

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

*Montevideo, abril de 2024*

---

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

---

## Actualización de la Calificación de Oferta Pública de los Certificados de Participación del Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay II 09 - abril - 2024

<b>Fiduciario:</b>	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión.
<b>Operador (Administrador) y Organizador:</b>	Agroempresa Forestal S.A.
<b>Agente de Registro y Pago:</b>	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión
<b>Entidad Representante:</b>	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.
<b>Títulos emitidos:</b>	Certificados de participación
<b>Moneda:</b>	Dólares americanos
<b>Importe de la emisión:</b>	USD 70.000.000
<b>Fecha de suscripción:</b>	19 de enero de 2015.
<b>Plazo:</b>	Hasta liquidación de activos y obligaciones del fideicomiso - Máximo: 30 años.
<b>Distribuciones:</b>	Según resultados acumulados de acuerdo a procedimiento establecido.
<b>Activos del Fideicomiso:</b>	Tierra y bosques forestales
<b>Vigencia de la actualización:</b>	30 de noviembre de 2024
<b>Comité de Calificación:</b>	Julio Preve, Adrián Tamber y Martín Durán Martínez.
<b>Calificación de Riesgo:</b>	BBB+.uy <sup>1</sup>
<b>Manual Utilizado:</b>	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros

<sup>1</sup>. De acuerdo a la metodología de CARE, la nota conferida, ante la aparición de hechos relevantes que así lo justifique puede ser modificada en cualquier momento.

## Resumen General

***CARE ha actualizado la calificación de los Certificados de Participación del Fideicomiso Forestal Bosques del Uruguay II, 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 destacó oportunamente en el informe jurídico del Anexo I de la calificación original, ratificada en el correr del tiempo.
- Un negocio que desde el punto de vista económico financiero para el inversor, soporta los stresses ajenos al negocio a los que razonablemente la emisora y la calificadora han sometido el proyecto. Se presenta una nueva actualización del flujo financiero a diciembre de 2023 estimando una TIR para todo el período de 8,2%, que es mayor a la calculada en 2023 (7,3%).
- Los informes del Operador (Agroempresa Forestal SA), resultan satisfactorios en términos generales para la marcha del proyecto, los que son ratificados por el Comité de Vigilancia. Por su parte, este último informa que se vienen cumpliendo a satisfacción los estándares mínimos esperados en cuanto a áreas plantadas, prendimiento, ejecución presupuestal y el Incremento Medio Anual (IMA) de los bosques.
- Se destaca que la misma empresa ya administra otros tres proyectos de similares características, calificados por CARE también con nota de grado de inversión; Bosques del Uruguay, Bosques del Uruguay III y el Bosque del Uruguay IV, manejando en la actualidad más de 80 mil hectáreas efectivas de montes, a través de la emisión de 640 millones de dólares en total. Por otra parte la empresa ha invertido en CPs un total de 11,5 millones de dólares entre los 4 fideicomisos.
- La capacidad de gestión de la empresa administradora del proyecto – Agroempresa Forestal – se mantiene bajo los estándares de eficiencia evaluados en los anteriores informes de actualización, lo que se ratifica en los distintos informes de las partes involucradas.
- Un diseño de gobierno corporativo que minimiza el riesgo a los inversionistas y que hasta la confección del presente informe ha funcionado en forma adecuada (informes del operador, asambleas de titulares de Certificados de Participación e informes del comité de vigilancia).
- A diciembre de 2023 el fideicomiso tiene en propiedad 14.656 hectáreas de las cuales 9.300 se encuentran forestadas y 246 estarían disponibles para plantar, lo que determinará un 65% de aprovechamiento. La superficie plantada es mayor al área propuesta en el Prospecto que era de 8.680, superando de esta forma uno de los compromisos asumidos en cuanto a los estándares mínimos de desempeño.

- Se presenta una nueva tasación de las tierras y plantaciones del Fideicomiso, realizada a diciembre de 2023 y por las mismas empresas tasadoras que en los dos años anteriores. Esta tasación arrojó un valor total de 125,44 millones de dólares, un 11,1% mayor al de un año anterior, conformado por 45,94 millones por la tierra, 1,35 millones por ingresos futuros de los pastoreos, 1,11 millones por certificados de carbono y 77,04 millones por concepto de ingresos forestales. El valor contable de estos activos se menciona en la Sección III. El patrimonio contable al 31 de diciembre de 2023 ascendía a casi USD 128,2 millones, superior al valor de la emisión recibido que fue de USD 70 millones.
- El primer semestre estuvo caracterizado por registros de lluvias muy por debajo de la media histórica, con efectos sobre las plantaciones derivados de la intensa sequía, pero sin pérdidas patrimoniales. Ese déficit hídrico trajo aparejado consecuencias como la disminución del crecimiento de los árboles y costos extra incurridos durante los meses de verano en el sistema de protección de incendios. Como forma de mitigar la situación, a medida que las zonas afectadas se fueron recuperando, se realizó una poda de repaso de brotes epicórmicos, la cual es necesaria para mantener la zona libre de nudos del árbol, pero genera costos extra en las actividades de manejo. En general los predios afectados se han recuperado con la normalización de las precipitaciones, aunque hay una superficie de 19,5 hectáreas deberá ser cosechada en forma anticipada en 2024.
- En 2023, las ventas brutas alcanzaron a los 11,4 millones de dólares, un 24% que lo presupuestado para el año. Hubo una mayor colocación de madera en rolos para la industria local de celulosa y se concretaron negocios para la exportación de chips, mientras que las exportaciones de eucaliptos para aserrío estuvieron en volumen por debajo de lo esperado como consecuencia de un mercado externo muy débil para ese producto. No obstante, a pesar del menor volumen de exportación de eucaliptos para aserrío, los ingresos superaron las previsiones iniciales, ya que las ventas se realizaron CIF, pero con un aumento sustancial en los costos operativos al tenerse que asumir los costos de exportación. Finalmente, la comercialización de bonos de carbono prevista en el presupuesto no se concretó durante 2023 como consecuencia de la demora en el proceso de registro, y pasaría para el año siguiente.
- Las inversiones (implantación y manejo), estuvieron levemente por debajo de lo presupuestado, como consecuencia de menores áreas de plantación y por el atraso de algunas actividades por la sequía. Los costos operativos, como ya se comentó, estuvieron muy por encima de lo presupuestado (+47%), como consecuencia de tener que asumir costos de exportación no previstos, mientras que los gastos, en conjunto estuvieron levemente por encima de presupuestado, explicado por mayores costos de vigilancia y protección de incendios. En consecuencia, al finalizar el año el fideicomiso, cerró con un resultado de gestión<sup>2</sup> levemente positivo (+0,7 MM de dólares).

