-2024, el incremento acumulativo anual del precio de la tierra en EEUU en dólares corrientes fue de un 5,75% anual, valor superior al de la inflación de la moneda norteamericana (2,54%), lo que determina un incremento real anual del 3,14% en los últimos 24 años.

El precio de la tierra (promedio) se había mantenido relativamente estable entre 2017 y 2020, con aumentos mínimos en el entorno a la inflación del dólar, pero en los últimos 4 años los valores se recuperan fuertemente mejorando en términos reales, y también acompañando la mayor inflación. Entre 2020 y 2024 el valor de la hectárea promedio lleva acumulado un aumento de un 32%; si se analizan por separado las tierras agrícolas de las ganaderas, las primeras tuvieron entre 2020 y 2024 un aumento del 36% mientras que las segundas un 31%.



El comportamiento del precio de la tierra en Brasil, está por lo general afectado por el efecto del tipo de cambio, en la medida que en ese país la cotización del recurso se realiza en su moneda (reales). Por ello, las fluctuaciones pueden ser amplificadas por este efecto. El precio en dólares muestra un crecimiento sostenido hasta el año 2014 para luego comenzar a caer hasta 2020, en un comportamiento similar al ocurrido en Uruguay. A partir de 2020 comienza a recuperarse en forma importante (12% en 2021, 8% en 2022 y 13% en 2023), pero aún se mantiene muy por debajo de los valores máximos. El aumento de precios del año 2023 en dólares se explica en parte por el incremento del precio en la moneda local y también por un fortalecimiento del real frente al dólar. No se dispone aún de información para el 2024, pero es muy probable que se verifique una reducción de los valores de la tierra en dólares corrientes, como consecuencia de la fuerte devaluación que ha tenido el Real en ese año.



La historia económica reciente de Argentina ha hecho imposible disponer de una serie de precios actualizada y confiable de la tierra. La alta volatilidad de las políticas, las elevadas detracciones a las producciones agrícolas, los desajustes macroeconómicos y las restricciones al manejo de las divisas, generaron distorsiones en los valores que nada tienen que ver con la tendencia que deberían tener los precios de los campos. Los cambios que se están realizando en la política económica probablemente permitan en el mediano plazo retomar series confiables.

Sobre la base de algunos trabajos técnicos a los cuales CARE tuvo acceso, en un período de 55 años (1956 a 2011) el precio de la tierra agrícola (de muy buena calidad) en Argentina, aumentó a un ritmo promedio de 3,5% acumulativo anual en términos reales.

La Cámara Argentina de Inmobiliarias Rurales (CAIR), institución que analiza la evolución de ese mercado, informa que la actividad del mercado (no refiere a precios sino a transacciones) se ha recuperado en forma sostenida en el 2024, como resultado directo del cambio de administración. El índice de actividad que estima la Cámara<sup>13</sup>, se ubicaba en diciembre de 2024 en 49,69 puntos frente a los 21,52 puntos en que había cerrado en diciembre de 2023. El informe aclara que en noviembre de 2024 había llegado a los 60 puntos y que la fuerte baja de diciembre se explica por un tema estacional (4 feriados en días laborables en el mes). Según la Cámara, el año 2024 cerró con una tendencia alcista en la actividad a pesar de la baja importante del mes de diciembre.

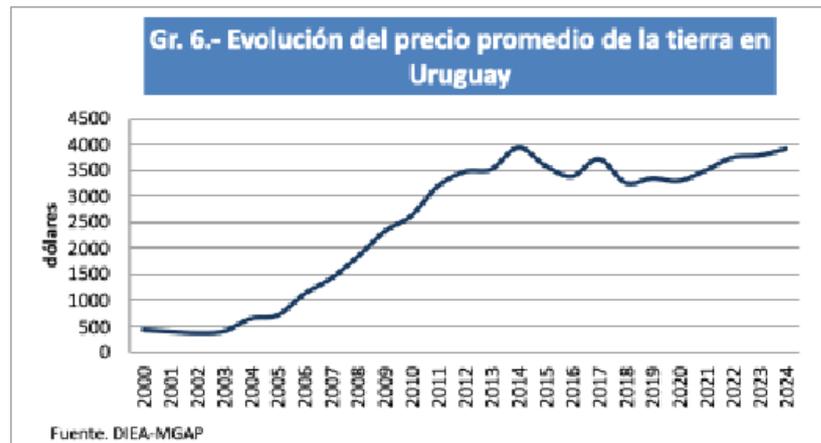
En el caso de Uruguay, la información reportada por DIEA-MGAP para el promedio de las transacciones de tierras muestra que se verificó una muy fuerte valorización de los campos a partir de 2004 y hasta el 2014. A partir de 2015 comenzó un ajuste a la baja pero con un comportamiento un tanto errático, consecuencia seguramente de un bajo número de transacciones en donde la calidad y la localización de los campos comercializados tienen una gran incidencia en los valores medios.

