

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

Montevideo, abril de 2022

4	RESUMEN GENERAL
6	I INTRODUCCIÓN
11	II EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION
13	III LA ADMINISTRACION
18	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
25	V EL ENTORNO
36	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

Actualización de la Calificación de oferta pública de Certificados de Participación escriturales. 12 - abril - 2022

Denominación:	Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay III
Fiduciario:	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión.
Operador (Administrador) y Organizador:	Agroempresa Forestal S.A.
Agente de Registro y Pago:	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión
Entidad Representante:	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.
Títulos:	Certificados de participación
Moneda:	Dólares americanos
Importe de la emisión:	USD 190.000.000
Fecha de la suscripción de los valores:	6 de diciembre de 2016
Plazo de la emisión:	20 años.
Distribuciones:	Según resultados acumulados de acuerdo a procedimiento establecido.
Activos del Fideicomiso:	Tierra y bosques forestales.
Comité de calificación:	Julio Preve, Adrián Tamber y Martín Durán Martínez
Calificación de Riesgo:	BBB+.uy ¹
Vigencia:	30 de noviembre de 2022
Manual utilizado :	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros

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

Resumen General

CARE ha actualizado la calificación de los certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero Bosques del Uruguay III manteniendo la calificación BBB+.uy de grado inversor.

A modo de resumen, los aspectos salientes de la calificación son:

- 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 las que razonablemente la emisora y la calificadora han sometido el proyecto. A marzo de 2022 se dispone de una nueva actualización del flujo financiero, que arroja una TIR del 6,35, levemente inferior a la estimada en 2021 (TIR del 6,8%).
- Un negocio compuesto, por la adquisición de 46.269 hectáreas; al 31 de diciembre de 2021 el operador informa que la superficie plantada es de 27.030 hectáreas, y hay 2.752 para plantar, lo que arrojará un aprovechamiento promedio de 64%. En este caso se adquirió una extensión de tierras con un negocio en marcha, con la cual se mitigaron considerablemente los riesgos de adquisición y plantación, aunque el plan de negocio considera la reconversión de buen parte del área plantada con pinos y con eucaliptus.
- Se destaca que la misma empresa ya administra otros tres proyectos de similares características (Bosques del Uruguay, Bosques del Uruguay II y el Bosque del Uruguay IV), manejando en la actualidad más de 80 mil hectáreas de montes, a través de la emisión de 640 millones de dólares en total.
- Los informes del Operador (Agroempresa Forestal SA), resultan satisfactorios para la marcha del proyecto, los desvíos informados han sido debidamente justificados y en principio no generan cambios en la marcha del proyecto. Por su parte, el Comité de Vigilancia Informa que se vienen cumpliendo a satisfacción los estándares mínimos esperados en cuanto a áreas plantadas, porcentajes de prendimiento, ejecución presupuestal y el Incremento Medio Anual (IMA) de los bosques.
- 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.
- Los ingresos por ventas del año 2021 se ubicaron apenas por debajo de lo presupuestado, la disminución corresponde a menores ventas de pino al mercado externo que fue parcialmente compensada por mayores colocaciones de pulpa a las plantas de celulosa. Los costos de producción estuvieron también levemente por debajo del presupuesto, en línea con las menores exportaciones, mientras que hubo menos inversión en podas ya que se corrieron algunas actividades para 2021 por falta de desarrollo en algunos bosques.

- A diciembre de 2021 se presenta una nueva tasación de los campos del fideicomiso en esta oportunidad realizada por dos empresas. Una consultora nacional, Agroclaro que tasa las tierras y una empresa neozelandesa (Woodlands Pacific) que toma el valor de las tierras y realiza una tasación de los bosques. Esta tasación arrojó un valor total de 198,67 millones de dólares, conformado por 130,99 millones por la tierra, 1,45 millones por ingresos futuros de los pastoreos y 63,63 millones por concepto de ingresos forestales²
- Se presenta en esta oportunidad una nueva actualización del flujo financiero a marzo de 2022 y se proyecta hasta la finalización del fideicomiso en 2036, sobre la base de diversos escenarios posibles. Para el escenario base, se estima una TIR para todo el período de 6,35% un valor levemente menor a la anterior actualización (6,8%), y menor también a la del prospecto de emisión, pero sigue siendo razonable. Estos resultados se estiman sobre la base de los precios esperados de la madera y una evolución de los costos, ingresos y valorización del precio de la tierra que CARE considera razonables. Con esta nueva tasación, el valor del patrimonio contable supera levemente a la emisión.
- El mercado internacional de la madera, ha mostrado un marcado aumento en la demanda y en los precios durante todo el año 2021. Luego de la fuerte caída de los mercados de las materias primas en general, agravado por el Covid-19, los mercados evidenciaron un fuerte rebote al alza. En este sentido, la demanda internacional por celulosa, por chips y por madera sólida se ha recuperado y viene mostrando una mejor perspectiva para los años próximos. La demanda interna por madera con destino a las plantas de celulosa crecerá más cuando se ponga en funcionamiento la tercera planta de celulosa en el país, pudiendo incluso generarse una cierta tensión sobre la oferta. Por su parte, la demanda por madera sólida de eucalipto con destino a la exportación ha mostrado un marcado crecimiento desde el segundo semestre del año 2020 y se mantuvo en buenos niveles durante 2021, aunque no se superó el récord de exportaciones de 2018. Los precios de la madera aserrable de pino han mejorado fuertemente respecto de los años anteriores al igual que las exportaciones para ubicarse en los máximos históricos. En la Sección V se actualiza la información y se profundiza sobre estos aspectos, en particular la evolución del precio de la tierra y de la madera.
- El Poder Ejecutivo vetó en diciembre de 2021 la Ley que proponía regular y poner ciertos límites a la forestación, despejando de esta manera las amenazas que se habían creado respecto de un posible cambio en la política hacia el sector forestal. En consecuencia no se advierten amenazas en lo que respecta a las políticas públicas. No obstante se dictó un nuevo decreto que regula algunos aspectos de las plantaciones forestales (Decreto N°405/021), bajando a 40 hectáreas el mínimo de superficie de plantación que requieren evaluación ambiental (DINACEA) para su registro y autorización (antes estaba en 100 has), y exigiendo también esa autorización a las reforestaciones más antiguas que estaban fuera de esa regulación. Más allá de estos cambios en la normativa, no se advierten amenazas en lo que respecta a las políticas públicas.

². Esta nueva tasación determina un 31% de aumento respecto de la tasación anterior, lo que se explica por la utilización de una metodología diferente, principalmente en la valoración del activo tierra. CARE comparte la metodología utilizada en esta oportunidad y tenía algunas diferencias respecto de la metodología aplicada con anterioridad.

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 denominado "Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay III", por un valor nominal de USD 190.000.000 (ciento noventa millones de dólares).

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 Tir'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 así como en el del regulador: www.bcu.gub.uy. El comité de calificación estuvo integrado en este caso por Martín Duran Martínez, 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 cuyo informe se adjuntó en Anexo I de la misma³. Asimismo CARE contrata regularmente cuando lo entiende necesario informes de campo adicionales y realiza visitas a los predios.

Más allá de las actualizaciones de norma la calificación puede variar ante la aparición de hechos relevantes.