<sup>2</sup>. Resultado de gestión: ventas- (costos operativos + inversiones + gastos)

- La economía global viene mostrando señales de enlentecimiento desde finales de 2022, y se proyecta que se mantengan los actuales niveles para los próximos años. Superada la pandemia, la economía mundial se viene recuperando más despacio de lo previsto, lo que se tradujo en un menor dinamismo del comercio mundial de bienes. Sumado a ello, se mantiene el conflicto entre Rusia y Ucrania que agrega interrogantes y efectos negativos sobre el comercio.
- En este contexto, los precios de la celulosa, principal producto forestal exportado por Uruguay, mostraron durante casi todo el año 2023 una evolución descendente en sus valores. Más allá de un leve repunte en los últimos meses, se espera que los valores se mantengan relativamente estables al menos durante el primer semestre de 2024. Por su parte, las exportaciones de madera sólida, debieron enfrentar un mercado poco demandante que implicó una significativa reducción en los volúmenes exportados y también en los ingresos, particularmente para el caso del pino. Las exportaciones de rolos de pino registraron durante 2023 una caída muy importante en los volúmenes y en los ingresos, explicado en gran medida por la muy escasa, o nula, presencia de China en el mercado. Por su parte, India se mantuvo en el mercado pero también con menor demanda. Las exportaciones de madera sólida de eucalipto también cayeron, aunque en menor medida, enfrentando un mercado un poco más demandado que el pino.
- 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 en la década 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 tres años de aumentos: 6,2% en 2021, 6,9% en 2022 y 5% para el primer semestre de 2023, lo que lleva los valores medios a niveles muy cercanos al récord de 2014, pero medido en dólares nominales. Estos incrementos se dan con un aumento en el número de operaciones, lo que le da mayor fortaleza, y en parte se explica en un principio por la mejora en los precios de algunos productos, y por la alta inflación internacional, la baja del dólar en el país y la ausencia de aumentos desde 2015.
- Respecto de las políticas públicas, no se advierten por el momento cambios en la política hacia el sector forestal que pudieran suponer 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 del Fideicomiso Financiero denominado "Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay II", por un valor nominal de USD 70.000.000 (setenta millones de dólares de los Estados Unidos).

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 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 futuras 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, Adrián Tamber y Julio Preve. 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.

### 2. Antecedentes generales y hechos salientes del período

#### A. Antecedentes generales

El Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay II 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. Respecto al ingreso por ventas total estimado en el prospecto, un 78% correspondería a venta de madera, 20,5% a la venta de la tierra al final del proyecto, y menos del 1,5 % a ingresos por venta de bonos de carbono y pastoreo<sup>3</sup>.

Como antecedente más relevante hay que mencionar a los Fideicomisos Financieros Forestales Bosques del Uruguay I, III y IV, que emitieron certificados de participación en agosto de 2011, en diciembre de 2016, y en abril de 2019, por un monto de 50, 190 y 330 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 patrimonio de tierras de BDU II al 31 de diciembre de 2023 está compuesto por 20 predios con una superficie total de 14.656 hectáreas de las cuales 9.304 se encuentran forestadas y 346 disponibles para plantar lo que da un aprovechamiento del 65%. Las tierras adquiridas se encuentran en Lavalleja, Cerro Largo, Florida y Treinta y Tres.
- Las plantaciones de pino taeda constituyen el 15% de la superficie del patrimonio forestal, las de eucaliptus para pulpa suman un total de 17%, mientras que las de eucaliptus grandis cuyo destino principal es la producción de madera sólida constituyen a diciembre de 2023, el 68% de la superficie, según informa el Comité de Vigilancia.
- Se ha completado la operación de compra de tierras y también la plantación de montes. Para el futuro, las operaciones del proyecto corresponden principalmente a tareas de mantenimiento de montes y alambrados, control de malezas, podas, raleos, cosecha, eliminación de cepas, manejo de rebrotes, vigilancia, reforestaciones, etc.
- En octubre de 2018 se vendió al Fideicomiso Financiero "Bosques del Uruguay III" el establecimiento Cruz Roja con una superficie de 1.782 hectáreas, de las cuales 1.350 eran forestables y un 51% ya estaba plantado. Para la realización de esta venta se contó con el visto bueno del Comité de Vigilancia y con la aprobación unánime de los titulares de los Certificados de Participación reunidos en la asamblea del 16 de abril de 2018.
- El 13 de junio de 2019 se reunió la Asamblea de Titulares de los Certificados de Participación del Fideicomiso, a la que asistieron el 100% de los tenedores. En dicha asamblea por primera vez se resuelve por unanimidad realizar un adelanto de Distribuciones por un monto de dos millones de dólares, dada la existencia de Fondos Netos Distribuibles.
- En abril de 2017 se realizó una modificación al contrato de fideicomiso que lo habilita a endeudarse por hasta un cierto porcentaje de su patrimonio (15%), para lo cual debe obtener previamente el visto bueno del Comité de Vigilancia y comunicar a la Calificadora de Riesgo.

<sup>3</sup>. Capítulo IV del Prospecto: Objetivo y característica de la inversión.

- A partir de julio de 2020, la contratación de créditos de corto plazo para capital de giro pasa a ser una práctica habitual de gestión, cumpliendo siempre con la comunicación al Comité de Vigilancia y la Calificadora de Riesgo. Hasta el momento no ha habido dificultades para el cumplimiento de las obligaciones asumidas.
- 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.
- Se trabaja para la validación y el registro de los bonos de carbono bajo el estándar CCB (Climate, Community & Biodiversity Standard). Dicho estándar permite reflejar la forma en que el fondo se relaciona con la comunidad y así emitir bonos de carbono de mayor valor.
- El fideicomiso cuenta con la certificación FSC (Forest Stewardship Council o Consejo de Administración Forestal en español). A la fecha (junio de 2023) el Fideicomiso tiene el 63% de las hectáreas certificadas y se continúa trabajando hasta completar la certificación.
- 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**

- Las ventas brutas del Fideicomiso durante el 2023 alcanzó a USD 11,4 millones, obtenidos en mayor medida por ventas de madera de pulpa a la industria de celulosa y en menor medida por ventas de eucaliptus aserrable para exportación. Al cierre del año, las ventas de madera estuvieron un 24% por encima de lo presupuestado. Ese desvío se debe en gran medida a que se realizaron también ventas de rolos de eucaliptus para exportación de chips, que no estaban previstas. Con respecto a las exportaciones de Eucaliptus para aserrío, se realizó una exportación a granel, que superó en un 32% en valor al previsto inicialmente, pero debido a que la venta fue CIF y estaba presupuestada FOB.
- La comercialización de bonos de carbono prevista en el presupuesto finalmente no se concretó en 2023, y pasaría para 2024, dada la demora en el proceso de registro de los bonos

## Cuadro 1. Ingresos reales vs presupuesto en el año 2023 (USD).

Actividad	Real	Presupuesto	Diferencia
Euca. Aserrable MI	761	0	
Pino Aserrable MI	256	0	
Euca. Pulpa MI	9.877.669	8.035.837	23%
Euca. Aserrable ME	1.599.497	1.209.037	32%
Bonos de Carbono	0	1.719.485	-100%
Colmenas	1.390	0	
Pastoreo	160.943	168.828	-5%
<b>Total</b>	<b>11.640.516</b>	<b>11.133.187</b>	<b>5%</b>

Fuente: el operador

- En 2023 se reforestaron unas 409 hectáreas de eucaliptos en cinco predios, un 16% menor de las 489 originalmente presupuestadas para el período. El desvío se explica porque aún está pendiente la autorización de la DGF en uno de los predios.
- Durante el período informado se realizaron diversas tareas de silvicultura y manejo (podas y raleos). La inversión total en manejo estuvo en el año un 29% por debajo de lo planificado debido a que se realizaron menos hectáreas que las presupuestadas como consecuencia de la sequía del primer semestre, que retrasó los crecimientos de las plantaciones. Las tareas que no se realizaron se pasaron para 2024.
- Los costos de producción durante 2023 se ubicaron un 47% por encima del presupuesto, siendo la principal causa el incremento en las ventas de exportación y a la modalidad de venta CIF cuando se había presupuestado FOB. En segundo lugar, están considerados costos de cosecha de madera que quedó en stock y será comercializada en 2024.

