

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

*Montevideo, octubre de 2022*

---

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 FUTURO DE FONDOS
26	V EL ENTORNO
38	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

---

## Actualización de la Calificación de oferta pública de Certificados de Participación escriturales. 04 - octubre - 2022

<b>Denominación:</b>	Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay III
<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:</b>	Certificados de participación
<b>Moneda:</b>	Dólares americanos
<b>Importe de la emisión:</b>	USD 190.000.000
<b>Fecha de la suscripción de los valores:</b>	6 de diciembre de 2016
<b>Plazo de la emisión:</b>	20 años.
<b>Distribuciones:</b>	Según resultados acumulados de acuerdo a procedimiento establecido.
<b>Activos del Fideicomiso:</b>	Tierra y bosques forestales.
<b>Comité de calificación:</b>	Julio Preve, Adrián Tamber y Martín Durán Martínez
<b>Calificación de Riesgo:</b>	BBB+.uy <sup>1</sup>
<b>Vigencia de la calificación:</b>	30 de abril de 2023
<b>Manual utilizado :</b>	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros

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

## Resumen General

***CARE ha actualizado la calificación de los certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero 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 financiero supera diversas pruebas a las que razonablemente la emisora y la calificadoradora han sometido el proyecto. La última actualización del flujo financiero fue presentada a marzo de 2022, y estimó una TIR del 6,63%, levemente inferior a la estimada en 2021 (TIR del 6,8%).
- Un negocio compuesto, por la adquisición de 46.269 hectáreas; al 30 de junio de 2022 el operador informa que la superficie plantada es de 27.572 hectáreas, y hay 2.226 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 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, porcentajes de prendimiento, ejecución presupuestal y el Incremento Medio Anual (IMA) de los bosques.
- 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 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.

<sup>2</sup> . Está previsto que este crédito que demanda una cuota de amortización anual del orden de UI 10 millones, se cancele en 2023.

- Los ingresos proyectados para el 2022 (27,6 millones de USD) provendrán en mayor medida de madera para pulpa con destino a plantas de celulosa y en menor medida de exportaciones de madera aserrable de pino; este año no se espera vender madera sólida de eucaliptus. Al finalizar el primer semestre las ventas están muy por encima de lo presupuestado para el período (+86%), explicado por un incremento en las exportaciones de pino. Los costos de producción para este período más que se duplicaron, por mayores costos de cosecha y fletes, también porque quedó madera en proceso de venta. Por su parte, las inversiones (implantación y manejo) y gastos se vienen ejecutando razonablemente en línea con lo presupuestado. El operador estima que al finalizar el año esas diferencias se reducirán pero igualmente se verifiquen mayores ingresos (+22%) y gastos (+20%) que lo presupuestado. El resultado de gestión (antes del ajuste por las tasaciones), seguirá siendo negativo pero levemente menor al que se proyectó para el año. Importa tener presente que este fideicomiso está en proceso de reconversión y en plena fase de inversión.
- La última tasación de las tierras y montes del fideicomiso fue a diciembre de 2021 y fue realizada por dos empresas. Una consultora nacional, Agroclaro tasó las tierras y una empresa neozelandesa (Woodlands Pacific) 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.
- Luego de la fuerte caída de los mercados de las materias primas en general, agravado por el Covid-19, los mercados de la madera evidenciaron un fuerte rebote al alza a partir de 2021. El precio internacional de la celulosa creció hasta fines del año 2021 para luego mantenerse relativamente estable durante los primeros meses de 2022, para volver a crecer en los meses más recientes. En este sentido, la demanda internacional por celulosa se ha recuperado y viene mostrando una buena perspectiva para los años próximos, manteniendo la tendencia a largo plazo. La demanda interna por madera con destino a las plantas de celulosa crecerá 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, objetivo final de este fideicomiso, ha mostrado un marcado crecimiento desde el segundo semestre del año 2020 y se mantuvo en buenos niveles durante 2021. Sin embargo, se espera que en la segunda mitad de este año estos mercados se retraigan dado el contexto mundial de alta inflación, altos costos logísticos (elevados precios de los fletes) y la reducción de la demanda por parte de grandes países consumidores (Europa, China, EEUU) con problemas económicos y disminución de su consumo interno. Los precios de la madera aserrable de pino han mejorado respecto de los años anteriores al igual que las exportaciones, pero se espera un comportamiento similar al del eucalyptus, por similares motivos. 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.

- Para el mercado de tierra agrícola (incluida la forestal), éste presenta para el largo plazo tendencias de incremento en sus precios, como consecuencia del aumento sostenido de la demanda de alimentos y madera 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. No obstante, para el corto y mediano plazo podría verificarse un nuevo ciclo alcista en los valores nominales de la tierra, por encima de la tendencia de largo plazo. Esto sería como consecuencia de la suba en los precios de los productos, la caída del precio de la tierra en los últimos años y la elevada inflación internacional. DIEA publicó en marzo de este año los precios de la tierra para el año 2021, dando cuenta de un incremento de un 6,2% en relación al año anterior.
- Respecto de las políticas públicas, ya se han despejado las amenazas que se habían creado respecto de un posible cambio en la política hacia el sector forestal. En este caso particular, los montes ya están implantados y si bien ya estarían otorgados todos los permisos y las autorizaciones previas, podrían surgir dificultades al momento de realizar las reforestaciones, como resultado de la aplicación del decreto 405/21 de diciembre de 2021.

## 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](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 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 misma<sup>2</sup>.

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.

<sup>2</sup>. Disponible en [www.care.com.uy](http://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 irían 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 (acuerdos de sobregiro y financiación de exportaciones), 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. Cabe destacar que, a la fecha, BDU III tiene el 100% de sus hectáreas certificadas.
- 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.
- La última tasación de los campos y bosques del fideicomiso fue a diciembre de 2021, en esta oportunidad realizada por dos empresas. Una consultora nacional, Agroclaro que tasó las tierras y una empresa neozelandesa (Woodlands Pacific) que tasó 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.
- Este Fideicomiso se encuentra en proceso de transformación, finalizando la cosecha de Eucalyptus pulpa que fue adquirido en pie junto con el patrimonio y replantando Egrandis y Eucalyptus con destino pulpa. Al evaluar el proceso de cambio de especie se visualiza como la superficie de Pino ha ido disminuyendo paulativamente y transformándose en superficie de Egrandis y Epulpa. Actualmente el 31% es E. grandis (calidad), el 28% es E. Pulpa y el 41% sigue siendo pino.