³. Disponible en www.care.com.uy

2. Antecedentes generales y hechos salientes del período

A. Antecedentes generales

El Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay III 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 IV, que suscribieron certificados de participación en agosto de 2011, en octubre de 2014, y en abril de 2019, por un monto de 50, 70 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 Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay III, quedó constituido el 22 de agosto de 2016, 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 el monto de la emisión fue posible adquirir una superficie de 46.269 hectáreas de las cuales un 55% ya estaba forestado con las especies comerciales de mayor implantación en el Uruguay: eucaliptus y pino. Las plantaciones se encontraban a mitad de su ciclo productivo y el plan de negocios se proponía alcanzar a un 65% de superficie forestal.
- Los predios adquiridos, 47 en total, tenían originalmente una alta proporción de pino (más del 50%). Las plantaciones de eucalyptus para pulpa sumaban un total de 30% de la superficie y las plantaciones de eucalyptus grandis, cuyo destino principal es la producción de madera sólida eran de aproximadamente el 20% del activo forestal.
- El plan de negocios planteaba cortar los pinos al final de su ciclo y cambiar por eucaliptus grandis y dunnii. Incluso algunos montes de pino de escaso desarrollo y que habían estado mal mantenidos se van cortando antes del fin de su ciclo, para replantar esas superficies con eucaliptus grandis. Asimismo luego de la tala rasa de los montes de eucaliptus para pulpa se plantan nuevamente con eucaliptus para la obtención de madera sólida.
- El proyecto está ubicado en la zona centro-este del país, con la siguiente distribución: Cerro Largo (38%), Lavalleja (24%), Treinta y Tres (19%), Florida (17%) y Rocha (2%), por ser una zona de gran potencial para la explotación forestal.
- Con respecto a los ingresos, el prospecto proyectaba que del total estimado por ventas, un 70-80% corresponderá a la venta de madera y/o bosques en pie, un 20 a 25% 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.

- En octubre de 2018 se compró el establecimiento Cruz Roja que era propiedad del Fideicomiso Financiero "Bosques del Uruguay II" con una superficie de 1.782 hectáreas, de las cuales 1.350 son forestables y un 51% ya estaba plantado.
- En el mes de setiembre de 2018 se realizó la última integración de fondos (Capital call) al Fideicomiso por USD 8.997.000, por lo que se completó la emisión.
- El 11 de febrero de 2020 se reunió la Asamblea de Titulares de los Certificados de Participación del Fideicomiso, a la que asistieron el 100% de los tenedores. En dicha reunión se aprobó por unanimidad 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.
- 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, los cuales en varias oportunidades se han ido renovando. Asimismo el Fideicomiso ha contraído un crédito amortizable en 48 cuotas y la última será en abril de 2024. En todas las oportunidades, se ha contado con la aprobación del comité de vigilancia y el fiduciario lo ha comunicado a la Calificadora.
- En diciembre de 2020 se realizó la auditoria anual de la certificación FSC (Forest Stewardship Council o Consejo de Administración Forestal en español) la que transcurrió sin mayores novedades y el certificado fue renovado sin haberse detectado mayores observaciones.
- 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 Fee de Agroempresa Forestal y también se acordó subir información una vez por año de los Fideicomisos a la WEB de Bosques del Uruguay.

o Hechos salientes del período

- El BDU III se encuentra en proceso de transformación, avanzando en la cosecha de Eucaliptus pulpa y replantando Egrandis, lo mismo con la superficie de Pino. A partir del segundo semestre de 2020 y hasta la fecha actual, el mercado comercial permitió la cosecha anticipada de una importante superficie de pino habilitando de esta forma la reforestación con Eucaliptus. Si bien la operativa no genera buenos márgenes, éstos son positivos y se puede avanzar en el proceso de reconversión.
- En el 2021, 4 predios del Fideicomiso fueron integrados a la certificación FSC.
- Durante el período informado se realizaron diversas tareas de silvicultura y manejo (podas y raleos), presentando algunos desvíos respecto a las tareas presupuestadas.

- El patrimonio de tierras al 31 de diciembre de 2021 de BDU III asciende a 46.269 hectáreas de las cuales 27.030 hectáreas se encuentran forestadas y 2.752 disponibles para plantar, lo que da un 64% de aprovechamiento. Las plantaciones de Pino constituyen aun el 43% del patrimonio forestal y siguen en descenso. Las plantaciones de Eucalyptus para pulpa suman un total de 29% de la superficie y las de eucaliptus cuyo destino principal es la producción de madera sólida constituyen el 28% del activo forestal.
- Los ingresos del Fideicomiso por ventas de madera en el año 2021 estuvieron apenas por debajo de lo presupuestado originalmente. Esta menor venta se explica por la reducción en las ventas de madera de pino, lo que fuera casi totalmente compensado con la venta de madera para pulpa con destino a las plantas de celulosa. En línea con esa reducción, los costos de producción se ubicaron por debajo de lo planificado (cosecha y fletes).
- Las inversiones en plantaciones estuvieron en línea con el presupuesto (se plantaron 2.025, una cifra levemente superior a la proyectada) mientras que las inversiones en poda estuvieron por debajo, ya que la superficie podada fue menor a lo presupuestado, dado el menor desarrollo de los montes que debían podarse.
- Los resultados financieros del año siguen siendo negativos dada la continuación de la estrategia de reconversión de pino a eucaliptus, que implica una mayor inversión de capital en los primeros años del fondo.
- Cabe mencionar que las perspectivas del fideicomiso por la comercialización del stock de Bonos de Carbono para los próximos años parecen auspiciosas. En 2021 comenzó la verificación que ha permitido comprobar un crecimiento de los árboles y acumulación de carbono acorde a lo planificado. En línea con esto, durante el año 2021, se comenzaron a comercializar algunos certificados de carbono a ser entregados en 2022 que generarán ingresos adicionales.
- El fideicomiso mantiene aún unas 3.700 hectáreas libres de animales. El pastoreo además de generar ingresos para el Fideicomiso ayuda a mantener más limpio los campos y se pueden evitar incendios.
- En marzo de 2022, el Fiduciario comunicó a la Calificadora que el Fideicomiso se encontraba negociando un crédito de largo plazo (10 años) con un banco de plaza, con el objetivo de seguir avanzando en las inversiones para la reconversión y aprovechando las bajas tasas de interés actuales. El Comité de Vigilancia aprobó la operativa, cumpliendo con la normativa establecida.
- Se dispone de una nueva tasación de los campos del fideicomiso al 31 de diciembre de 2021 en esta oportunidad realizada por dos empresas. Una consultora nacional, Agroclaro que tasa las tierras y una empresa neozelandesa (Woodlands Pacific) que toma el valor de las tierras y realiza una tasación de los bosques. Esta tasación arrojó un valor total de 198,67 millones de dólares, conformado por 130,99 millones por la tierra, 1,45 millones por ingresos futuros de los pastoreos y 63,63 millones por concepto de ingresos forestales.

3. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- Estados Contables de EF Asset Management al 31 de diciembre de 2021.
- Estados Contables del Fideicomiso al 31 de diciembre de 2021.
- Balance de Agroempresa Forestal al 31 de diciembre de 2020, con informe de auditoría
- Informes del operador, el último a diciembre de 2021.
- Informes del Comité de Vigilancia el último a diciembre de 2021.
- Tasaciones de los campos de Agroclaro Servicios Profesionales
- Tasaciones de los bosques de Woodlands Pacific.
- Calificación de los Fideicomisos Financieros Forestales Bosques del Uruguay I, II y IV realizadas por CARE y sus sucesivas actualizaciones.
- Información relevante del sector forestal.

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 III, 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 III

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: USD190.000.000

Fecha de suscripción: 6 de diciembre de 2016

Plazo de la emisión: 20 años. Máximo 30 años.

Distribuciones: Según resultados acumulados de acuerdo a procedimiento establecido

Calificación de Riesgo: BBB+.uy

2. El análisis jurídico

El análisis jurídico procura descartar cualquier eventualidad de conflictos derivados por ejemplo de la construcción jurídica, los contratos respectivos, el cumplimiento con normas vigentes, etc ⁴.

El informe recorre las contingencias objetivas y subjetivas de los contratos y finalmente concluye: **“...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”**

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 y II, 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*.