## Cuadro 2. Costos e Inversiones reales vs presupuestado en 2023 (USD).

Actividad	Real	Presupuesto	Diferencia
Costos de Producción	7.786.748	5.280.117	47%
Inversiones Implantación	804.083	922.675	-13%
Inversiones Manejo	612.835	859.963	-29%
Gastos	2.324.020	2.127.852	9%
<b>Total</b>	<b>11.527.686</b>	<b>9.190.607</b>	<b>25%</b>

Fuente: el operador

- El resultado de gestión del 2023 fue levemente positivo (+0,7 MM de dólares), aunque un poco por debajo de lo previsto en el presupuesto (+1,2 MM).
- En mayo de 2023 se realizó la medición de prendimiento de la plantación 2022, lográndose un promedio de prendimiento de 89%, siendo el mínimo exigido del 80. Las heladas tardías que se dieron en algunos lugares en octubre 2022 y posteriormente la sequía, serían los factores que incidieron para que algunas parcelas tengan menores porcentajes de prendimiento. En mayo 2024 se realizará la medición de las plantaciones de 2023.

- El operador informa que en general las plantaciones se encuentran en buen estado sanitario, y menciona que en algunos predios se detectaron zonas afectadas debido al déficit hídrico ocurrido durante el primer semestre del año. El déficit hídrico trajo aparejado consecuencias como la disminución del crecimiento de los árboles y costos extra incurridos durante los meses de verano en el sistema de protección de incendios. Hay dos predios con mayor afectación, especialmente en las áreas de suelos más superficiales. En la medida que las zonas afectadas se van recuperando, se realiza una poda de repaso de brotes epicórmicos, la cual es necesaria para mantener la zona libre de nudos del árbol. En general los predios afectados se han recuperado con la normalización de las lluvias, pero persiste un área de unas 20 hectáreas, sobre la cual se ha decidido anticipar la cosecha, que se realizará en 2024.
- Al diciembre de 2023 el área con pastoreo representa el 85% del total de la superficie potencias. El área que está sin pastoreo (2.900 has), se debe a la existencia de plantaciones jóvenes donde aún no pueden ingresar animales a pastoreo.
- A diciembre de 2023 se presentó una nueva tasación de los campos y bosques del fideicomiso. Esta tasación arrojó un valor total de 125,44 millones de dólares, conformado por 45,94 millones por la tierra, 1,35 millones por ingresos futuros de los pastoreos, 1,11 millones por ingresos futuros de certificados de carbono y 77,04 millones por concepto de ingresos forestales. Esta nueva tasación determinó un aumento de un 11,1% en el valor total, explicado en gran medida por el valor de los montes forestales. El valor contable de estos activos se recoge en la Sección III.
- En marzo de 2024 se realizó en la BVM una venta de Certificados de Participación por un valor nominal de 23,66 MM de dólares, y un valor efectivo de 33,48 MM (precio 141,52).
- El 28 de febrero de 2024 se realizó una Asamblea de Beneficiarios en la que se decidió realizar algunas modificaciones al Contrato de Fideicomiso en temas relativos al ajuste en la remuneración del administrador.

### 3. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- Estados contables del Fiduciario al 31/12/2023
- Estados contables del Fideicomiso al 31/12/2023
- Balance de Agro Empresa Forestal al 31 de diciembre de 2023, con informe de auditoría.
- Informes del operador, el último a diciembre de 2023.
- Informes del Comité de Vigilancia, el último a diciembre de 2023.
- Tasaciones de bosques y tierra a diciembre de 2023. Woodlands Pacific.
- Informes de calificación de otros fideicomisos análogos.
- Información relevante del sector forestal.

## II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

Se comercializaron en oferta pública certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay II, creado por contrato correspondiente de fideicomiso financiero. Este contrato, los certificados y los demás contratos citados se analizaron en el informe jurídico realizado en ocasión de la calificación original.

### 1. Descripción general

**Denominación:** Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay II

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

**Operador administrador:** Agroempresa 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:** EF Asset Management Administradora de fondos de Inversión S.A.

**Títulos emitidos:** Certificados de participación

**Activos del Fideicomiso:** El Fideicomiso invertirá en la creación de un patrimonio forestal. Esto incluye la compra y/o arrendamiento de inmuebles rurales y la plantación de los montes.

**Moneda:** Dólares

**Importe de la Emisión:** USD 70.000.000

**Plazo:** Hasta liquidación de activos y obligaciones del fideicomiso. Máximo 30 años.

**Fecha de suscripción:** 19 de enero de 2015

**Distribuciones:** Según resultados acumulados de acuerdo a procedimiento establecido

**Calificación de Riesgo:** BBB+. uy

## 2. El análisis jurídico

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

La conclusión del informe es: ***“...En conclusión y contemplando todos los aspectos involucrados, el negocio fiduciario cuenta con un razonable grado de cobertura, no advirtiendo riesgos sustanciales asociados a contingencias jurídicas en el proceso de emisión”***

### 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 análogos I, III y IV, así como el tiempo transcurrido sin que se haya verificado conflicto alguno, *se concluye que el riesgo jurídico de estructura se considera casi nulo.*

**Riesgo por iliquidez.** Los certificados se han diseñado para ser líquidos. Por este motivo, la liquidez puede considerarse adecuada dadas las características del mercado uruguayo. No obstante este proceso no es instantáneo y puede llevar un tiempo 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 2023 sigue mostrando una sólida situación de solvencia.

El ratio de liquidez se mantiene por debajo de la unidad. Cabe mencionar que el activo no corriente se compone en buena medida por los depósitos en garantía a que está obligada la firma, según normativa vigente, por los fideicomisos que administra y en consecuencia son de disponibilidad restringida. Esto explica los pasivos financieros, que son contraídos para constituir estas garantías y que una vez liberadas, los mismos son cancelados. En cuanto a la eventual necesidad temporal de fondos para atender obligaciones de corto plazo, la firma cuenta con financiamiento con partes relacionadas por lo que el riesgo de liquidez es muy acotado.

**Cuadro 3: Estado de Situación de EFAM (miles de \$)**

Concepto	31/12/2023	31/12/2022	31/12/2021
Activo Corriente	26.198	26.974	18.989
Activo no Corriente	248.688	245.533	281.068
<b>Total Activo</b>	<b>274.886</b>	<b>272.507</b>	<b>300.057</b>
Pasivo Corriente	38.315	43.807	33.484
Pasivo no Corriente	211.246	204.187	230.681
<b>Total Pasivo</b>	<b>249.561</b>	<b>247.994</b>	<b>264.165</b>
<b>Patrimonio</b>	<b>25.325</b>	<b>24.512</b>	<b>35.891</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>274.886</b>	<b>272.507</b>	<b>300.057</b>
<b>Razon Corriente</b>	<b>0,68</b>	<b>0,62</b>	<b>0,57</b>

Fuente: EE.CC EFAM

Los resultados al término del ejercicio 2023 muestran una recuperación importante respecto al mismo periodo del año anterior.