- 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.

### o Hechos salientes del período

- En el 2022, al igual que el año anterior se plantea con buenas oportunidades comerciales para la venta del producto de pino, lo que permite continuar con la cosecha anticipada de una importante superficie de pino habilitando de esta forma la reforestación con Eucalyptus. El uso de la tierra se va transformando en el objetivo principal del fondo que es la producción de madera sólida con madera con destino pulpable como subproducto. Si bien la situación actual de precios y costos no deja grandes márgenes<sup>3</sup>, si permite ir realizando la cosecha y manejo a los bosques - raleo comercial.
- En el primer semestre del año se plantaron (otoño) 1366 hectáreas de eucalipto y en la primavera 2022 se plantarán unas 1.200 hectáreas más, completando de esta manera lo planificado para el año.
- Durante el período informado se realizaron diversas tareas de silvicultura y manejo (podas y raleos). Para el año 2022 se proyecta la poda de un total de 5,221 has y el raleo de 1.160 has. Al final el primer semestre las inversiones en manejo están levemente por debajo de lo planificado para el período (-10%), explicado por las menores podas por falta de desarrollo de algunos rodales.
- Para el 2022 se estima que los ingresos por concepto de venta de madera asciendan a unos USD 27,3 millones, en mayor medida por las ventas de madera para pulpa a las plantas de celulosa y en menor medida por exportaciones de madera aserrable de Pino. El operador actualizó al alza la previsión original del presupuesto explicado principalmente por las mayores colocaciones de Pino para exportación y nuevos negocios no presupuestados de venta de pulpa.
- En cuanto a bonos de carbono, en el mes de febrero de 2022 se realizó una licitación internacional en la que se consiguieron precios por encima de lo presupuestado y se vendieron 200 mil toneladas de carbono a ser entregadas en el segundo semestre del año.
- Los costos operativos en el primer semestre del año se ubicaron en línea con el incremento de la producción. Mayores costos de cosecha y fletes, sumado a que se incurrieron todos los costos de producción (cosecha y flete) de una exportación que será facturada en el segundo semestre, explican ese incremento.
- Los resultados financieros del año siguen siendo negativos dada la continuación de la estrategia de reconversión de pino a eucalipto, que implica una mayor inversión de capital en los primeros años del fondo. No obstante, de mantenerse las proyecciones el resultado esperado, si bien seguirá siendo negativo sería menor al estimado inicialmente.

<sup>3</sup>. Puntualmente en algunos casos los márgenes terminaron siendo levemente negativos, como consecuencia que debió renegociarse un flete marítimo en el mercado Spot a precios mayores.

- 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 abril de 2022, el Fiduciario obtuvo crédito de largo plazo (10 años) por un total de 7 millones de USD 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. El préstamo se cancelará en 120 cuotas y ya comenzó a amortizarse.
- El 14 de enero de 2022 se registró un incendio en uno de los predios del Fideicomiso. El daño se evalúa en 2 has de 6 meses y zona de pasturas. Se aplicó el protocolo establecido y se evitó que el daño fuera significativo.
- A junio de 2022 el operador y el Comité de Vigilancia informan que en general las plantaciones se encuentran en buen estado sanitario.
- En el primer semestre del año surge la posibilidad de la venta de 4 predios con un total de 1.051 hectáreas que por motivos de localización, acceso, calidad de suelo y foco de producción, el Fideicomiso estaba interesado en vender. La Asamblea de Beneficiarios y el Comité de Inversiones han avalado esa venta, que según informa el Operador se realizó en el tercer trimestre del año y será comentado en la próxima actualización. Se estarían evaluando diferentes opciones en relación al destino de los fondos de la venta.
- En mayo de 2022 se realizó la medición de prendimiento en 602 hectáreas plantadas en setiembre de 2021. El resultado de la medición según informa el Comité de Vigilancia fue muy bueno y del 92%, superando los estándares mínimos de cumplimiento.
- Al 30 de junio de 2022 el área con pastoreo representa el 59% del total de la superficie del fideicomiso. El área que está sin pastoreo se debe en un 74% a la existencia de plantaciones jóvenes donde aún no pueden ingresar animales a pastoreo, y el resto estaría en proceso de adjudicación.

### 3. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- Estados Contables intermedios de EF Asset Management al 30/06/2022.
- Estados Contables intermedios del Fideicomiso al 30/06/2022.
- Balance de Agroempresa Forestal al 31 de diciembre de 2021, con informe de auditoría
- Informes del operador, el último a junio de 2022.
- Informes del Comité de Vigilancia el último a junio de 2022.
- 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

<b>Denominación:</b>	Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay III
<b>Fiduciario:</b>	EF Asset Management Administradora de fondos de Inversión S.A.
<b>Operador administrador:</b>	Agroempresa Forestal S.A.
<b>Agente de Registro y Pago:</b>	EF Asset Management Administradora de fondos de Inversión S.A.
<b>Entidad Representante:</b>	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.
<b>Cotización bursátil:</b>	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.
<b>Organizador:</b>	EF Asset Management Administradora de fondos de Inversión S.A.
<b>Títulos emitidos:</b>	Certificados de participación
<b>Activos del Fideicomiso:</b>	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.
<b>Moneda:</b>	Dólares
<b>Importe de la Emisión:</b>	USD190.000.000
<b>Fecha de suscripción:</b>	6 de diciembre de 2016
<b>Plazo de la emisión:</b>	20 años. Máximo 30 años.
<b>Distribuciones:</b>	Según resultados acumulados de acuerdo a procedimiento establecido
<b>Calificación de Riesgo:</b>	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<sup>4</sup>.