⁴. Ver Anexo I de la calificación original, disponible en care@care.com.uy

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 financiera⁵

El análisis de los EE.CC al 31 de diciembre de 2021 sigue mostrando una sólida situación de solvencia. El ratio de liquidez se mantiene por debajo de la unidad. Cabe mencionar que el activo no corriente se compone en buena medida por los depósitos en garantía a que está obligada la firma, según normativa vigente, por los fideicomisos que administra y en consecuencia son de disponibilidad restringida. Esto explica los pasivos financieros, que son contraídos para constituir estas garantías y que una vez liberadas, los mismos son cancelados. En cuanto a la eventual necesidad temporal de fondos para atender obligaciones de corto plazo, la firma cuenta con financiamiento con partes relacionadas por lo que el riesgo de liquidez es muy acotado.

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

Concepto	31/12/2021	31/12/2020	31/12/2019
Activo Corriente	18.989	15.859	16.842
Activo no Corriente	281.068	228.346	176.772
Total Activo	300.057	244.205	193.613
Pasivo Corriente	33.484	27.348	22.132
Pasivo no Corriente	230.681	180.257	140.738
Total Pasivo	264.165	207.605	162.870
Patrimonio	35.891	36.600	30.743
Total Pasivo y Patrimonio	300.057	244.205	193.613
Razon Corriente	0,57	0,58	0,76

Fuente: EE.CC EFAM

⁵ En relación a la crisis sanitaria causada por el Covid 19 y sus eventuales impactos económicos, la Dirección entiende que no se generarían impactos significativos sobre la situación financiera y patrimonial de la Sociedad, dado que su cartera de fideicomisos se encuentra diversificada y se mantienen contratos de largo plazo.

Los resultados al término el ejercicio 2021 muestran una caída importante respecto al año anterior, explicado básicamente por los resultados financieros como se aprecia en el cuadro siguiente.

Cuadro 2: Estado de Resultados de EFAM (miles de \$)			
Concepto	31/12/2021	31/12/2020	31/12/2019
Ingresos Operativos	75.867	60.275	48.081
Gastos Adm. y Vtas.	(63.018)	(53.901)	(43.595)
Resultado Operativo	12.849	6.373	4.486
Resultados Financieros	(12.734)	2.566	2.484
Resultados antes de impuestos	116	8.939	6.970
IRAE	(824)	(2.686)	(2.586)
Resultado del período	(709)	6.253	4.384
Res Operativos/Ingresos	16,94%	10,57%	9,33%
Res Ejercicio/Ingresos	-0,93%	10,37%	9,12%

Fuente: EE.CC de EFAM

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

2. Agroempresa Forestal S.A. (AF)

La empresa operadora ya ha sido analizada por CARE en ocasión de la calificación original de este fideicomiso y otros 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.

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 sumaron un valor original superior a los USD 630 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 ya detalladas en la anterior actualización. En términos generales las mismas han sido implementadas y tal como fue expresado en anteriores informes de actualización por lo que no cabe reiterarlas acá.

Estos cambios han sido informados por la firma en reportes que denominan: *Avances de Capital Humano*.

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 tal sentido, en este periodo y a nivel de mandos medios AF informa haber incorporado a Fernando Laventure como Coordinador en Logística; su rol es asegurar el suministro de madera a los diferentes puntos de consumo y playas de acopio.

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).

Un aspecto a destacar es que AF cuenta con equipos de trabajo que funcionan con integrantes que residen en Uruguay, Chile y Brasil, en tal sentido, la incorporación de nuevo personal debió planificarse en armonía tanto para la nueva persona que ingresaba como para los integrantes que ya cuentan con sus actividades y responsabilidades en curso.

Situación económica financiera

La firma cierra balance el 31 de diciembre; en la oportunidad se contó con el último cierre disponible auditado por Deloitte al 31/12/20.

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 2020 un total de CP's, emitidos por EFAM, por un valor de casi USD 6.6 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 Fideicomiso⁶

Con fecha 22/8/16 se celebró el contrato de fideicomiso cuya inscripción fue autorizada por el BCU con fecha 16/11/16. El 6/12/16 se llevó a cabo en BEVSA la colocación de USD 190 millones en Certificados de Participación (CP's). Los mismos se encuentran totalmente integrados en un proceso iniciado el 7/12/16, fecha en que se realizó la primera integración, la segunda fue la mayor (USD 161 millones) realizada el 13/2/17 para culminar el 24/9/18, fecha en que se realizó la última.

El ejercicio contable y fiscal cierra los 31 de diciembre. En los cuadros siguientes se ilustra el estado de situación y de resultados del Fideicomiso al cierre del año 2021.

Cuadro 3: Estado de Situación Fideicomiso (miles u\$s)

Concepto	31/12/2021	31/12/2020	31/12/2019
Activo	221.268	172.307	173.713
Activo Corriente	8.123	13.264	8.075
Activo no Corriente	213.144	159.042	165.637
Pasivo	14.349	11.115	4.418
Pasivo Corriente	5.931	7.526	2.796
Pasivo no Corriente	8.418	3.589	1.622
Patrimonio	206.919	161.191	169.294
Pasivo y Patrimonio	221.268	172.307	173.713
Razón Corriente	1,37	1,76	2,89

Fuente: EE.CC del Fideicomiso

Se observa un fuerte incremento del patrimonio contable al cierre del ejercicio 2021 en relación al año anterior; se debe fundamentalmente a las revaluaciones de sus activos principales que, en conjunto, subieron su valor en USD 54.8 millones.

Figuran en el pasivo créditos bancarios tomados por el Fideicomiso, el mayor de ellos, por USD 3 millones se está cancelando en 48 cuotas mensuales, iguales y consecutivas desde el 30/5/20; un crédito tomado por USD 1 millón que figura en el pasivo, se canceló en marzo de 2022.

El Estado de resultados resumido se presenta a continuación.

Cuadro 4: Estado de Resultados Fideicomiso (miles u\$s)

Concepto	31/12/2021	31/12/2020	31/12/2019
Ingresos operativos	24.438	24.879	19.902
Cambio de valor activos biológicos	22.643	5.007	(7.155)
Costo de los bienes vendidos	(23.346)	(23.332)	(18.818)
Resultado bruto	23.735	6.554	(6.070)
Gastos Administración y Ventas	(4.357)	(4.786)	(4.460)
Resultados Financieros	(114)	185	749
Resultados diversos	2.334	(2.334)	
Resultado del periodo antes IRAE	21.598	(381)	(9.782)
IRAE	(2.169)	(4.407)	1.841
Resultado del ejercicio	19.429	(4.788)	(7.941)
Revaluación propiedad, planta y equipo	29.837	(7.183)	(26.876)
IRAE diferido asociado	(3.538)	3.869	1.181
Resultado integral del periodo	45.727	(8.103)	(33.636)

Fuente: EE.CC del Fideicomiso

⁶. Ante la situación de crisis sanitaria, de incierta definición, se advierte que podría afectar los valores de los activos en el corto plazo, pero tratándose de un negocio a largo plazo, se entiende que al momento de liquidación del patrimonio el tema se habrá superado.

Como se menciona líneas arriba, el buen resultado positivo del ejercicio se explica por las revaluaciones hechas en bosques que supusieron un incremento de valor de USD 22.6 millones y en tierras por USD 32.2 millones.

Los ingresos por ventas propiamente dichos se explican casi en su totalidad por la venta de madera USD 23.9 y, como novedad, figura una operación de bono de carbono por USD 150 mil.

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 *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 administrador forestal, se encuentra también previsto en el contrato en función de diversos resultados, circunstancias y eventual vacancia de parte del actual presidente de AF Ing. Francisco Bonino. *Riesgo muy bajo*.

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y 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, tasa interna de retorno.

El Proyecto planteado en el prospecto original presentaba una Tasa Interna de Retorno del 9.19% para el Inversor. Posteriormente el operador fue ajustando los flujos esperados y para esta actualización se cuenta con un nuevo flujo financiero con datos reales a diciembre de 2021 y una proyección para el período 2022-2036.