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

Concepto	31/12/2023	31/12/2022	31/12/2021
Ingresos Operativos	85.442	80.546	75.867
Gastos Adm. y Vtas.	(71.408)	(66.556)	(63.018)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>14.033</b>	<b>13.990</b>	<b>12.849</b>
Resultados Financieros	(11.743)	(28.054)	(12.734)
<b>Resultados antes de impuestos</b>	<b>2.290</b>	<b>(14.064)</b>	<b>116</b>
IRAE	(1.477)	2.685	(824)
<b>Resultado del período</b>	<b>812</b>	<b>(11.379)</b>	<b>(709)</b>
Res Operativos/Ingresos	16,42%	17,37%	16,94%
Res Ejercicio/Ingresos	0,95%	-14,13%	-0,93%

Fuente: EE.CC de EFAM

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

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

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

La empresa operadora ya ha sido analizada por CARE en ocasión de la calificación original de este fideicomiso y otros 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. En esta oportunidad, la firma informó a CARE que en el período no se han registrado cambios de entidad en la estructura del equipo.

### Figuras clave

La estructura básica se compone de un Directorio; un Comité de Auditoría y un Comité de Cumplimiento.

- 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 31/12/2023.

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 2023 un total de CP's, emitidos por EFAM, por un valor del orden de USD 13,8 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

El Fideicomiso BDU II fue creado por contrato del 14/8/2014; el BCU autorizó su inscripción el 5/12/2014. El 19/1/2015 se colocaron en BEVSA CP's por USD 70 millones en un régimen de integración diferida según se estableció en el documento de emisión y que estaba anunciado en el prospecto informativo. Esto ha sido ya totalmente integrado en un proceso que comenzó en enero de 2015 y finalizó en febrero de 2017.

Un resumen del estado de situación y resultados del fideicomiso al cierre del año 2023 se expone en los cuadros siguientes.

**Cuadro 5: Estado de Situación del fideicomiso**

En miles de USD	31/12/2023	31/12/2022	31/12/2021
Activo Corriente	4.705	2.313	5.630
Activo no Corriente	128.863	117.217	104.132
<b>Total Activo</b>	<b>133.568</b>	<b>119.530</b>	<b>109.762</b>
Pasivo Corriente	2.536	1.101	3.872
Pasivo no Corriente	2.869	2.602	2.904
<b>Total Pasivo</b>	<b>5.405</b>	<b>3.702</b>	<b>6.775</b>
<b>Patrimonio</b>	<b>128.163</b>	<b>115.827</b>	<b>102.987</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>133.568</b>	<b>119.530</b>	<b>109.762</b>
<b>Razon Corriente</b>	<b>1,86</b>	<b>2,10</b>	<b>1,45</b>

Fuente: EE.CC.F.F. BDU II

La tasación de fin de ejercicio determinó una revaluación de los activos biológicos por USD 11.1 millones mientras que por la tierra la revaluación fue de USD 1.9 millones.

Los saldos contables al cierre fueron de USD 77 millones para los activos biológicos mientras que para la tierra y mejoras fue de USD 51.8 millones, ambos registrados como activo no corriente.

El patrimonio contable al 31/12/2023 según se desprende del cuadro precedente ascendía a USD 128 millones, muy superior en términos nominales, al valor de la emisión recibido que fue de USD 70 millones.

**Cuadro 6: Estado de resultados del fideicomiso**

En miles de USD	31/12/2023	31/12/2022	31/12/2021
Ingresos Operativos	11.668	8.846	3.489
Activos biológicos (1)	11.126	10.992	5.507
<b>Operaciones Continuas</b>	<b>22.794</b>	<b>19.838</b>	<b>(2.942)</b>
Costo de los bs. vendidos	(9.291)	(7.304)	6.055
<b>Resultado Bruto</b>	<b>13.503</b>	<b>12.534</b>	<b>(1.180)</b>
Gastos Adm. Y Ventas	(2.710)	(1.679)	(13)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>10.793</b>	<b>10.855</b>	<b>7.034</b>
Resultados Diversos (2)	-	-	11.896
Resultados Financieros	(188)	(345)	(957)
<b>Resultados antes de impuestos</b>	<b>10.606</b>	<b>10.511</b>	<b>10.938</b>
IRAE	(131)	823	
Resultado del período	10.475	11.334	10.938
Otros resultados integrales (2)	1.899	1.675	
Impuesto diferido	(38)	(169)	
Resultado Integr del periodo	12.336	12.840	10.938

Fuente: EE.CC.F.F. BDU II

(1) cambio en el valor de las plantaciones

(2) Cambio en el valor de la tierra

Los ingresos operativos del periodo corresponden básicamente a venta de madera (USD 11.5 millones) el resto y en forma menor, a ingresos por pastoreos y otros.

### **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 en la calificación del BDU, se considera que el riesgo de incumplimiento de la administradora y del fiduciario con las responsabilidades del proyecto es *casi nulo*.

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

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

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

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

Se invirtió en la compra de inmuebles rurales para el desarrollo de la actividad silvícola, en las condiciones previstas en el Contrato, para que integren el patrimonio del Fideicomiso. El Fiduciario invirtió en aquellos Inmuebles que fueron recomendados por el Administrador de acuerdo a lo previsto en el Plan de Negocios siguiendo los procedimientos que se establecen en el Contrato.

### 1. Evaluación de la rentabilidad de la inversión.

El Proyecto planteado en el prospecto original presentaba una Tasa Interna de Retorno del 8.55% para el Inversor; posteriormente el operador fue ajustando los flujos esperados. La última actualización del flujo financiero es a marzo 2024, con información real a diciembre de 2023 y proyectando hasta la culminación del fideicomiso.

El operador en esta nueva estimación del flujo financiero presenta una serie de escenarios posibles, suponiendo distintas evoluciones de precios de madera, costos de producción y evolución del precio de la tierra a partir de 2024 y hasta la finalización del Fideicomiso en 2035. De los diferentes escenarios presentados, el que para CARE resulta más razonable para realizar proyecciones, considera los siguientes supuestos

- Los precios de los productos ajustan según la Inflación de EEUU (proyectada por BEVSA)<sup>4</sup>. No se proyectan aumentos reales en los precios, 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 la devaluación y la inflación de Uruguay en base a los criterios de BEVSA para realizar las valuaciones.

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%, lo que supone un supuesto conservador.

Los ingresos del inversor son los proyectados en el nuevo flujo que comenzarían a partir de 2025 y terminarían con la liquidación del Fideicomiso en 2035. También se consideró como ingreso la distribución de utilidades realizada en el año 2019 por 2 millones de dólares.

En base a esta proyección, la TIR para todo el período del Fideicomiso en el escenario base sería de 8,2% en dólares nominales, más alta que la estimada un año atrás (7,3%).

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

<sup>4</sup> Estima la inflación histórica de EEUU del entorno del 2,1-2,3%, asumiendo que volvería a los niveles históricos.

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

Fuente: El Operador

Como puede observarse las tasas de retorno esperadas en los diferentes escenarios tiene poca variación.

El escenario 3, es el que se corresponde con los criterios que considera 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 (ver Sección V). Para el caso de la tierra un incremento de un 3% anual parece razonable y conservador, siendo el valor mínimo que la calificadora en general utiliza para las proyecciones.

En el escenario 6 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. Es el escenario más desfavorable y como puede observarse, aún en el caso que no haya ningún aumento en los precios de la madera, ni en el precio de la tierra en los años que quedan, la TIR seguiría siendo positiva (6,4%).

Este nuevo cálculo de TIR es consistente con el severo análisis de sensibilidad al que CARE sometió el flujo de fondos en oportunidad de la calificación original. En aquella oportunidad se sometió el flujo de fondos a efectos adversos en cuanto a:

- la tasa de crecimiento de los bosques
- el aumento esperado en el precio de la tierra

El escenario más adverso proyectado supuso que el incremento en la tasa de crecimiento de los bosques sería un 25% menor al esperado y que no habría incremento de precios en la tierra durante todo el período. Hasta el momento, una reducción en la tasa de crecimiento de esa magnitud no parecería que se pudiera verificar, a la luz de los resultados obtenidos en las parcelas permanentes.