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.*

<sup>4</sup>. Ver Anexo I de la calificación original, disponible en [care@care.com.uy](mailto: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 financiera

El análisis de los EE.CC intermedios al 30 de junio de 2022 sigue mostrando una sólida situación de solvencia aunque registra un déficit en el periodo producto no de sus operaciones corrientes sino explicado por resultados financieros. 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	30/6/2022	31/12/2021	31/12/2020
Activo Corriente	21.205	18.989	15.859
Activo no Corriente	240.950	281.068	228.346
<b>Total Activo</b>	<b>262.154</b>	<b>300.057</b>	<b>244.205</b>
Pasivo Corriente	38.262	33.484	27.348
Pasivo no Corriente	200.639	230.681	180.257
<b>Total Pasivo</b>	<b>238.901</b>	<b>264.165</b>	<b>207.605</b>
<b>Patrimonio</b>	<b>23.253</b>	<b>35.891</b>	<b>36.600</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>262.154</b>	<b>300.057</b>	<b>244.205</b>
<b>Razon Corriente</b>	<b>0,55</b>	<b>0,57</b>	<b>0,58</b>

Fuente: EE.CC EFAM

Los resultados al término del primer semestre del ejercicio 2022 muestran una caída importante respecto al mismo periodo del 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	30/6/2022	30/6/2021	31/12/2021
Ingresos Operativos	39.409	33.177	75.867
Gastos Adm. y Vtas.	(30.976)	(26.312)	(63.018)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>8.433</b>	<b>6.865</b>	<b>12.849</b>
Resultados Financieros	(20.984)	(6.143)	(12.734)
<b>Resultados antes de impuestos</b>	<b>(12.551)</b>	<b>722</b>	<b>116</b>
IRAE	(87)	(502)	(824)
<b>Resultado del período</b>	<b>(12.638)</b>	<b>219</b>	<b>(709)</b>
Res Operativos/Ingresos	21,40%	20,69%	16,94%
Res Ejercicio/Ingresos	-32,07%	0,66%	-0,93%

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 y sus 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 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 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).

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 31/12/21.



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 2021 un total de CP's, emitidos por EFAM, por un valor del orden de USD 8.8 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.

### 3. El Fideicomiso

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 emisión, 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 primer semestre de 2022.

<b>Cuadro 3: Estado de Situación Fideicomiso (miles u\$s)</b>			
<b>Concepto</b>	<b>30/6/2022</b>	<b>31/12/2021</b>	<b>31/12/2020</b>
<b>Activo</b>	<b>227.732</b>	<b>221.268</b>	<b>172.307</b>
Activo Corriente	15.584	8.123	13.264
Activo no Corriente	212.148	213.144	159.042
<b>Pasivo</b>	<b>18.939</b>	<b>14.349</b>	<b>11.115</b>
Pasivo Corriente	7.665	5.931	7.526
Pasivo no Corriente	11.274	8.418	3.589
<b>Patrimonio</b>	<b>208.792</b>	<b>206.919</b>	<b>161.191</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>227.731</b>	<b>221.268</b>	<b>172.307</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>2,03</b>	<b>1,37</b>	<b>1,76</b>

Fuente: EE.CC del Fideicomiso

Como se sabe, las tasaciones de tierras y montes se realizan al final de cada ejercicio por lo que en esta ocasión se mantienen los valores de diciembre 2021 y los eventuales cambios se deben a las altas o bajas corrientes en la gestión del proyecto, particularmente en lo que tiene que ver con la explotación de la madera.

El incremento en el activo corriente es concordante con la existencia de la madera en stock que aún no ha sido comercializada, como ya fuera comentado en otra sección de este informe.

Figuran en el pasivo créditos bancarios tomados por el Fideicomiso con un saldo a la fecha de cierre de USD 8.6 millones. Uno de ellos, por USD 3 millones fue tomado en mayo de 2020 y ya se ha amortizado más del 50 %; más recientemente, en abril del corriente año 2022, se tomó un crédito bancario

por USD 7 millones, según se explica en otra sección de este informe, a ser amortizado en 120 cuotas mensuales, amortización que ya comenzó.

Un resumen del estado de resultados intermedio se presenta a continuación.

<b>Cuadro 4: Estado de Resultados Fideicomiso (miles u\$s)</b>			
<b>Concepto</b>	<b>30/6/2022</b>	<b>30/6/2021</b>	<b>31/12/2021</b>
Ingresos operativos	12.929	14.441	24.438
Cambio de valor activos biológicos	-	-	22.643
Costo de los bienes vendidos	(10.870)	(13.675)	(23.346)
<b>Resultado bruto</b>	<b>2.059</b>	<b>767</b>	<b>23.735</b>
Gastos Administración y Ventas	(2.805)	(2.167)	(4.357)
Resultados Financieros	(1.037)	(59)	(114)
Resultados diversos	-	-	2.334
<b>Resultado del periodo antes IRAE</b>	<b>(1.783)</b>	<b>(1.460)</b>	<b>21.598</b>
IRAE	3.656	51	(2.169)
<b>Resultado del ejercicio</b>	<b>1.873</b>	<b>(1.409)</b>	<b>19.429</b>
Revaluación propiedad, planta y equipo	-	-	29.837
IRAE diferido asociado	-	-	(3.538)
<b>Resultado integral del periodo</b>	<b>1.873</b>	<b>(1.409)</b>	<b>45.727</b>

Fuente: EE.CC del Fideicomiso

Como se menciona líneas arriba, al no haber nuevas tasaciones, no se registran resultados por ese concepto lo que explica la gran diferencia respecto al ejercicio cerrado en diciembre de 2021.

Los ingresos por ventas propiamente dichos se explican casi en su totalidad por venta de madera.

## 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 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, 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. La última actualización del flujo financiero se presentó en marzo de 2022 con datos reales a diciembre de 2021 y una proyección para el período 2022-2036. Al no existir para esta actualización nuevas proyecciones ni modificaciones en los supuestos realizados, se presentan los mismos resultados.

El operador en la última estimación presentó 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. De los diferentes escenarios presentados, el que para CARE podría ser el más probable, consideró los siguientes supuestos:

- Los precios de los productos ajustan según la Inflación de EEUU (proyectada por BEVSA)<sup>5</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. 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 estimado por CARE para esta actualización (6,7%).

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 compatibles en su totalidad.