A partir de 2021 el precio de la tierra en el Uruguay parece retomar su tendencia histórica de crecimiento, al aumentar un 6,2% en ese año y luego un 6,9% en 2022, guarismos seguramente influidos por el repunte de los precios internacionales, por el fortalecimiento del peso uruguayo con respecto al dólar, moneda con la que se realizan las transacciones de campos, así como también por la alta inflación internacional.

A partir de 2023 los incrementos se moderan a un 1,1% en ese año y las cifras preliminares para el primer semestre de 2024 estarían mostrando un crecimiento en el precio promedio de la tierra de un 3,4%<sup>14</sup>. Cabe destacar que la información de un semestre, al representar una menor superficie que el año completo, puede estar influenciada por la localización y/o la calidad de los suelos al momento de la definición del precio medio. De confirmarse ese valor para el año 2024, el precio promedio de la tierra en dólares corrientes habrá prácticamente alcanzado el máximo histórico del 2014 (-0,6%).

<sup>13</sup> El "Índice de actividad del mercado inmobiliario rural" (InCAIR) es un índice mensual que refleja la "actividad" del mercado. Se toma como base de referencia máxima 100 puntos, correspondientes al pico de máxima actividad histórica. No refleja precios/valores, solo actividad de mercado. Se comenzó a medir a partir del mes de noviembre del 2013.

<sup>14</sup> Primer semestre compraventas año 2024", DIEA-MGAP. 15 de octubre de 2024.



Existen otras fuentes de información realizadas por consultoras y operadores del mercado<sup>15</sup>, que utilizando diferentes criterios de tasación estiman valores de campos de características similares y teniendo en cuenta los diferentes destinos productivos. Las metodologías más utilizadas son: la comparación de ventas reales de campos similares y la valuación según las rentas esperadas. En general el valor de mercado surge de la integración de ambas metodologías. Del estudio de varias tasaciones de campos a las cuales CARE tuvo acceso, los resultados obtenidos están alineados con la información suministrada por DIEA.

Existe una proporcionalidad comprobada<sup>16</sup> entre el índice de CONEAT y el precio con valores de campo con CONEAT por encima de 100, pero cuando los índices están por debajo de 100, los precios también caen pero no exactamente en la misma proporción que cuando están por encima de 100. Esto básicamente se explica porque muchos de los campos por debajo de 100 son demandados para producciones diferentes a la carne y a la lana (arroz o forestación), rubros considerados para determinar el valor del índice.

La valorización del precio de la tierra es un componente relativamente importante de ingreso final del fideicomiso (20%) por lo que lo que finalmente ocurra con su comportamiento tendrá una contribución sustancial con el retorno final de la inversión. La última actualización del modelo financiero, en el escenario que considera la calificadora, supone una valorización acumulativa anual de un 3% desde 2025 y hasta 2031, por lo que resulta importante conocer que ha sucedido en el pasado como forma de 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 más de 50 años (1970 a 2024) la variación anual en períodos de 20, en donde se observa lo siguiente:

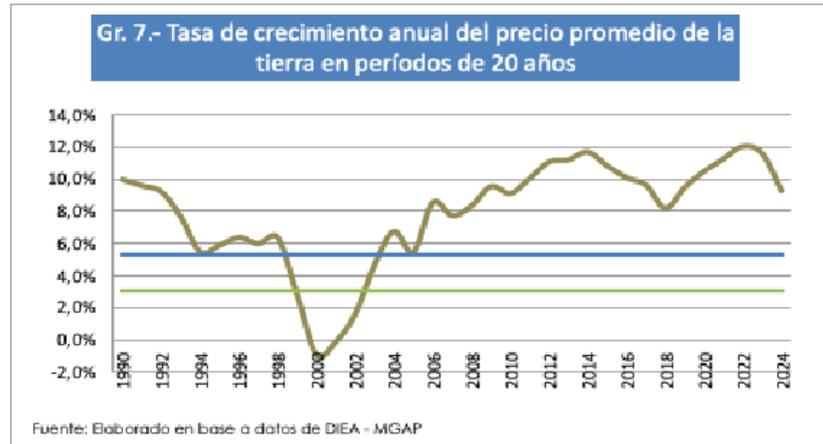
- En promedio, la evolución anual del precio de la tierra en períodos móviles de 20 años fue de 7,9%.
- La tasa anual de crecimiento solamente fue menor al 3% para el caso de los campos que se vendieran en 1999 y 2002, o sea que se hubieran comprado en 1979 y 1982.
- Para el resto del período, el crecimiento anual del precio de la tierra supera siempre el 3%.

<sup>15</sup>. SERAGRO, Agroclaro, Consur y operadores privados

<sup>16</sup>. B. Lanfranco y G. Sapriza (Serie Técnica N° 187 de INIA, "El índice CONEAT como medida de productividad y valor de la tierra" 2011)

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

La evolución anual de este indicador –para intervalos de 20 años- muestra una tendencia al alza hasta el 2014, para luego comenzar a caer pero se mantiene en valores muy por encima del 3% (en el entorno del 9% de crecimiento anual).