Los resultados obtenidos para una simulación de 10000 iteraciones y suponiendo un escenario por demás desfavorable, mostraron que la TIR nominal esperada sería de 6,58% y evidenciaba un 95% de probabilidad de ubicarse en valores superiores al 5,74%.

## 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>5</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>6</sup> promedio de empresas de producción forestal en mercados emergentes, el cual se ubica en 1,04, 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 (2,30%), para el riesgo país (índice UBI) se consideraron 124 puntos básicos<sup>7</sup> y para la prima de riesgo del mercado accionario se consideró 4,68%.

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 6,01%. Este valor es menor a la última TIR estimada para el escenario más probable (8,2%), 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 (5,52%).

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. En la actualidad la curva en UI (CUI) a 10 años se ubica en 3,23% y la curva en dólares (CUD) a 10 años está en 4,89%. En este caso, la TIR estimada en el escenario más probable 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. Cumplimiento de los estándares mínimos del proyecto.

Las características del proyecto hacen que los resultados económicos, sean sensibles a las acciones llevadas a cabo por el operador: compra de tierras establecimiento de los montes, mantenimiento de los mismos, reconversión de especies, costos operativos, cosecha y venta, etc. Por este motivo, se incluyeron en el Contrato de Fideicomiso, estándares mínimos de desempeño para el administrador.

<sup>5</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>6</sup> Valor proporcionado por Damodaran.

<sup>7</sup> Es el promedio de 5 años, en la actualidad el riesgo país está ubicado en el entorno de 80 puntos básicos

<sup>8</sup> Curva Spot de Rendimientos de Títulos Soberanos Uruguayos emitidos en moneda nacional indexada a la inflación o en dólares, según sea el caso

En este aspecto, el Comité de Vigilancia informa que se vienen cumpliendo a satisfacción las exigencias mínimas establecidas.

- Compra de tierras: Cumplido. Se preveía la compra de 13.200 ha y el arrendamiento de 800 ha y se han comprado 14.656.
- Área plantable: No se reporta superficie en estado “disponible para plantar” durante más de 24 meses consecutivos.
- Prendimiento de la plantación: el porcentaje de prendimientos de plantaciones forestales registrados para la medición de mayo 2023 fue del 89% en promedio.
- Incremento Medio Anual (IMA) de las plantaciones:
  - o Eucaliptus Dunni (pulpa): Desarrollo alineado con lo previsto en el prospecto y se ubica sobre la curva máxima esperada.
  - o Eucaliptus Grandis (madera de calidad): Las plantaciones se encuentran entre la curva más probable y la curva máxima esperada.
  - o Pino Taeda: El pino del fideicomiso tiene 14 años, ambas curvas: volumen comercial y volumen total están por encima de la curva mínima. Sin embargo hay una diferencia importante entre volumen comercial y total, explicado porque no hay mercado para los troncos de menor diámetro (menores a 20cm).

De esta manera se da en general un buen nivel de cumplimiento de los compromisos de desempeño.

**Cuadro 8. Cumplimiento del proyecto**

Concepto	Prospecto	Logrado
Precio de la tierra (USD/ha) al 2022	3.965	3.000
Distancia a Montevideo (km)	270	267
Aprovechamiento forestal (%)	60-65%	62%
Rel. Area E.Grandis/Dunii	2,7	4,0
Superficie total	14.000	14.658
Superficie de bosque (actual)	8.680	9.016

El 15% del área forestada tiene pino

Fuente: Comité de Vigilancia

(\*) El prospecto preveía un aumento de un 3% nominal anual en el precio de la tierra, lo cual no ha venido ocurriendo. Como se verá en la sección V luego de un ajuste muy importante en los precios entre 2004 y 2014, los valores caen y han dejado la tendencia histórica al crecimiento. Nada hace suponer que en el correr de los años no se recupere una tasa de crecimiento positiva para la tierra, en línea con lo establecido en el prospecto.

Como se han adquirido campos ya forestados, los plazos de inicio de las ventas de madera de tala rasa, se han modificado respecto a la proyección original, adelantando los ingresos del fideicomiso por estos conceptos. A su vez, los costos de implantación se postergan en aquellas áreas adquiridas ya forestadas, ya que los mismos serán efectuados, una vez que se haya llevado a cabo la tala rasa pertinente. Las variables macroeconómicas (inflación y tipo de cambio) han evolucionado en forma diferente a lo proyectado inicialmente, por lo que los costos internos han aumentado sensiblemente en dólares.

## 4. 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).

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.

## 5. Resultados de la medición de parcelas permanentes

En los montes del fideicomiso se instalaron parcelas permanentes sobre bosques de entre 6 a 9 años, distribuidas en diferentes predios. El objetivo de las parcelas permanentes es la medición de dos parámetros de crecimiento de los árboles, la altura y el diámetro, que son críticas para luego estimar la producción.

Los resultados de crecimiento que surgen de las parcelas permanentes muestran que para E. Dumni su desarrollo está alineado con lo previsto en el prospecto y se ubican sobre la curva máxima esperada, según informa el Comité de Vigilancia. Para el caso del E. Grandis también el desarrollo está alineado con lo previsto en el prospecto y se ubica entre la curva más probable y la curva máxima esperada.

Para el caso de los pinos, debido al mercado hay una diferencia importante entre volumen total y volumen comercial. Trozas menores a 20 cm de diámetro no tienen actualmente valor comercial generando la diferencia de volúmenes. De cualquier manera, ambas curvas: total y comercial, están sobre la curva máxima.

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

Se presenta una nueva tasación de la tierra y plantaciones del Fideicomiso al 31 de diciembre de 2023, la que es realizada por las mismas empresas consultoras que en los dos años anteriores. Agroclaro realizó una tasación de las tierras sin considerar el valor de los bosques y la empresa Woodlands Pacific realizó la tasación de los montes considerando la tierra al valor estimado y definido por la primera.

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 de las tasaciones fueron realizados bajo diferentes metodologías y considera la tierra y los bosques en conjunto. Asimismo, en las últimas dos tasaciones se considera el ingreso futuro de los certificados de carbono, concepto que no había sido considerado hasta 2021.

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

Año	Millones de USD
2015	26,70
2016	53,10
2017	68,00
2018	66,76
2019	74,99
2020	75,36
2021	99,05
2022	112,89
2023	125,44
<b>Tasa 2018-2023 (anual acumulativa)</b>	<b>13,4%</b>

Fuente: CARE en Base a Tasaciones

Nota: recién en 2018 se estabiliza la superficie, en 2015 y 2016 había menos área y en 2018 un área mayor, ya que luego se vende un predio al BDU III

La tasación de 2023 estimó un valor total para los activos al 31 de diciembre de 2023 de 125,44 millones de dólares, un valor muy superior al del año anterior (11,1%). La evolución muestra una tendencia creciente del activo, el cual punta a punta viene creciendo a un 13,4% acumulativo anual, explicado básicamente por el crecimiento de los montes.