En base a esta proyección, la TIR para todo el período del Fideicomiso en el escenario más probable sería de 6,63%, 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.

<sup>5</sup>. Se estima la inflación histórica de EEUU del entorno del 2,3%. Actualmente la inflación está muy por encima de esos valores, pero por el momento no se ha modificado en las proyecciones.

**Cuadro 5: 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%.	6.67%
<b>2</b> Madera ajusta por inflación USA. Los costos ajustan por Inflación USD UY, y la tierra tiene un aumento del 1,5%.	6.35%
<b>3</b> Idem al 2 pero con aumento del 3% en el precio de la tierra	6.63%
<b>4</b> Los precios de la madera y de la tierra aumentan un 1,5%.	5.12%
<b>5</b> Aumento precio de Tierra 1,5%	5.01%
<b>6</b> 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 3, es el que se corresponde con el que para CARE sería el de mayor probabilidad. 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 3% anual parece razonable, siendo el valor 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 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 (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 Damodaran<sup>6</sup> 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:

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

Donde:

E(ri): Tasa de retorno esperada del capital

$\beta_{im}$ : Riesgo sistemático propio respecto del riesgo de mercado<sup>7</sup>.

$r_f$ : tasa libre de riesgo (Treasury Bonds de USA a 10 años).

<sup>6</sup> A. Damodaran, "Estimating Equity Risk Premiums" Stern School of Business.

<sup>7</sup> Se consideraron los betas promedio de empresas de producción primaria de bienes agrícolas en mercados emergentes según A. Damodaram

$E (R_m) - R_f$ : 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 variable<sup>8</sup> 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 2,07%, y en la actualidad se encuentra en aproximadamente un 3,4%<sup>9</sup>.

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 1,96% y para el riesgo país (índice UBI), se consideraron 1,42 puntos básicos.

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 6,68%. Este valor es levemente superior a la TIR esperada del inversor para el escenario base (6,63%), lo que indicaría que la rentabilidad es apenas inferior a la teórica<sup>10</sup>. 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.

### 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 vienen cumpliendo a satisfacción las exigencias mínimas de desempeño establecidas<sup>11</sup>.

<sup>8</sup>. Equity Risk Premium del S&P 500. El promedio de los últimos 5 años fue 4,73%

<sup>9</sup>. En la actualidad los rendimientos de estos bonos están por encima de los valores promedio de los últimos 5 o 10 años. Durante la peor parte de la crisis sanitaria estuvieron mucho más bajas, por debajo del 1%, pero en la actualidad están en aumento.

<sup>10</sup>. 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.

<sup>11</sup>. Cláusula 10 del Contrato de Fideicomiso

- Compra de tierras: cumplido desde el comienzo del proyecto.
- Área plantable: A la fecha (junio 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% y los de las realizadas en la primavera 2021 fueron del 92% (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. Esta evaluación es anual, deberá cumplirse al finalizar el año.
- Incremento Medio Anual de las plantaciones: El IMA registrado durante la última medición (setiembre de 2021), 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 (*)	3.231	2.830
Aprovechamiento forestal (%)	60-65%	57%
Rel. Area E.Grandis/Dunii	2,7	3,4
Superficie total	47.281	46.272
Superficie de bosque (actual)	31.300	26.690

El 41% 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.

Durante el 2022 se realizan principalmente ventas de pulpa de madera con destino a plantas de celulosa y en menor medida por exportaciones de madera aserrable de Pino; no se prevén realizar ventas de madera sólida de eucalyptus. Se detalla a continuación la comparación de lo presupuestado de ingresos para el primer semestre del año y lo real obtenido, presentándose también lo esperado para el año completo (lo presupuestado inicialmente y lo estimado).

**Cuadro 7. Ingresos al primer semestre y proyección para 2022 (USD).**

Actividad	Primer semestre			TOTAL 2022		
	Real	Presupuesto	Diferencia	Estimado	Presupuesto	Diferencia
Eucaliptus Pulpa 2021	4.633.297	4.276.309	356.988	5.540.115	5.029.790	510.325
Eucaliptus Pulpa 2022	873.903	0	873.903	10.805.376	8.950.376	1.855.000
Pino Exportación +20	7.241.237	2.575.955	4.665.282	10.907.318	8.395.318	2.512.000
Pastoreo	128.544	164.941	-36.397	329.881	329.881	0
<b>Total</b>	<b>12.876.981</b>	<b>7.017.205</b>	<b>5.859.776</b>	<b>27.582.690</b>	<b>22.375.484</b>	<b>4.877.325</b>

Fuente: El Operador

Como puede observarse en el cuadro, los ingresos reales del primer semestre estuvieron muy por encima de lo presupuestado, explicado en gran medida por una mayor exportación de pino, que casi triplicó lo proyectado. Se espera que al finalizar el año esas diferencias de acortes, pero igualmente las ventas totales serían mayores a lo presupuestado (+22%).

El retorno de la inversión depende en un 80% a la venta de madera que se realizará más adelante, cuando se complete la reconversión y desarrollen los bosques; las ventas actuales corresponden a bosques que ya estaban instalados en los predios comprados y a producto de raleos por manejo. En este sentido es clave durante estos años la realización de nuevas plantaciones y el manejo y seguimiento del bosque.

En el siguiente cuadro se presenta la comparación de lo presupuestado de inversiones y costos para el primer semestre del año y lo real obtenido, presentándose también lo esperado para el año completo (lo presupuestado inicialmente y lo estimado).

<b>Cuadro 8. Costos e Inversiones al primer semestre y proyección al año 2022 (USD).</b>						
Actividad	Primer semestre			TOTAL 2022		
	Real	Presupuesto	Diferencia	Estimado	Presupuesto	Diferencia
Costos de Producción	11.105.247	5.167.685	5.937.562	19.585.750	14.843.978	4.741.772
Inversiones Implantación	2.564.599	2.586.248	-21.649	4.505.501	4.500.361	5.140
Inversiones Manejo	671.979	742.454	-70.475	1.981.165	1.933.974	47.191
Gastos	1.785.177	1.830.882	-45.705	3.372.877	3.341.485	31.392
<b>Total</b>	<b>16.127.002</b>	<b>10.327.269</b>	<b>5.799.733</b>	<b>29.445.293</b>	<b>24.619.798</b>	<b>4.825.495</b>

Fuente: El Operador

Las inversiones en implantación durante el primer semestre del año estuvieron razonablemente alineadas con el presupuesto para el año, mientras que las inversiones en manejo lo estuvieron levemente por debajo. Esta diferencia con lo presupuestado se explica por cierta lentitud en la realización de las podas.