Se presentan 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 2022 y hasta la finalización del Fideicomiso en 2036. Los supuestos considerados en el escenario base, son los siguientes:

- Los precios de los productos ajustan según la Inflación de EEUU (proyectada por BEVSA)⁷. 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 1,5% 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. Supone que se mantiene cierta inflación en dólares por lo que se castigan los márgenes futuros.

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 del WACC estimado por CARE en esta oportunidad (6,4%).

Los ingresos del inversor son los proyectados en el nuevo flujo que comenzarían a partir de 2024 y terminarían con la liquidación del Fideicomiso en 2036.

Para CARE estos supuestos son de recibo en tanto son más exigentes en referencia a la valoración del precio de la tierra y a la tasa de descuento utilizada para la valoración final de los montes. (En el cuadro 5 el escenario más probable para CARE sería el 3)

En base a esta proyección, la TIR para todo el período del Fideicomiso en el escenario base sería de 6,35%, levemente más baja que la estimada un año atrás (6,8%).

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 5: Resultados de la TIR en diversos escenarios

Escenario	TIR
1 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%.	6,67%
2 Madera ajusta por inflación USA. Los costos ajustan por inflación USD UY, y la tierra tiene un aumento del 1,5%.	6,35%
3 Idem al 2 pero con aumento del 3% en el precio de la tierra	6,63%
4 Los precios de la madera y de la tierra aumentan un 1,5%.	5,12%
5 Aumento precio de Tierra 1,5%	5,01%
6 Todos los factores constantes	4,61%

Fuente: El Operador

Como puede observarse las tasas de retorno esperadas en los diferentes escenarios tiene poca variación lo que implica que la misma es relativamente robusta.

El **escenario 2**, es el escenario base que se describió precedentemente. 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 proyecciones del Banco Mundial para los próximos diez años suponen 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 1,5% anual parece razonable, aunque podría ser mayor ya que en los últimos años prácticamente no ha mostrado una tendencia ascendente. Si el aumento del precio de la tierra fuera del 3% (valor razonable y posible para CARE), la TIR pasaría a ser del 6,63%, que es el que se ubica en el **escenario 3**.

El **escenario 1** supone para la madera un ajuste adicional a largo plazo en los precios de la madera de un 1,5% anual (por encima de la inflación de USA).

El **escenario 4** supone para la madera un ajuste por debajo de la inflación de largo plazo de EEUU y un ajuste del 1,5% en el precio de la tierra.

En el **escenario 5** se supuso que los precios de la madera y los costos de producción se mantuvieran constantes en términos nominales durante todo el período y solamente aumentara el precio de la tierra en un 1,5%.

El **escenario 6** es el más desfavorable. 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 (4,61%).

2. Nueva estimación del Costo de Oportunidad del Capital.

El costo de oportunidad del capital teóricamente pone un piso a la rentabilidad esperada de un proyecto y es el indicador clave para descontar los flujos de fondos esperados. En este sentido CARE realizó una actualización de la estimación del costo de oportunidad del capital, utilizando el modelo de valoración CAPM (Capital Asset Pricing Model) y, siguiendo a Damodaran⁸ se adicionó a éste una prima que contempla el riesgo específico del mercado en el que se ejecuta el proyecto (se consideró el riesgo país en este caso). En consecuencia para el cálculo del costo de los fondos propios se aplica la siguiente fórmula:

⁸ A. Damodaran, "Estimating Equity Risk Premiums" Stern School of Business.

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

Donde:

E(ri): Tasa de retorno esperada del capital

β_{im} : Riesgo sistemático propio respecto del riesgo de mercado⁹.

rf: tasa libre de riesgo (Trasuty Bond de USA a 10 años).

E(Rm) – Rf: Prima de Riesgo de mercado. Es el premio por riesgo específico al mercado que opera el proyecto (diferencia entre los rendimientos de los activos de renta variable¹⁰ y la tasa libre de riesgo).

Erp: Prima por riesgo específico a la compañía o proyecto evaluado. Se considera el riesgo país de Uruguay (índice UBI).

Por lo general, se considera como la tasa libre de riesgo a los rendimientos de los Treasury Bonds 10 Years de la Reserva Federal de los Estados Unidos. Se opta normalmente por utilizar los promedios de 5 o 10 años de dichos rendimientos, evitando de esta manera los elevados valores de fines de la década de los noventa y comienzos de la década del 2000 (5 a 7%), así como también los valores muy bajos de los últimos años (cerca de cero en 2020). En los últimos diez años, ese rendimiento se ubicó en 2,0%, y en la actualidad se encuentra en aproximadamente un 2,05%¹¹.

Por su parte para medir el riesgo del país se consideran los rendimientos de los bonos soberanos uruguayos medidos a través del índice UBI de República AFAP. En este caso deben evitarse también los valores “anómalos” del período de la crisis de 2002. Si bien es una realidad que la economía uruguaya atraviesa en determinados períodos crisis de esa magnitud, no se considera muy probable que ello pueda ocurrir en el futuro mediano plazo.

El parámetro “beta unlevered” de Damodaram, para enero de 2022 se ubica en 0,96 (1,07 para el promedio de los últimos 5 años), lo que indica que la inversión en la producción forestal tiene casi el mismo riesgo y variabilidad que el promedio de todas las actividades en ese mercado.

A los efectos de calcular estos indicadores se tuvieron en cuenta los valores promedio de los últimos 5 años, que son aquellos sobre los cuales los inversores deben tomar las decisiones. En este sentido, para el caso del rendimiento de los bonos americanos se consideró 1,94% y para el riesgo país (índice UBI), se consideraron 1,47 puntos básicos. Ambos valores son particularmente bajos en relación con los históricos.

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 6,40%. Este valor es levemente inferior a la TIR esperada del inversor para el escenario base (6,35%), lo que indicaría que la rentabilidad es apenas inferior a la teórica¹². Si bien estas comparaciones no pueden tomarse en sentido estricto, constituyen una referencia que – entre otras- ayuda a conformar un juicio acerca de la inversión.

El costo de oportunidad del capital propio con los parámetros actuales es bajo si se compara con el pasado, esto es consecuencia de la caída en los retornos de los bonos del tesoro de EEUU (tasa libre de riesgo) y del riesgo país.

⁹. Se consideraron los betas promedio de empresas de producción primaria de bienes agrícolas en mercados emergentes según A. Damodaram

¹⁰. Equity Risk Premium del S&P 500. El promedio de los últimos 5 años fue 4,73%

¹¹. En la actualidad los rendimientos de estos bonos están con tasas en el entorno de valores del promedio de los últimos 5 o 10 años. Durante la peor parte de la crisis sanitaria estuvieron aún mucho más bajas, por debajo del 1%, pero en la actualidad están en aumento.

¹². Importa aclarar que si bien este es un análisis válido desde el punto de vista financiero, los inversores institucionales no tienen este costo de oportunidad ya que no pueden invertir en los mercados globales.

3. Manejo Económico- Productivo

Las características del proyecto hacen que los resultados económicos, sean especialmente sensibles a las acciones llevadas a cabo por el operador: compra de tierras, establecimiento de los montes, mantenimiento de los montes, 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.

En este aspecto, el Comité de Vigilancia informa que se viendo cumpliendo a satisfacción las exigencias mínimas de desempeño establecidas¹³.