Esta última tasación se sustenta en lo siguiente:

- La tierra se valora combinando dos conceptos: el valor real de mercado de predios similares que fueron comercializados y la valoración basada en la renta actual de mercado asumiendo un caprate de 3,4%.
- El valor de los bosques -al igual que el pastoreo y los certificados de carbono- se estiman descontando los flujos futuros de ingresos a una tasa del 7,5%.
- Para valuar los certificados de carbono, solamente se consideran aquellas que a la fecha ya se han certificado, por lo que considera un criterio conservador.

En el siguiente cuadro se presentan los resultados de la tasación 2023, desagregada en los diferentes componentes y se compara con la del año anterior, pudiéndose observar que buena parte del incremento de valor se explica por la valorización de los montes forestales, teniendo muy poca incidencia por el momento los bonos de carbono, a pesar de que aumentan significativamente en el último año.

**Cuadro 10. Tasaciones por concepto en millones de dólares**

	2021	2022	2023	Variación
Producción de madera	55,43	67,06	77,04	14,9%
Pastoreos	1,26	1,31	1,35	3,1%
Créditos de carbono	-	0,48	1,10	129,2%
Valor de la Tierra	42,36	44,04	45,94	4,3%
<b>Total</b>	<b>99,05</b>	<b>112,89</b>	<b>125,43</b>	<b>11,1%</b>

Fuente: Care en base a las tasaciones 2021, 2022 y 2023

## 7. Riesgos considerados:

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

## V. EL ENTORNO

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

Por políticas públicas se entiende no solo las domésticas sino las de los países con los que existe comercio. Con relación a la política sectorial del país, por el momento no se vislumbran cambios que pudieran afectar el actual desarrollo y crecimiento de la actividad.

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.

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.

### 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 calificadoradora es el de la madera. Esto se fundamenta en que el 78% 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, ya que es el objetivo central de este fideicomiso. No obstante importa también el precio esperado por la madera con destino a celulosa ya que siempre un cierto porcentaje de la madera tiene ese destino, especialmente durante los primeros años.

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, y ello se sustenta en el hecho de que la demanda crecerá de la mano del incremento de la población y del crecimiento de la economía mundial, y especialmente de los países emergentes. Esta mayor demanda se espera tanto para madera sólida destinada a la construcción de muebles o viviendas como de celulosa por mayor consumo de papel. Los principales usos del papel son la comunicación, embalajes e higiene (papel tissue).

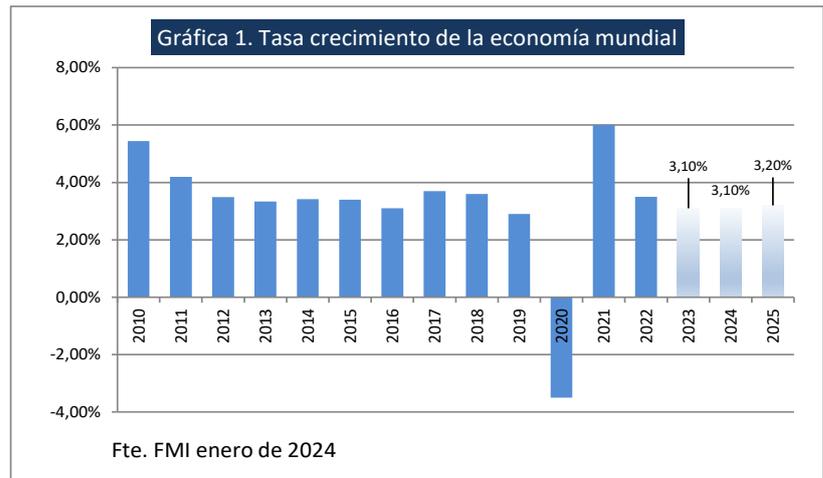
El incremento de la demanda enfrenta una oferta que se ha visto limitada por crecientes medidas de protección de los bosques nativos, así como también el control que se realiza sobre los de rendimiento. Por su parte, las políticas destinadas a atenuar los impactos del cambio climático también

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.

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, como fue lo ocurrido en los últimos años. Superados los efectos de la pandemia, la demanda y los precios se comenzaron a recuperar, pero a mediados de 2022 las condiciones volvieron a cambiar. El 2022 estuvo marcado por las consecuencias del conflicto entre Rusia y Ucrania, el enfriamiento de la economía global y de China en particular, así como las medidas de Covid cero implementadas por éste último. Esos fenómenos generaron cambios en la economía y el comercio mundial, como por ejemplo aumentos en un primer momento de los precios de las materias primas, mayor inflación internacional y mayores costos de los fletes y la energía. Toda esta situación generó una mayor volatilidad al mercado de la madera, y el aumento de los costos estrechó los márgenes del negocio. A partir del segundo semestre del 2022, las medidas tomadas por China, sumado a las expectativas de menor crecimiento económico mundial, tuvieron un efecto muy significativo en las importaciones de algunos productos, impactando en una reducción de los precios para el caso de la celulosa y en mayores dificultades de colocación para el caso de la madera en bruto, situación que se mantuvo durante todo el 2023.

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.

El Fondo Monetario Internacional en su último informe de enero de 2024 proyecta el crecimiento mundial en 3,1% en 2024 y en 3,2% en 2025, lo que supone un leve aumento (0,2 puntos porcentuales) respecto de la anterior proyección de octubre de 2023. Sin embargo, las previsiones para 2024–25 siguen estando por debajo del promedio histórico de 3,8% (2000–19).



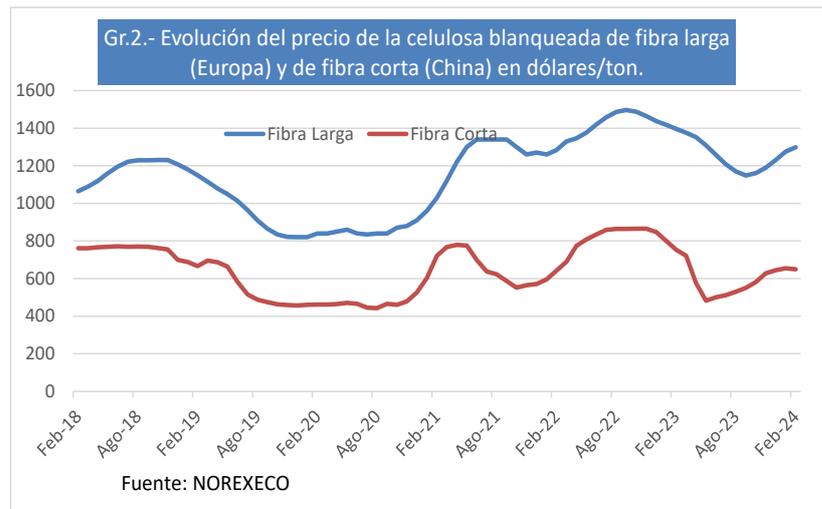
Este leve aumento en la perspectiva de crecimiento de la economía se debe a una mayor resiliencia de lo esperado en Estados Unidos y en varias economías de mercados emergentes y en desarrollo, así como al estímulo fiscal en China. No obstante se mantienen los efectos negativos de las elevadas tasas de interés para combatir la inflación, el repliegue del apoyo fiscal en un entorno de fuerte endeudamiento que frena la actividad económica y el bajo crecimiento de la productividad. Como dato positivo, la inflación estaría disminuyendo más rápidamente de lo previsto en la mayoría de las regiones, mientras se disipan los problemas en el lado de la oferta y se aplica una política monetaria restrictiva. Se prevé que el nivel general de inflación a escala mundial descienda a 5,8% en 2024 y a 4,4% en 2025.