Por su parte los costos de producción estuvieron muy por encima del presupuesto (más del doble), lo que se explica por las mayores cosechas y exportaciones de pino, sumado a que hay producción cosechada cuya venta se cobrará en el segundo semestre del año. Al finalizar el año estas diferencias se acortarán, pero igualmente los costos en inversiones será aproximadamente un 20% más altas que lo proyectado inicialmente.

Si se cumplen la previsiones de costos e ingresos el fideicomiso terminaría en año con un resultado de gestión levemente negativo (ya previsto), sin considerar la revaluación de los bosques.

La empresa ha demostrado capacidad de avance en los procesos propuestos, las actividades se ejecutan con una adecuada calidad y con un cronograma ajustado a lo planificado.

#### 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:** las mediciones sitúan a los bosques en la curva mínima, hay montes plantados con anterioridad, los del Fideicomiso comienzan a plantarse en 2017.
- (3) **Egrandis:** las plantaciones aun son muy pequeñas para tener volumen, sus datos aún no se presentan

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

La última tasación de la tierra y los montes del Fideicomiso se presentó a diciembre de 2021. Se presentaron dos tasaciones realizadas por empresas diferentes. Agroclaro realizó 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
<b>Variación anual 2020/2016</b>	<b>4,4%</b>

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. Esta medida no hubiera tenido efectos sobre el plan de negocios que se plantea en esta oportunidad ya que el activo forestal cuenta con todos los permisos. No obstante hubiera sido un cambio en la política sectorial, con probables efectos sobre 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.

La pandemia derivada del Covid-19 tuvo inicialmente un impacto negativo en la oferta sobre 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.

### 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 clave en el negocio del fideicomiso.

### 2.- 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 80% de los retornos de la inversión se explican por el valor de la madera.

Para el caso concreto de este proyecto, el precio que mayor incidencia tendrá en el resultado final, es el de la madera de calidad de eucaliptus y de pino. Como ya fuera comentado el plan de negocios supone la sustitución de los pinos por eucaliptos manejados para la obtención de madera de calidad. Si bien el objetivo de largo plazo será la madera sólida de eucalipto el patrimonio adquirido tenía en un principio poco más de un 50% plantado con pino, los que

se 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. Los principales usos del papel son la comunicación, embalajes e higiene (papel tissue).

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

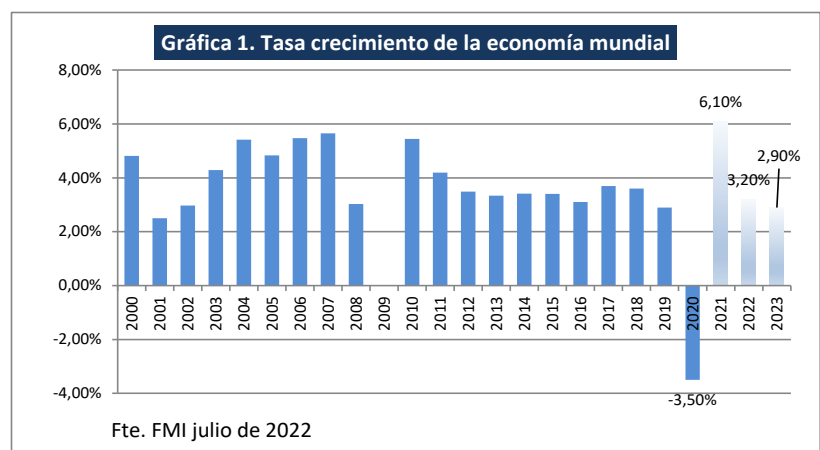
durante todo el año 2021 y parte de 2022. Sin embargo, para este segundo del 2022 se espera que los mercados para madera de calidad de eucaliptus se retraigan levemente, dado el contexto mundial de alta inflación, altos costos logísticos y grandes países consumidores (Europa, China, EEUU) con problemas económicos y disminución de su consumo interno.

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 y también durante el primer semestre de 2022. Para el segundo semestre del 2022, se espera un comportamiento similar que para el caso del Eucaliptus, esto es un enlentecimiento en los flujos comerciales. Esto es provocado por una menor actividad en China y el incremento de los costos de transporte marítimo, que ajustan en gran medida los márgenes comerciales.

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 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 (FMI), en sus previsiones de crecimiento de la economía mundial para los próximos años ha venido ajustando sus proyecciones las cuales califican de altamente inciertas, primero como consecuencia del impacto de la pandemia del Covid 19 y más recientemente por los efectos que ha y tendrá la guerra entre Rusia y Ucrania. En su último informe de julio de 2022 el FMI estima que la economía mundial habría crecido un 6,1% en 2021 y proyecta un crecimiento de 3,2% para 2022, esto implica una significativa reducción respecto de su anterior estimación de abril de 2022.

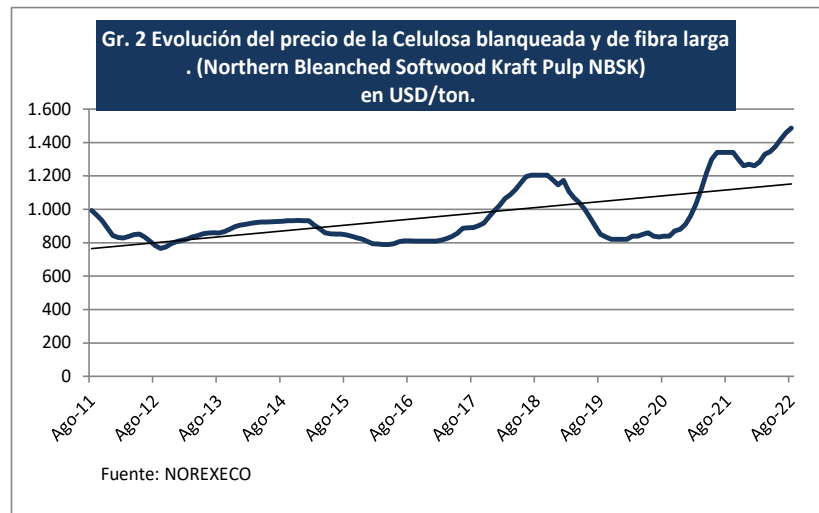


El FMI establece en su último informe que a partir del segundo trimestre de este año el producto mundial se contrajo, debido a la desaceleración de China y Rusia, mientras que el gasto de los hogares en Estados Unidos no alcanzó las expectativas. Varios shocks han sacudido una economía mundial ya debilitada por la pandemia: una inflación superior a lo previsto en todo el mundo —sobre todo en Estados Unidos y las principales economías europeas—