- Compra de tierras: cumplido desde el comienzo del proyecto.
- Área plantable: A la fecha (diciembre 2021) no hay superficie libre de plantación por más de 12 meses.
- Prendimiento de la plantación: Los porcentajes de prendimientos de las plantaciones realizadas en el otoño de 2021 fue de 87% (mínimo exigido 80%).
- Cumplimiento del presupuesto: Los rubros de plantación, poda, raleo, cosecha tala rasa y gastos del presupuesto deben tener variaciones menores al 25% con respecto al presupuesto presentado al CV. Hubo desvíos mayores en las actividades de poda, por una menor área intervenida porque no estaba adecuadamente desarrollada. La actividad se realizará en 2022.
- Incremento Medio Anual de las plantaciones: El IMA registrado durante la última medición (setiembre de 2020), cumple razonablemente con los valores esperados.

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

Cuadro 6. Cumplimiento del proyecto

Concepto	Prospecto	Logrado
Precio de la tierra (USD/ha) al 2021 (*)	3.352	2.759
Aprovechamiento forestal (%)	60%-65%	56%
Superficie total	47.281	46.265
Superficie de bosque (actual)	31.300	27.030

El 43% 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.

Las ventas del año 2021, estuvieron razonablemente alineadas con el presupuesto previsto, aunque con diferencias en su composición. Los ingresos por ventas del fideicomiso se ubicaron un 4% por debajo de lo presupuestado para el acumulado del año. Esta disminución corresponde a menores ventas de pino al mercado externo y fue parcialmente compensada por mayores colocaciones de pulpa a las plantas de celulosa.

¹³. Cláusula 10 del Contrato de Fideicomiso

Cuadro 7. Ventas brutas y presupuesto 2021 (USD).

	Real	Presupuesto	Diferencia
Stock 2020 globulus	6.578.897	5.616.900	961.997
Stock 2020 grandis	761.587	502.200	259.387
Raleo Pino Expo	4.112.640	3.078.000	1.034.640
Raleo Pino doméstico	65.155	0	65.155
Talarasa Pino doméstico	97.277	0	97.277
Talarasa Pino +20	11.020.970	15.593.678	-4.572.708
Tallarasa Eucaliptus Pulpa	1.252.102		1.252.102
Leña	15.500	0	15.500
Total	23.904.128	24.790.778	-886.650

Fuente: el operador

Los costos de producción también estuvieron un 4% por debajo de lo presupuestado al cierre del año, en línea con la disminución de las ventas y se estima cerrar el año en línea con lo presupuestado.

Cuadro 8. Costos e Inversiones reales y presupuesto 2021.

	Real	Presupuesto	Diferencia
Costos de Producción	18.991.961	19.813.624	-821.663
Inversiones Implantación	3.489.076	3.289.236	199.840
Inversiones Manejo	1.304.341	1.906.810	-602.469
Gastos	3.039.044	3.055.382	-16.338
Total	26.824.422	28.065.052	-1.240.630

Fuente: el operador

Se realizaron menos podas de lo previsto por falta de desarrollo en algunos bosques, mientras que las inversiones en plantación estuvieron levemente por encima de lo planificado (mayor superficie plantada).

4. Resultados de la medición de parcelas permanentes

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 hasta el momento son los siguientes:

- (1) Pino taeda: las mediciones sitúan a los bosques con volúmenes en la zona superior de la curva más probable.
- (2) Edunnii: la medición marca la curva mínima, hay montes plantados con anterioridad, los del Fideimiso comienzan a plantarse en 2017.
- (3) Egrandis: las plantaciones aun son muy pequeñas para tener volumen.

5. Tasación de la Tierra y los Montes Forestales

Los proyectos forestales son altamente sensibles a la valoración que se hace de la tierra y de los activos biológicos. Anualmente, deben hacerse tasaciones de ambos conceptos según métodos que difieren sensiblemente según sea el perito que lo haga, a efectos de reflejar su valor razonable en los EE CC. CARE entiende que tales diferencias de criterio alteran (en más o en menos) significativamente el valor patrimonial contable dependiendo del criterio adoptado. Por esa razón, CARE considera estas tasaciones como un insumo más, entre otros, para formar su juicio.

Se presenta en esta oportunidad una nueva tasación de la tierra y los montes del Fideicomiso a diciembre de 2021. Se presentan dos tasaciones realizadas por empresas diferentes. Agroclaro realiza una tasación de las tierras sin considerar el valor de los bosques y la empresa Woodlands Pacific realiza 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.

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

	Millones de dólares
2016	160,2
2017	173,7
2018	181,0
2019	145,7
2020	139,8
2021	198,7
Variación anual 2020/2016	4,4%

Fuente. Care en base a las tasaciones

La evolución muestra una tendencia creciente del activo total, considerando los montes forestales y la tierra.

La tasación de 2021 estimó un valor total para los activos al 31 de diciembre de 2021 de 198,67 millones de dólares, un valor muy superior al del año anterior (42%). La evolución muestra una tendencia creciente del activo, el cual punta a punta viene creciendo a un 4,4% acumulativo anual, explicado básicamente por el crecimiento de los montes.

El significativo salto que se produce en el 2021 se explica en gran medida por un cambio en la metodología utilizada. Como ya fuera comentado en profundidad en anteriores calificaciones CARE tenía alguna dificultad con la metodología que se venía utilizando ya que castigaba al precio de la tierra estimándole un valor menor al vigente en el mercado.

Esta última tasación se sustenta en lo siguiente:

- a. 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%.
- b. El valor de los bosques -al igual que el pastoreo- se estima descontando los flujos futuros de ingresos a una tasa del 7,5%.

Bajo estos supuestos, el valor de tasación de las tierras y bosques del fideicomiso a diciembre de 2021 es de 198,67 millones de dólares, compuesto de 63,63 MM de bosques, 2,60 MM por pastoreos y 130,99 MM de tierra.

2. 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 medio bajo.*

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

V. EL ENTORNO

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

Por políticas públicas se entiende no solo las domésticas sino las de los países con los que existe comercio. Con relación a la política sectorial del país, quedaron despejadas las interrogantes que se habían planteado respecto del proyecto de ley que proponía limitar la forestación a los suelos de prioridad forestal y poner un tope a la plantación de montes de rendimiento. La Ley obtuvo finalmente los votos necesarios en ambas cámaras, pero no fue promulgada, ya que -como se había adelantado- el Presidente de la República la vetó.

En lo que refiere al mercado internacional de los productos forestales, al menos hasta el momento, el cúmulo de barreras esta 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.

La pandemia derivada del Covid-19 tuvo inicialmente un impacto negativo en la oferta en la demanda internacional de la madera, pero a partir de 2021 ha mostrado una marcada recuperación en la demanda y los precios han recuperado en gran medida los registros más elevados de los años más recientes.

Dado el plazo extendido de las proyecciones que se corresponde a la naturaleza del propio proyecto, el análisis de entorno se expresa en términos de grandes tendencias vinculadas a la evolución del precio de la madera y de la tierra.

5.1 Riesgo Económico y de Mercado

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

5.2 El precio de la madera

El precio más importante y por tanto el juicio más determinante para la calificadora es el de la madera. Esto se fundamenta en que el 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 eucalipto 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 poco más de un 50% plantado con pino, los que se irán comercializando durante los primeros años. 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 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 mundial y del crecimiento económico 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 "tissue" y para imprimir.

Ese incremento de la demanda enfrenta una oferta que se ha visto limitada por crecientes medidas de protección de los bosques nativos, así como también el control que se realiza sobre los de rendimiento. 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, cabe destacar que finalmente parece estar consolidándose el mercado de carbono, por lo que la venta de certificados por parte de este tipo de emprendimientos forestales se podría constituir en nuevos ingresos para los proyectos. 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 el mediano largo plazo la demanda por certificados de carbono debería crecer también.

No obstante, esa tendencia de largo plazo puede verse afectada por coyunturas desfavorables que tengan efectos depresivos sobre la demanda y en consecuencia sobre los precios, como lo ocurrido entre 2019 y 2020. Fue así, que luego de un marcado pico al alza de precios durante 2018, los valores de la madera 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. Como se verá, esa caída fue coyuntural, y en 2021 los precios se recuperaron rápidamente y retomaron la tendencia de largo plazo.