En lo que tiene que ver con madera con destino final a 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 con una leve recuperación sobre finales del año. Esta última caída está sustentada fundamentalmente en una merma en la demanda de papel y sobre todo de materiales para el packaging, consecuencia de la reducción esperada en el crecimiento económico que se registró en la economía internacional. También incidió en la menor demanda la larga cuarentena en China por Covid, la existencia de un sobrestock en ese país y una caída en la demanda de la Unión Europea.

En la siguiente gráfica se presta 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 caída en los precios de la celulosa de fibra larga es menor que para el caso de la corta, lo que se explica en gran medida por la mayor oferta de este último producto en la región, como consecuencia de la puesta en marcha de un proyecto de gran escala en Chile y también de la segunda planta de UPM en Uruguay.

Importa destacar que en la medida que los precios caían también se reducían en forma significativa los precios de los fletes internacionales, compensándose en parte los efectos económicos.

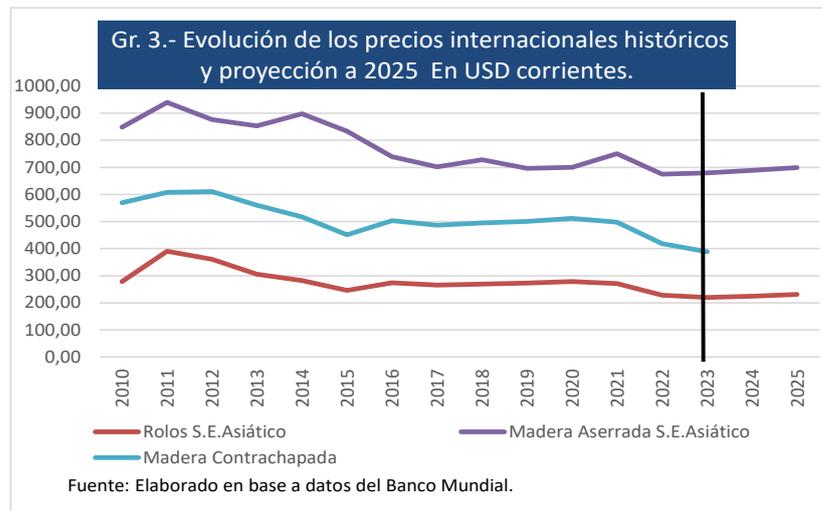
Algunas proyecciones a las que CARE tuvo acceso, estiman que la tendencia descendente en los precios de la celulosa habría culminado y podría esperarse un mantenimiento en los niveles actuales, al menos para el corto plazo.

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 evolución 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 hasta mediados de 2022. A partir del segundo semestre de 2022, se genera una importante caída en la demanda, que afecta fuertemente a las exportaciones uruguayas. Este debilitamiento de la demanda, que responde también a la situación de la economía mundial, se mantiene durante todo el año 2023.

Para el caso de la madera de pino aserrable, el comportamiento es similar al del eucalipto, pero con una mayor variabilidad y con marcados problemas de demanda. El desempeño exportador del país durante 2023 fue claramente a

la baja consolidando dos años consecutivos de retracción. 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 mercado importador de nuestros pinos. Según el último informe de previsión de precios del Banco Mundial de octubre de 2023, 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 1 al 2% 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>11</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 podrían estar 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 un nuevo récord en el 2023 explicado exclusivamente por el aumento en la exportación de celulosa consecuencia de la puesta en funcionamiento de la tercer planta de celulosa en el país. El resto de los productos forestales mostraron una significativa caída, consecuencia de una menor demanda interna y en general también menores precios de exportación. El aumento en el valor de las exportaciones de celulosa se explica por mayores volúmenes exportados, ya que el precio de exportación también fue más bajo en 2023.

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

<sup>11</sup>. World Bank Commodities Price Forecast. En informes posteriores solamente se proyectan precios para 2023 y 2024.

**Cuadro 11. Exportación de productos forestales seleccionado (en millones de dólares FOB)**

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Variación
Celulosa	1.310	1.660	1.527	1.107	1.576	1.818	2.019	11%
Rolos de pino	88	150	89	132	204	127	67	-48%
Tableros de madera contrachapados	64	76	55	67	105	102	74	-27%
Chips (eucalipto y pino)	64	95	102	21	74	113	98	-13%
Madera Aserrada coníferas y no coníferas	93	115	97	104	159	184	157	-15%
Papel y Cartón	34	32	36	25	26	35	30	-12%
Rolos de eucalipto	21	29	14	21	23	34	24	-30%
Total	1.673	2.158	1.921	1.477	2.167	2.412	2.469	2%

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.

Se observa la fuerte baja en las exportaciones de pino, lo que como ya fuera comentado responde a las dificultades del mercado.

Cabe destacar el crecimiento de las exportaciones de madera aserrada, en conjunto (coníferas y no coníferas), que se constituyen 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 ser, las tasas de interés, la devaluación de las monedas, la inflación internacional o el precio de los commodities.

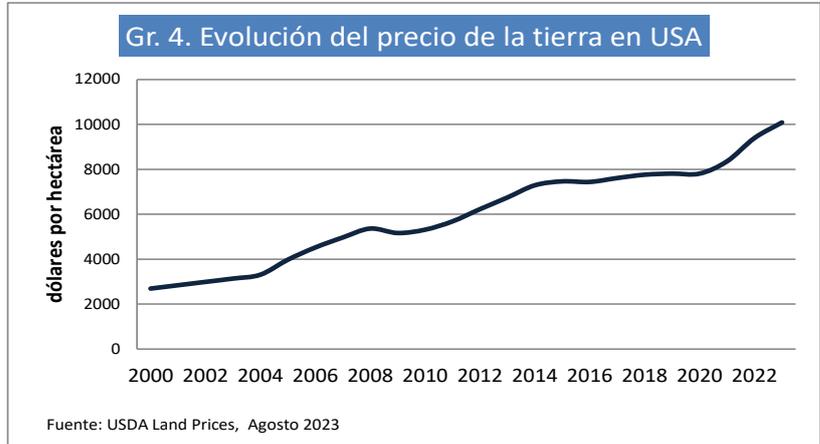
En este caso se actualiza el comportamiento de los precios en diferentes países considerados de importancia, en el entendido de que sus tendencias podrían generar información respecto de lo que podría ocurrir en nuestro país.

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, después de la crisis financiera de Lehman Brothers, en ambos casos en forma muy moderada. Cualquiera de los dos shocks negativos en el nivel de precios, fueron revertidos en pocos años.

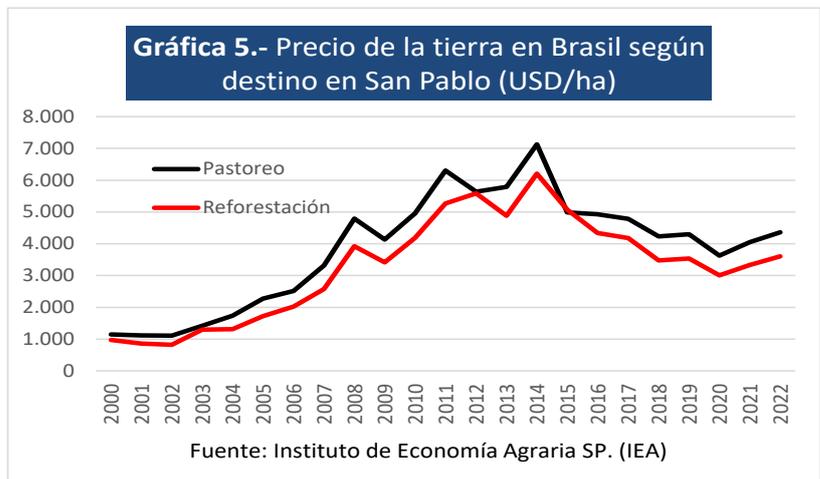
Durante el período 2000-2023, el incremento acumulativo anual del precio de la tierra en EEUU en dólares corrientes fue de un 5,9% anual, valor superior al de la inflación de la moneda norteamericana (2,49%), lo que determina un incremento real del 3,3%.