que ha provocado el endurecimiento de las condiciones financieras; una desaceleración peor de lo previsto en China, consecuencia de los brotes de la COVID-19 y los confinamientos, y las nuevas repercusiones negativas de la guerra en Ucrania. En consecuencia se proyecta que el crecimiento mundial se desacelere del 6,1% estimado para 2021 a 3,2% en 2022 y a 2,9% en 2023. La inflación mundial se sigue ajustando al alza debido a los precios de los alimentos y la energía y los persistentes desequilibrios entre la oferta y la demanda; se prevé que este año se sitúe en 6,6% en las economías avanzadas y 9,5% en las economías de mercados emergentes y en desarrollo.

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 de ese año. Así, luego de transitar por varios meses en un nivel cercano a los US\$ 800 por tonelada, el precio de referencia de la celulosa NBSK<sup>12</sup> (principal cotización internacional, correspondiente a pulpa de coníferas de fibra larga), alcanzó un nuevo máximo de US\$ 1.340 la tonelada entre junio y agosto, para caer luego levemente hasta USD 1.270 a diciembre de 2021. El promedio de 2021 fue de USD1.234 mostrando una apreciación interanual de 45%.

En el primer semestre de 2022 el mercado vuelve a mostrar un nuevo impulso que se debería a una coyuntura derivada de una serie de condiciones particulares: problemas de abastecimiento de algunas plantas europeas que trabajan con madera de Rusia, problemas de logística y huelgas en algunas plantas. Esta situación ha llevado los precios a un récord histórico (1.486 USD/tt) que se estima pueda durar algún tiempo más, no obstante en el mediano plazo debería retroceder para ubicarse en el entorno de 1.200 USD/tt<sup>13</sup>.

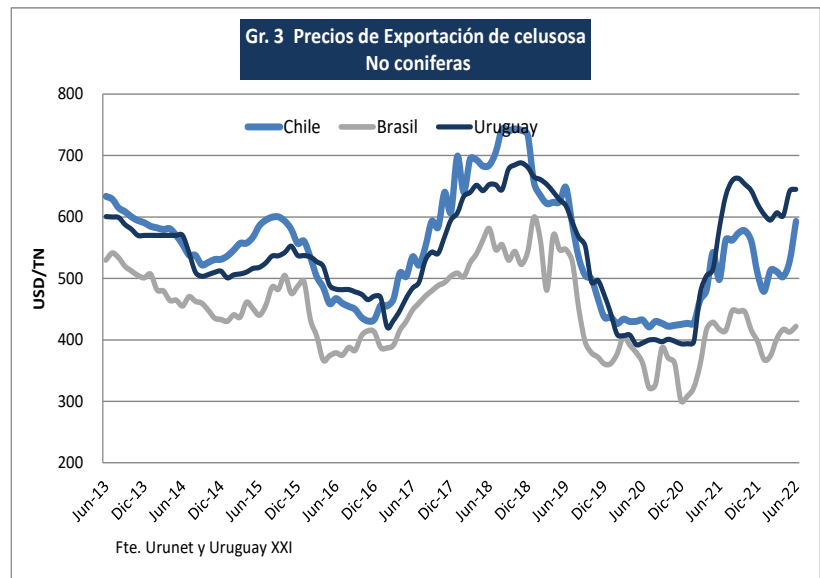


Desde una perspectiva de mediano plazo, el precio en términos corrientes se encuentra por encima de los niveles observados durante 2018. Si se toma una serie de datos más larga y se deflactan los precios en dólares por el IPC de Estados Unidos (de forma de aproximar el poder de compra), los valores actuales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

<sup>12</sup>. Northern Bleached Softwood Kraft. Pulpa de celulosa blanqueada de fibra larga

<sup>13</sup>. Bloomberg Línea, julio 2022.

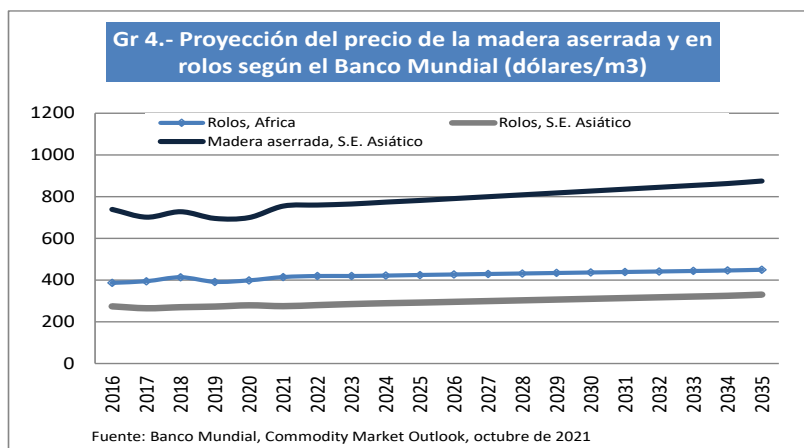
Los precios regionales de exportación acompañan en términos generales las oscilaciones del mercado internacional, mostrando también una tendencia al alza durante el transcurso de todo el año 2021, una cierta estabilización en los primeros meses del año 2022, mostrando también un nuevo impulso en los meses más recientes. De manera que, el precio promedio de exportación de celulosa de no coníferas para el promedio enero-junio de 2022 se incrementó 29% para Uruguay, 10% para Chile y 6% para Brasil, con respecto al mismo período del año anterior.