En lo que tiene que ver con madera con destino final a pulpa de celulosa, la reducción en el consumo de distintos tipos de papel (impresión, packaging, papel de oficina), no fue compensada inicialmente por el aumento en el consumo del papel tissue, asimismo algunas industrias tuvieron que parar como consecuencia de casos de Covid 19 en sus empleados. Esta situación llevó a un descenso en flujo de importación de pasta de celulosa y madera con destino a la producción de celulosa (rolos y chips) por parte de los principales mercados (China, Japón, Europa). Durante el 2021, superadas las dificultades citadas la demanda y los precios se recuperaron sostenidamente para alcanzar a partir del segundo semestre del año niveles muy cercanos a los más elevados de 2018.

Para el caso de la madera de eucalipto con destino aserrío, el comportamiento de los precios y de la demanda ha mostrado un comportamiento similar al de la celulosa, aunque la recuperación de la demanda comenzó antes que en el caso de la celulosa. 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 gran empuje, consolidando la recuperación que se mantuvo durante todo el año 2021 y se mantendrán relativamente elevados en 2022.

Para el caso de la madera de pino aserrable, la demanda se recupera a partir de mediados de 2020 y ese comportamiento se mantiene durante todo el año 2021. En este rubro, se observa un aumento significativo en los precios que contribuyen a verificar niveles récord de exportaciones en volumen y valor.

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 la verificada entre 2019 y 2020.

Para esta calificación CARE realizó 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 (FMI), en sus proyecciones de crecimiento de la economía mundial para los próximos años ha venido ajustando sus proyecciones las cuales califican de altamente inciertas dado el impacto que está teniendo la pandemia del Covid 19, lo que ha llevado al mundo a transitar por una crisis sin precedentes. En su último informe del 25 de enero de 2022 el FMI proyecta que la economía mundial crezca 5,9% en 2021 y 4,4% en 2022.



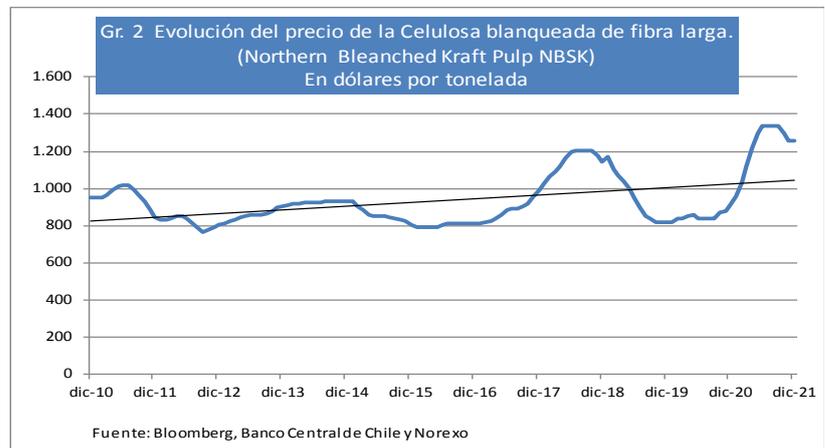
El FMI estima que crecimiento mundial se modere de 5,9% en 2021 a 4,4% en 2022 en gran medida a causa del recorte de las proyecciones de las dos economías más grandes. Se prevé que la inflación elevada continuará más de lo esperado y que los cortes en las cadenas de suministro y los altos precios de la energía persistirán en 2022. Las proyecciones primarias para 2023 son de menores crecimientos (3,8%)

Uruguay ha consolidado una masa forestal de más de 1 millón de hectáreas de bosque plantado que permite obtener madera en cantidad y calidad, la cual se realiza casi en su totalidad bajo certificaciones internacionales. La extracción de madera viene creciendo en forma sostenida, ubicándose actualmente en su mayor valor, superando los 20 millones de metros cúbicos destinados a las industrias de transformación y a la generación de energía.

¹⁴ . Northern Bleached Softwood Kraft. Pulpa de celulosa blanqueada de fibra larga

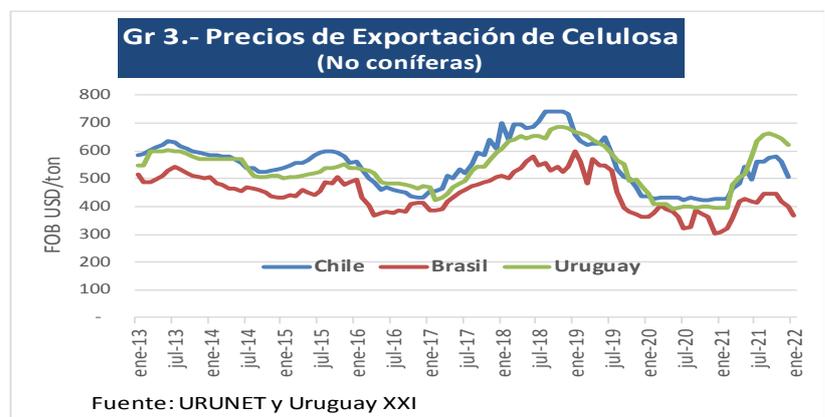
Luego de un período de precios internacionales de la celulosa relativamente bajos en términos históricos, durante todo el 2021 se observó un proceso de marcado crecimiento, con señales de estabilización en los últimos meses. Así, luego de transitar por varios meses en un nivel cercano a los USD800 por tonelada, el precio de referencia de la celulosa NBSK¹⁴ (principal cotización

internacional, correspondiente a pulpa de coníferas de fibra larga), alcanzó un nuevo máximo de USD 1.340 la tonelada entre junio y agosto, para caer luego levemente hasta USD 1.260 a diciembre de 2021. El promedio de 2021 fue de USD 1.234 mostrando una apreciación interanual de 45%. En los últimos meses del año el mercado ya muestra señales de estabilización en el corto plazo.



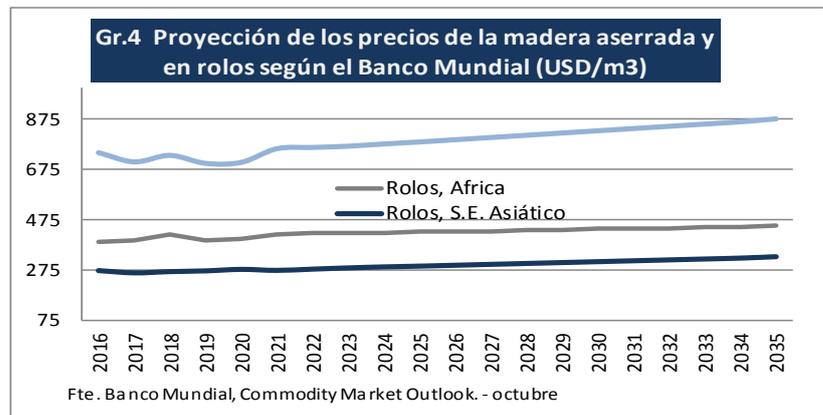
Desde una perspectiva de mediano plazo, el precio en términos corrientes se encuentra por encima de los niveles observados durante 2018. Si se toma una serie de datos más larga y se deflactan los precios en dólares por el IPC de Estados Unidos (de forma de aproximar el poder de compra), los valores actuales también estarían por encima del promedio de los últimos 14 años, lo que podría dar un argumento para un mantenimiento de estos valores en el corto plazo, o incluso de alguna reducción como se muestra en la gráfica.

Los precios regionales de exportación acompañaron los movimientos generales de las cotizaciones del mercado internacional, mostrando también una tendencia al alza durante el transcurso de todo el año 2021. De manera que, el precio promedio de exportación de celulosa de no coníferas para el promedio enero-diciembre de 2021 se incrementó 39% para Uruguay, 20% para Chile y 11% para Brasil, con respecto al mismo período del año anterior.