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 tres años los valores se recuperan fuertemente mejorando en términos reales, pero también acompañando la mayor inflación. En el año

2021 los precios promedio de la tierra aumentaron un 7,0%, en el año 2022 un 12,4% y en 2023 el aumento fue de un 7,4%. Si se analizan por separado las tierras agrícolas de las ganaderas, las primeras tuvieron entre 2021 y 2023 un aumento del 23,5% mientras que las segundas un 18,2%; esto se explicaría por los aumentos de precio de los productos agrícolas.



El comportamiento del precio de la tierra en Brasil, está afectado por el efecto del tipo de cambio, en la medida que en ese país la cotización del recurso se realiza en su moneda nacional (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 y 8% en 2021 y 2022), pero aún se mantiene muy por debajo de los valores máximos.



La particular situación de Argentina hace 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 las series.

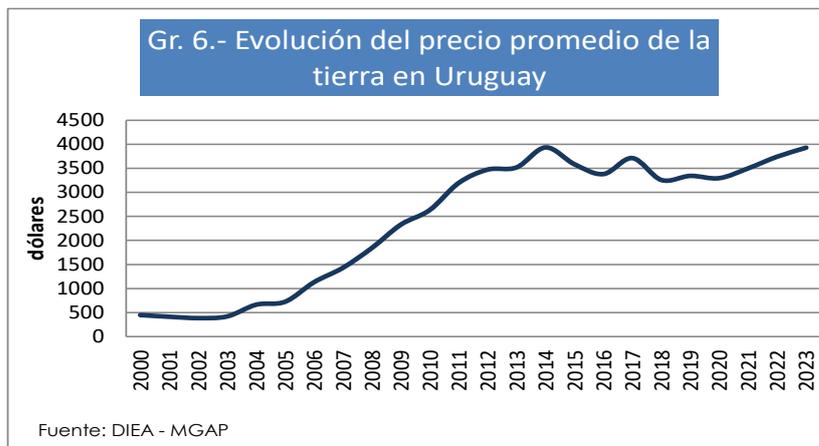
Sobre la base de algunos trabajos técnicos a los cuales CARE tuvo acceso, en un período de 55 años (1956 a 2011) el precio de la tierra agrícola (de muy buena calidad) en Argentina, aumentó a un ritmo promedio de 3,5% acumulativo anual en términos reales.

La Cámara Argentina de Inmobiliarias Rurales (CAIR), institución que analiza la evolución de ese mercado, estima que la actividad se encuentra en el mínimo histórico desde que se computa el InCAIR (índice de actividad que estima la Cámara)<sup>12</sup>. En su último informe de diciembre de 2023, el índice se ubicó en 21,52/100 lo que muestra que la incertidumbre económica tuvo más fuerza frente a las eventuales expectativas positivas del mercado.

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 influencia en los valores medios.

En 2021 el precio de la tierra parece retomar su tendencia histórica de crecimiento, al aumentar un 6,2% respecto del año anterior. En 2022 el precio medio vuelve a crecer en este caso 6,9%, verificándose un aumento significativo en las superficies transadas anualmente, lo que indicaría un mayor nivel de actividad en un mercado en alza. El último informe de "Precio de la Tierra" de DIEA, publicado el 22 de noviembre de 2023 da cuenta de un nuevo incremento en los valores para el primer semestre de 2023 respecto del año anterior, en este caso del 5%.

Estos últimos aumentos en los valores de la tierra se podrían explicar en parte como consecuencia del 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. Los valores promedio de los campos para el primer semestre de 2023 se estarían ubicando ya en igual nivel que en el récord de 2014.



<sup>12</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>13</sup>. SERAGRO, Agroclaro, Consur y operadores privados

Existen otras fuentes de información realizadas por consultoras y operadores del mercado<sup>13</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>14</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, 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 (20,5%) 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 supone una valorización acumulativa anual de un 3% desde 2023 y hasta 2035, 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 2023) la variación anual en períodos de 20, en donde se observa lo siguiente:

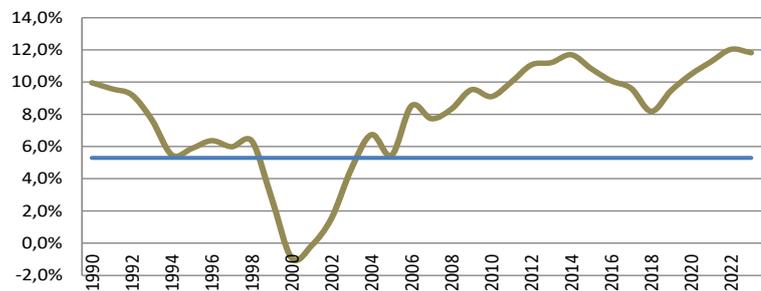
- En promedio, la evolución anual del precio de la tierra en períodos móviles de 20 años fue de 7,9%.
- La tasa anual de crecimiento solamente fue menor al 3% para el caso de los campos que se vendieran en 1999 y 2002, o sea que se hubieran comprado en 1979 y 1982.
- Para el resto del período, el crecimiento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

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 12% de crecimiento anual).

<sup>14</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)

Gr. 7.- Tasa de crecimiento anual del precio promedio de la tierra en períodos de 20 años



Fuente: Elaborado en base a datos de DIEA - MGAP

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>15</sup>, más un pequeño componente por incremento de la productividad de la tierra, de esta forma se deberían ubicar entre el 2 y el 4% anual. Esto no implica que existan períodos de mayores tasas anuales de crecimiento, como pudiera ser en los próximos años. La elevada inflación internacional, el valor del dólar en país y los actuales precios de la tierra, podrían determinar la ocurrencia de mayores tasas de crecimiento del precio a corto plazo

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

El riesgo de políticas públicas refiere a la amenaza, de parte del Estado, de actuar contra las modalidades de propiedad y explotación que propone el fideicomiso.

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. Al haber sido vetada la norma propuesta, al menos por el momento, quedan despejadas las dudas respecto del mantenimiento de la política forestal.

<sup>15</sup> La inflación en EEUU aún está levemente por encima de su nivel histórico, aunque se espera que en breve vuelva su nivel.

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.

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.

Por el momento, no surgen nuevos elementos que pudieran suponer que el gobierno pueda tomar medidas de política que atenten contra este tipo de emprendimiento, y no se perciben condiciones que permitan advertir mayores amenazas de las que se mencionaron líneas arriba.

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

## VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

*En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos - tanto los presentados por la Fiduciaria y el Operador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación BBB+.uy<sup>16</sup> de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.*

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Marín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrián Tamber

<sup>16</sup>. **BBB+.uy**. Se trata de instrumentos que presentan un riesgo medio bajo para la inversión, ya que evidencian un desempeño aceptable y suficiente capacidad de pago en los términos pactados. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, 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. Podría incrementarse el riesgo del instrumento ante eventuales cambios previsibles en los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, 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 administradora 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.**