No se dispone de información que proyecte las perspectivas de la evolución de precios internacionales para la celulosa en el mediano plazo. En los últimos 10 años el incremento anual del precio internacional de la celulosa fue del 3,2%, esto es un valor indicativo, aunque no existe la certeza de que para el futuro se cumpla lo verificado en el pasado.

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. Las proyecciones del Banco Mundial<sup>14</sup> muestran un leve crecimiento en valores nominales al 2035; para el caso de los rollos 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 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).

<sup>14</sup> World Bank Commodities Price Forecast. Octubre de 2021.



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 explicó 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.

**Cuadro 10. Exportación de productos forestales seleccionados (en millones de dólares FOB)**

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	1er Sem.2022
Celulosa	1.222	1.310	1.660	1.527	1.107	1.576	776
Rolos (excepto eucalipto)	5	88	150	89	132	204	79
Tableros de madera contrachapados	58	64	76	55	67	105	59
Chips (eucalipto y pino)	82	64	95	102	21	74	56
Madera Aserrada coníferas y no coníferas	65	93	115	97	104	159	100
Papel y Cartón	52	34	32	36	25	26	14
Rolos de eucalipto	17	21	29	14	21	23	14
<b>Total</b>	<b>1.500</b>	<b>1.673</b>	<b>2.158</b>	<b>1.921</b>	<b>1.477</b>	<b>2.167</b>	<b>1.098</b>

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 de las exportaciones en 2021 respecto del año anterior 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 recuperaron 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.

En los primeros meses del 2022, las exportaciones de madera y sus productos mantienen niveles similares a los del año anterior, para prácticamente todos los productos. Para el caso de la celulosa los ingresos las ventas se ubicaron en USD 776 millones, siendo el tercer producto exportado. En este caso, el aumento se explica únicamente por mejores precios, mientras que las toneladas exportadas se redujeron frente a igual período de 2021. En los primeros 5 meses del año 2022 el precio promedio de las exportaciones se ubicó en 616 USD/tt, un 9,6% mayor al promedio del año 2021.

Los montos y volúmenes exportados de rolos de eucalipto mantienen niveles similares a 2021. Así, las exportaciones de este producto se situaron en USD 14 millones en el primer semestre de 2022. Por su parte, el volumen de pino colocado en el exterior se muestra un menor registro de exportaciones respecto de 2021, para los primeros meses del año, debiéndose tener en cuenta que en 2021 la exportación de este producto fue récord.

En madera aserrada las exportaciones registradas en los primeros meses del año son superiores en volumen y también en precio respecto de igual período del año anterior, comportándose en forma más dinámica. Por su parte, los tableros contrachapados, vienen mostrando niveles muy similares a los del año anterior, en volumen y en valor.

Para el caso concreto de los chips, las exportaciones en la mitad del año 2022 vienen siendo más altas que las de igual período del año anterior, estimándose que seguramente termine el año con mayores valores que 2021.

### **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, como consecuencia de los elevados precios de las commodities y la alta inflación internacional, sumado a que prácticamente no ha habido aumentos en los precios desde 2014.

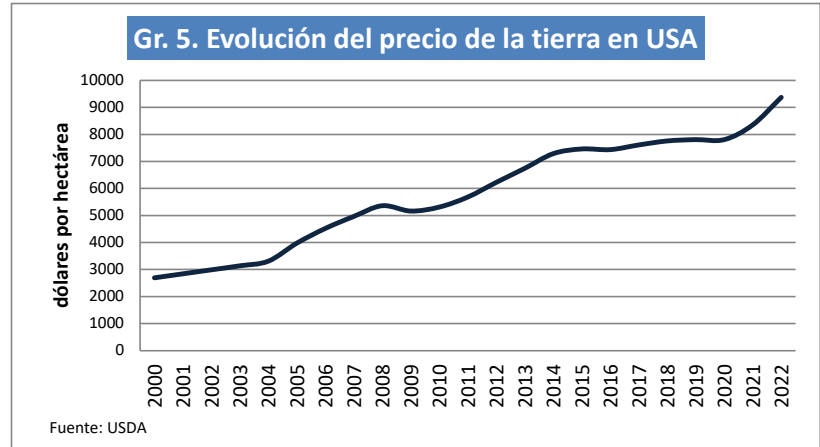
En este caso se actualiza el comportamiento de los precios en diferentes países considerados de importancia.

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 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.

El precio de la tierra (promedio) se había mantenido relativamente estable entre 2017 y 2020, con aumentos en el entorno a la inflación del dólar, pero en los últimos dos años parece recuperar una tendencia alcista en términos reales. En el año 2021 los precios promedio de la tierra aumentaron un 7%, y en el año 2022 el aumento fue del 12%. Si se analiza por separado las tierras agrícolas de las ganaderas, las primeras tuvieron entre 2022 y 2021 un

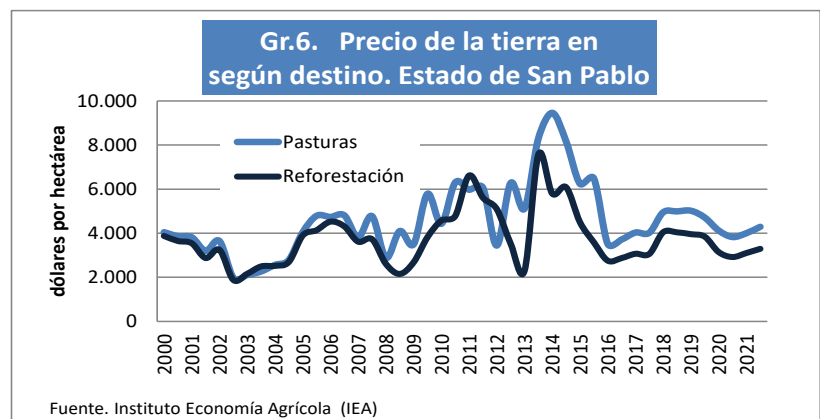


aumento del 14,3% mientras que las segundas un 11,5%; esto se explicaría por los aumentos de precio de los productos agrícolas. El aumento de la inflación en EEUU, también explicaría estos recientes aumentos en el precio de la tierra, especialmente el de 2022.