CARE entiende que si bien cabe esperar para el mediano y largo plazo aumentos sostenidos en los precios de la tierra, éstos no serían de similar magnitud que el pasado. Muy probablemente los aumentos de precios compensarán la inflación de largo plazo de Estados Unidos<sup>17</sup>, más un pequeño componente por incremento de la productividad de la tierra, de esta forma se deberían ubicar entre el 3 y el 4% anual. Esto no implica que puedan existir períodos de mayores o menores tasas anuales de crecimiento.

## 2.- 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.

La forestación está fuertemente regulada a través de la Ley Forestal (No 16.466), la Ley de Ordenamiento Territorial y Desarrollo Sostenible (No 18.306) y la Ley de Protección de Medio Ambiente (No 17.283), sus modificativas y sus decretos reglamentarios. En general las sucesivas modificaciones en las normas le han ido agregando nuevas regulaciones y restricciones al crecimiento, a través de las exigencias de las Autorizaciones Ambientales Previas y las especiales para plantaciones forestales establecidas en el último decreto de diciembre de 2021.

En diciembre de 2021, luego de que el Senado aprobara el proyecto de ley para regular la forestación que ya contaba con el apoyo de Diputados, el Poder Ejecutivo vetó la Ley, manteniendo de esta manera la política forestal sin cambios legislativos. El proyecto proponía limitar la plantación de montes forestales a las tierras de prioridad forestal, así como poner un tope para la superficie total forestada de un 10% de la superficie agropecuaria del país. Si bien esta Ley no hubiera afectado a este emprendimiento, su aprobación implicaba una regulación que podía tener efectos sobre el sector forestal en un futuro.

<sup>17</sup>. Se estima en aproximadamente un 2%. En la actualidad está aún por encima de esos valores pero razonablemente se espera que vuelva a sus valores históricos.

También en diciembre de 2021, el Poder Ejecutivo dictó un decreto (No 405/021) que propuso algunos cambios en las regulaciones de la actividad forestal, seguramente en respuesta a parte de los planteos de la Ley vetada. Este decreto bajó de 100 a 40 hectáreas el límite mínimo para requerir la autorización ambiental previa ante la DINACEA y también requerir esa misma autorización para las reforestaciones que no hubieran requerido originalmente esa autorización porque fueron realizadas previo a ese requerimiento. Asimismo se modificaron algunas categorizaciones de suelos y modificaron criterios para las evaluaciones de impacto ambiental.

En 13 enero de 2025 el gobierno antes de culminar su mandato, firmó el decreto No 3/025 que modifica el decreto No 405/021, con el objetivo, entre otros, de flexibilizar los trámites relativos a los permisos para las reforestaciones. Se reemplaza la Autorización Ambiental Previa (AAP) por una Autorización Ambiental Especial, facilitando que no se cambie de suelos para la próxima plantación. De esta forma, se simplifican y aceleran los trámites ya que los productores no deben esperar la autorización del Ministerio de Ambiente sino que pueden empezar con las plantaciones una vez que la autorización esté en trámite, habiendo informado con 30 días de antelación a la Dirección Nacional de Evaluación Ambiental (Dinacea).

El nuevo gobierno ha manifestado algunas reservas con relación al último decreto firmado por el anterior y adelantó su voluntad de analizar las actuales regulaciones de la actividad forestal, sin descartar la posibilidad de proponer cambios como los planteados en la Ley de 2021, que fuera vetada por el Poder Ejecutivo. Esta situación genera algunas interrogantes para el corto plazo, aunque de concretarse cambios en el marco regulatorio, éstos seguramente afectarían a futuros emprendimientos y no tanto a los que ya se encuentran en ejecución.

Estas modificaciones, así como las regulaciones generales para el sector, no tendrían mayor impacto para este fideicomiso ya que no se tiene prevista la incorporación nuevas áreas forestales, aunque si podría tener efecto sobre algunas reforestaciones.

**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

El dictamen se construye a partir de la asignación de ponderadores y puntajes a los factores de riesgo que integran cada área de riesgo (los títulos, la fiduciaria y la administradora, los activos subyacentes y el flujo de fondos, y el entorno). Dispuestos en una matriz, los indicadores de cada factor en cada área de riesgo, van generando puntajes a juicio del comité calificador que van conformando el puntaje final. Éste se corresponde con una nota de acuerdo al manual de calificación. En la matriz de calificación, las áreas se dividen en factores, y estos en indicadores.

*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 el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación BBB+. uy<sup>18</sup> de la escala de nuestra metodología. La inclusión del signo + indica que la calificación se acerca más a la categoría superior Se trata de una calificación de grado inversor.*

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrián Tambler

<sup>18</sup>. **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.**