Por su parte, los precios de los productos de madera sólida en Estados Unidos se encuentran en niveles relativamente altos, en un marco de crecimiento sostenido de la construcción de viviendas. En el caso de la madera de coníferas y de la madera terciada se verificó un máximo histórico hacia mediados de 2021 que rápidamente se ajustó a la baja en niveles similares al de la madera de no coníferas. De esta forma, el precio promedio enero-setiembre de 2021 de estos tres productos, se ubicaron por encima del observado en mismo período del año anterior (62%, 67% y 33% respectivamente).

Las perspectivas para el mediano plazo para la madera en bruto para aserrío o aserrada, muestra un leve crecimiento en valores nominales en el largo plazo, tal cual lo detalla el Banco Mundial¹⁵ en la siguiente gráfica. Para el caso de la madera en bruto, el último reporte del BM muestra un crecimiento leve de aquí al 2035, promediamente de un 0,95% acumulativo anual para rolos y un 1,05% anual para madera aserrada. Estos aumentos de precios, no alcanzarían a cubrir la devaluación del dólar, por lo que podrían estar cayendo levemente en términos reales.



Como resultado a esta coyuntura internacional para el rubro, se verifica en el Uruguay una recuperación importante de los ingresos por exportaciones forestales para el año 2021 respecto del mismo período del año anterior.

Las exportaciones forestales tuvieron un muy buen desempeño en 2021, incluso superando los valores pre pandemia y lográndose un nuevo récord histórico. La celulosa se ubicó como el segundo bien de exportación del país, solo por debajo de la carne bovina (1.576 millones; 42% más respecto a 2020). Esta suba se explica casi exclusivamente por mejores precios de exportación, que se recuperaron luego de ubicarse en niveles reducidos en 2020. El precio promedio de exportación de la celulosa alcanzó los USD 562 por tonelada en 2021, subiendo 39% frente al promedio de 2020. Por su parte, se exportaron U\$S 569 millones de productos de la madera (64% más).

¹⁵ World Bank Commodities Price Forecast. Octubre de 2021.

Cuadro 9. Exportación de productos forestales seleccionados (en millones de dólares FOB)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Variación
Celulosa	1.222	1.310	1.660	1.527	1.107	1.576	42%
Rolos (excepto eucalipto)	5	88	150	89	132	204	55%
Tableros de madera contrachapados	58	64	76	55	67	105	56%
Chips (eucalipto y pino)	82	64	95	102	21	74	255%
Madera Aserrada coníferas y no coníferas	65	93	115	97	104	159	52%
Papel y Cartón	52	34	32	36	25	26	6%
Rolos de eucalipto	17	21	29	14	21	23	7%
Total	1.500	1.673	2.158	1.921	1.477	2.167	47%

Fuente: Care en base a datos de URUNET, Uruguay XXI y OPYPA. **Nota:** No están consideradas las exportaciones a Zona Franca, ya que se consideran las exportaciones de pulpa de celulosa que salen de ese destino.

La recuperación alcanzó a todos los productos exportados de la cadena, destacándose el fuerte incremento en las exportaciones de pino, alcanzándose un nuevo récord de ingresos. También se recuperan fuertemente las exportaciones de chips, que se habían detenido en buena parte del año 2020 por falta de mercado; sin embargo aún se mantienen por debajo del récord de 2019.

A nivel general Europa y Asia fueron los principales destinos de las exportaciones de productos forestales, lo que está fuertemente incidido por el peso de las exportaciones de pulpa. Si se excluye la celulosa, China, Estados Unidos e India son los principales destinatarios de las exportaciones de productos forestales de Uruguay, seguidos por la Unión Europea y Vietnam.

Los montos y volúmenes exportados de rolos de eucalipto presentaron una leve recuperación en el año 2021. Así, las exportaciones de este producto se situaron en USD23 millones, siendo los dos principales destinos de este producto Vietnam y China, seguidos por Camboya. Además, se incorpora India como cuarto mercado de relevancia.

Por su parte, el volumen de pino colocado en el exterior se mostró relativamente elevado a lo largo del 2021. El valor exportado en 2021 fue un 55% superior al de 2020, alcanzando los USD204 millones. Si bien China se mantuvo como el principal destino, India volvió a situarse como destino relevante, especialmente en el segundo semestre del año.

En el caso de los tableros contrachapados, en el 2021 se observó un incremento muy importante en el valor exportado (56%), explicado exclusivamente por mejores precios. Estados Unidos y México son los dos principales destinos de este rubro.

Por su parte, las exportaciones de madera aserrada aumentaron un 52% en dólares, alcanzando los 159 millones de dólares.

Para el caso concreto de los chips, las exportaciones del año 2021 ya superan en un 255% las exportaciones de todo el año 2020. Cabe recordar, que por problemas de mercado no se realizaron exportaciones de chips durante el segundo semestre del 2020.

5.3 El precio de la tierra

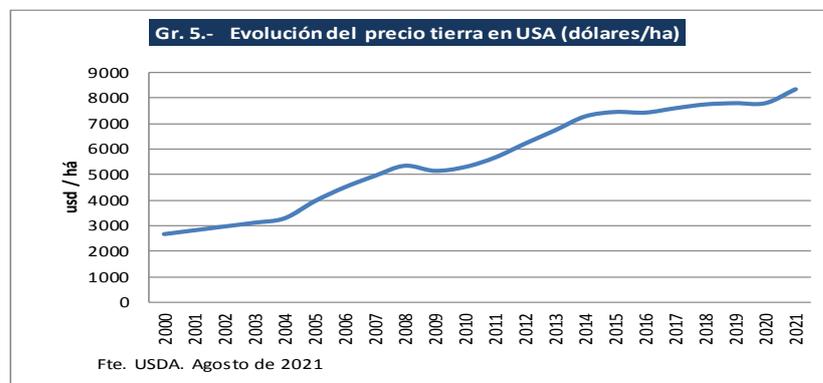
El precio de la tierra, el segundo en nivel de importancia, mostró una muy fuerte apreciación dólares a partir de 2004 y hasta 2014, para caer a partir de 2015 y mostrar en los últimos años una cierta estabilidad con las variaciones propias de un escaso número de operaciones; según reporta la Dirección de Estadísticas Agropecuarias del MGAP para el promedio de las operaciones en todo el país.

Las perspectivas de demanda internacional por tierra siguen siendo alentadoras y ubicarían los precios en niveles crecientes para el corto y mediano plazo, pero a tasas más moderadas que en el pasado. Sin embargo cabría esperar para el corto plazo incrementos en los precios por encima de la tendencia. La baja en la tasa de interés a nivel internacional, la política expansiva de los países desarrollados y la debilidad del dólar, pudieran traer efectos positivos a mediano plazo sobre los valores de la tierra debido a un mayor flujo de capitales en búsqueda de activos reales.

En este caso se actualiza el comportamiento de los precios en diferentes países considerados de importancia.