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 2021, último reportado por el Instituto de Economía Agrícola de San Pablo los precios de la tierra aumentaron en forma importante en dólares, en el entorno del 12%, recuperando parte de la reducción que se había verificado en el año anterior (18% para las tierras de pastoreo y un 21% para las de que tienen por destino la silvicultura y pasturas naturales), lo que se debió en gran medida a la devaluación del real.

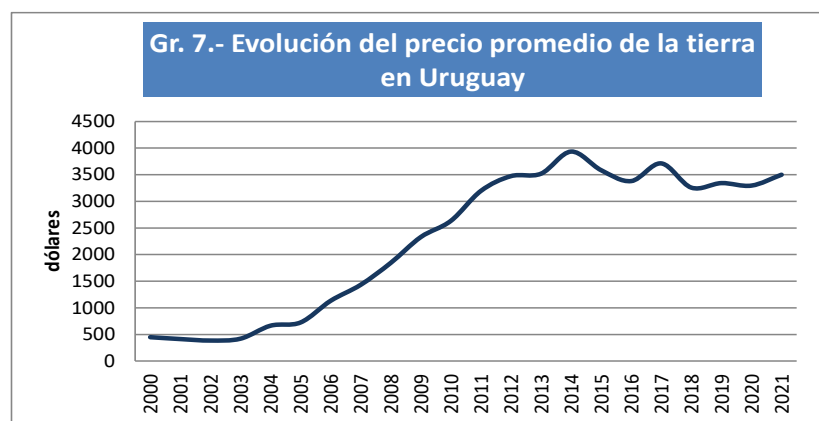


La particular situación de Argentina hace imposible disponer de una serie de precios actualizada y confiable de la tierra. La alta volatilidad de las políticas, las elevadas detracciones a las producciones agrícolas, los desajustes macroeconómicos y las restricciones al manejo de las divisas, generan 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%<sup>15</sup>.

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. No obstante, en el 2021 se observa un repunte (52%) en la superficie comercializada respecto del año anterior, aunque aún se mantiene por debajo de las hectáreas comercializadas anualmente entre 2000 y 2014

En base a la información recogida por algunos operadores de mercado, cabría esperar para este año 2022 un nuevo repunte en los precios, consecuencia de una mayor demanda derivada de los buenos precios de los commodities, especialmente teniendo en cuenta la alta inflación internacional y los niveles actuales de precio de los campos que no muestran incrementos sostenidos desde 2014.



Existen otras fuentes de información realizadas por consultoras y operadores del mercado<sup>16</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, 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.

<sup>15</sup>. "Precio de la Tierra" Compraventas año 2021, publicado el 29 de marzo de 2022.

<sup>16</sup>. SERAGRO, Agroclaro, Consur y operadores privados

Existe una proporcionalidad comprobada<sup>17</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 significativo de ingreso final del fideicomiso (20%) por lo que lo que finalmente ocurra con su comportamiento tendrá una contribución con el retorno final de la inversión. La última actualización del modelo financiero supuso una valorización acumulativa anual de un 3% a partir de 2022 y hasta la finalización del fideicomiso, 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.

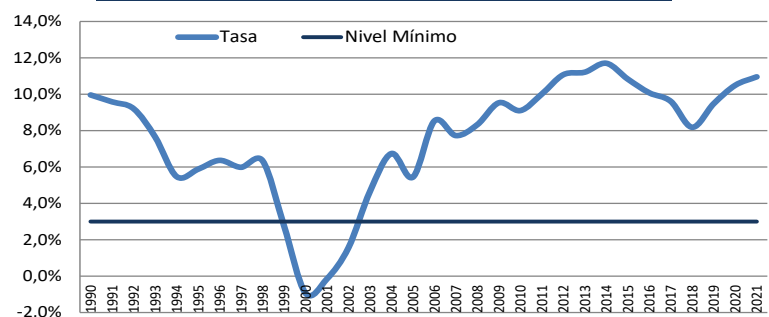
Para ello CARE analizó con la información de los precios de la tierra (en dólares corrientes) de una serie de 52 años (1970 a 2021) la variación anual en períodos de 20, en donde se observa lo siguiente:

- 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 entre 1999 y 2002, o sea que se hubieran comprado entre 1979 y 1982.
- Para el resto del período, el crecimiento anual del precio de la tierra supera el 3%.

Si el mismo análisis se realiza para períodos de 30 años se mantiene la misma tasa de crecimiento anual (7,3%), y el mínimo crecimiento anual es de 5% y por lo tanto 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 11% de crecimiento anual).

**Gr. 8.- Tasa var. prom. anual precio de la tierra en períodos de 20 años - Uruguay**



Fte. Elaborado en base a datos de DIEA-MGAP

<sup>17</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)

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>18</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 nuevo ciclo agrícola y los actuales precios de la tierra podrían determinar la ocurrencia de mayores tasas de crecimiento del precio a corto plazo.

#### **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.

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.

<sup>18</sup> 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 la actualidad, 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

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

En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos - tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación BBB+.uy<sup>19</sup> 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. Adrian Tambler

<sup>19</sup> **BBB+.uy**. Se trata de instrumentos emitidos por empresas o sociedades que presentan un riesgo medio-bajo para la inversión. Su capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados es buena. El propio papel, la condición de la empresa, la calidad del proyecto y las características del entorno, dan en conjunto moderada satisfacción a los análisis practicados, sin perjuicio de alguna debilidad en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo (papel, proyecto, empresa, entorno). Podría incrementarse el riesgo del instrumento ante eventuales cambios previsibles en el proyecto tal como fue presentado, en la sociedad emisora, en el sector económico a la que pertenece, o en la economía en su conjunto. La probabilidad de cambios desfavorables previsibles en el entorno es de baja a media - baja, y compatible con la capacidad de la empresa de manejarlos aunque incrementando el riesgo algo más que en las categorías anteriores. **Grado de inversión mínimo. La inclusión del signo + indica que la calificación se acerca más a la categoría superior.**