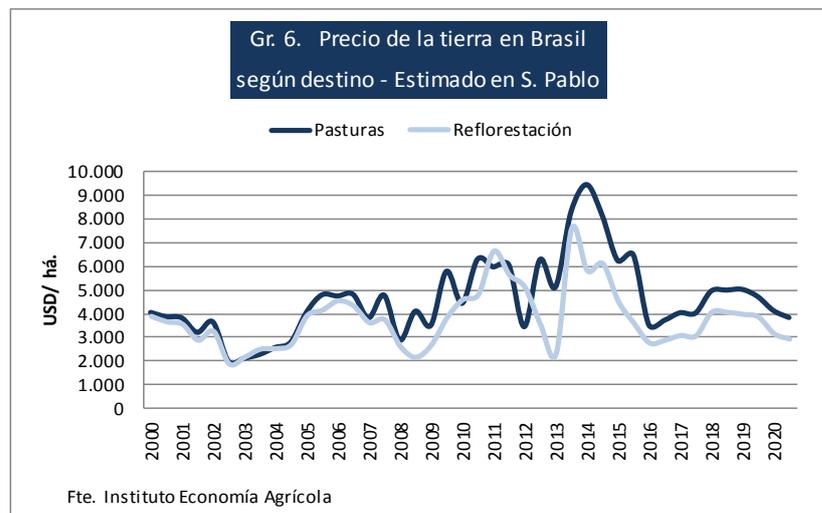
En lo que respecta al precio de la tierra en Estados Unidos, en lo que va del siglo XXI se observa una continua fase ascendente, con alguna excepción (2009 y 2015) en donde se verificaron mínimas reducciones, pero que no modifican la tendencia. El precio en Estados Unidos cayó únicamente en los primeros años de la década del ochenta ante el cambio de la política monetaria denominado "Plan Volker" 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.

En 2018, los precios de la tierra (promedio) aumentaron un 2%, para 2019 el USDA reporta un aumento de un 0,6% en términos nominales, el precio se mantiene incambiado en 2020 y en este último año 2021 el precio de la tierra promedio tuvo un crecimiento del 7%. Si se analiza por separado las tierras agrícolas de las ganaderas, las primeras tuvieron un aumento del 7,8% mientras que las segundas un 5,7%; 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 moneda nacional. Por ello, las fluctuaciones son amplificadas por este efecto. En el año 2014 comenzó una fuerte caída de los precios de la tierra, que comenzó a revertirse en 2017.

Para el año 2020, último reportado por el Instituto de Economía Agrícola de San Pablo los precios de la tierra habrían caído en forma muy importante en dólares, un 18% para las tierras de pastoreo y un 21% para las de que tienen por destino la silvicultura y pasturas naturales. Esta caída se explica exclusivamente por la devaluación del real que entre 2020 y 2019 perdió más de un 30% de su valor frente al dólar. Por su parte, los precios en reales aumentaron un 7,6% en 2020 respecto de 2019.

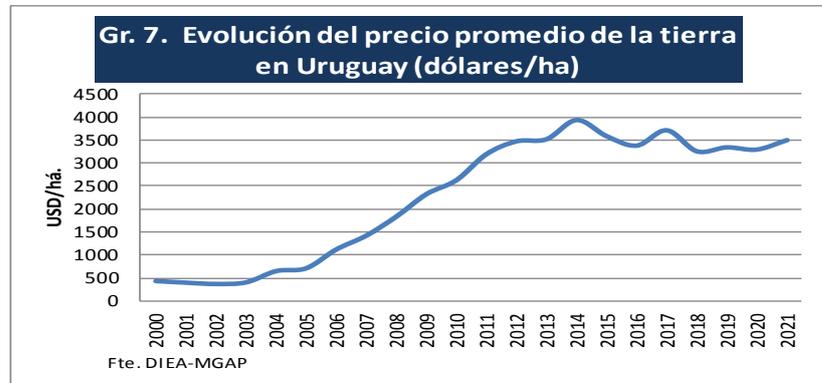


La particular situación de Argentina hace imposible disponer de una serie de precios actualizada y confiable de la tierra. La alta volatilidad de las políticas, las elevadas detracciones a las producciones agrícolas, los desajustes macroeconómicos y las restricciones al manejo de las divisas, generan distorsiones en los valores que nada tienen que ver con la tendencia que deberían tener los precios de los campos. 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.

En el caso de Uruguay, la información reportada por DIEA-MGAP para el promedio de las transacciones de tierras da cuenta de una muy fuerte valorización a partir de 2004 y hasta el 2014 cuando se verifica el valor máximo. A partir de 2015 comienza un cierto 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. Fue así que en 2017 DIEA reportó un aumento de un 9,8% en el valor de la tierra, luego en 2018 la misma oficina da cuenta de una reducción de un 12,3%, en 2019 se reporta un leve aumento de un 2,6%, en 2020 el precio promedio de la hectárea media del país vuelve a caer (-1,4%) y para el 2021 DIEA reporta un incremento del 6,2%¹⁶.

¹⁶. "Precio de la Tierra" Compraventas año 2021, publicado el 29 de marzo de 2022.

El escaso número de transacciones verificado en estos últimos años genera algunas dudas en cuanto a los valores obtenidos, lo que deberá ser corroborado en los siguientes años.



Existen otras fuentes de información realizadas por consultoras y operadores del mercado¹⁷, 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, surge que para el año 2021 los campos se habrían valorizado entre un 3 y un 4%, coincidiendo en gran medida con la información publicada por DIEA para el promedio de tierras del país.

Existe una proporcionalidad comprobada¹⁸ 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.

Realizando estas correcciones a la información disponible se obtienen series de precios que también muestran un comportamiento muy similar al obtenido por DIEA: un aumento sostenido y muy importante hasta el año 2014 y luego un descenso continuo hasta el presente. Con la diferencia de que ubican el precio actual con una caída mayor que la que se nota utilizando los valores medios de la Serie de DIEA. Esto se explicaría por la elevada proporción de campos agrícolas y forestales (algunos ya forestados) en las compraventas de los últimos años.

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 1,5% desde 2022 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.

¹⁷. SERAGRO, Agroclaro, Consur y operadores privados

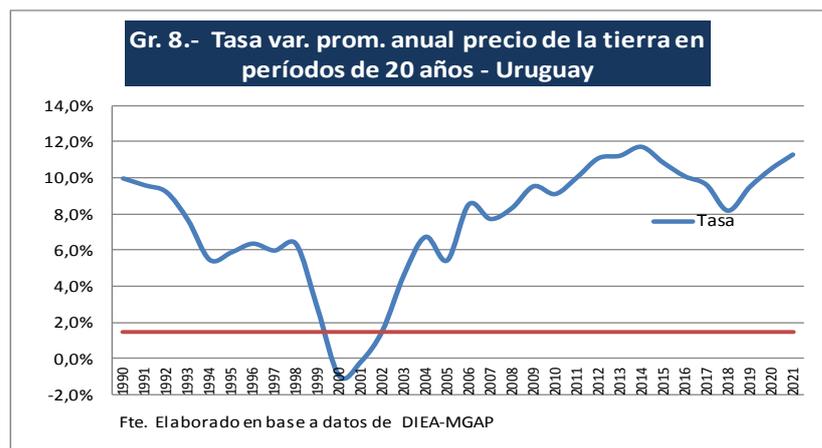
¹⁸. B. Lanfranco y G. Sapriza (Serie Técnica N° 187 de INIA, "El índice CONEAT como medida de productividad y valor de la tierra" 2011)

Para ello CARE analizó con la información de los precios de la tierra (en dólares corrientes) de una serie de 52 años (1970 a 2021) 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 7,6%.
- La tasa anual de crecimiento solamente fue menor al 3% para el caso de los campos que se vendieran en 2000 y 2001, o sea que se hubieran comprado en 1980 y 1981.
- Para el resto del período, el crecimiento anual del precio de la tierra supera siempre el 1,5%.

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 en el prospecto.

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 1,5% (en el entorno del 11% 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 Unidos¹⁹, 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. Las bajas tasas de interés internacionales, el nuevo ciclo agrícola 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. En la actualidad, no surgen elementos que pudieran suponer que el gobierno pueda tomar medidas de política que atenten contra este tipo de emprendimiento.

¹⁹ . Se estima en aproximadamente un 2%. En la actualidad está muy por encima de esos valores pero razonablemente debería volver a sus valores históricos.

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 por el momento no afectaba 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.

También en diciembre de 2021, el Poder Ejecutivo dictó un decreto (N. 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 no tienen impacto alguno para este fideicomiso.

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

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+.uy²⁰ de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrián Tamber

²⁰ . **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.**