

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

*Montevideo, abril de 2023*

---

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

---

**Actualización de la Calificación de Oferta Pública de los Certificados de Participación del Fideicomiso Financiero Bosques del Uruguay II.  
14 - abril - 2023**

<b>Fiduciario:</b>	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión.
<b>Operador (Administrador) y Organizador:</b>	Agroempresa Forestal S.A.
<b>Agente de Registro y Pago:</b>	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión
<b>Entidad Representante:</b>	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.
<b>Títulos emitidos:</b>	Certificados de participación
<b>Moneda:</b>	Dólares americanos
<b>Importe de la emisión:</b>	USD 70.000.000
<b>Fecha de suscripción:</b>	19 de enero de 2015.
<b>Plazo:</b>	Hasta liquidación de activos y obligaciones del fideicomiso - Máximo: 30 años.
<b>Distribuciones:</b>	Según resultados acumulados de acuerdo a procedimiento establecido.
<b>Activos del Fideicomiso:</b>	Tierra y bosques forestales
<b>Vigencia de la actualización:</b>	30 de noviembre de 2023
<b>Comité de Calificación:</b>	Julio Preve, Adrián Tamber y Martín Durán Martínez.
<b>Calificación de Riesgo:</b>	BBB+.uy <sup>1</sup>
<b>Manual Utilizado:</b>	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros

<sup>1</sup> . 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 del Fideicomiso Forestal Bosques del Uruguay II, manteniendo la categoría BBB+ de grado inversor.***

Del conjunto de los principales elementos de juicio en esta oportunidad, el comité de calificación destaca los siguientes:

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico ofrece las garantías necesarias tal como se aprecia en el informe jurídico del Anexo I de la calificación original.
- Un negocio que desde el punto de vista económico financiero para el inversor, soporta los stresses ajenos al negocio a los que razonablemente la emisora y la calificadora han sometido el proyecto. Se presenta en esta oportunidad una nueva actualización del flujo financiero en marzo de 2023 estimando una TIR de 7,3%, que es menor a la calculada en 2022 (7,8%).
- Los informes del Operador (Agroempresa Forestal SA), resultan satisfactorios en términos generales para la marcha del proyecto, los que son ratificados por el Comité de Vigilancia. Por su parte, este último informa que se vienen cumpliendo a satisfacción los estándares mínimos esperados en cuanto a áreas plantadas, prendimiento, ejecución presupuestal y el Incremento Medio Anual (IMA) de los bosques.
- Se destaca que la misma empresa ya administra otros tres proyectos de similares características, calificados también todos ellos con nota de grado de inversión; Bosques del Uruguay, Bosques del Uruguay III y el Bosque del Uruguay IV, manejando en la actualidad más de 80 mil hectáreas efectivas de montes, a través de la emisión de 640 millones de dólares en total. Por otra parte la empresa ha invertido en CPs un total de 11,5 millones de dólares.
- La capacidad de gestión de la empresa administradora del proyecto – Agroempresa Forestal – se mantiene bajo los estándares de eficiencia evaluados en los anteriores informes de actualización, lo que se ratifica en los distintos informes de las partes involucradas.
- Un diseño de gobierno corporativo que minimiza el riesgo a los inversionistas y que hasta la confección del presente informe ha funcionado en forma adecuada (informes del operador, asambleas de titulares de Certificados de Participación e informes del comité de vigilancia).
- A diciembre de 2022 el fideicomiso tiene en propiedad 14.656 hectáreas de las cuales 9.201 se encuentran forestadas y 395 disponibles para plantar, lo que determinará un 65% de aprovechamiento. La superficie plantada supera el área propuesta en el Prospecto que era de 8.680, superando uno de los compromisos asumidos en cuanto a los estándares mínimos de desempeño.

- Se presenta una nueva tasación de las tierras y plantaciones del Fideicomiso a diciembre de 2022 la que fue realizada por las mismas dos empresas que el año anterior. Una consultora nacional, Agroclaro tasó las tierras y una empresa neozelandesa (Woodlands Pacific) los bosques, considerando los ingresos por ventas de madera, por pastoreos y por la comercialización de certificados de carbono<sup>2</sup>. Esta tasación arrojó un valor total de 112,89 millones de dólares, conformado por 44,04 millones por la tierra, 1,31 millones por ingresos futuros de los pastoreos, 0,48 millones por certificados de carbono y 67,06 millones por concepto de ingresos forestales. El patrimonio contable al 31 de diciembre de 2022 ascendía a casi USD 115.8 millones, muy superior al valor de la emisión recibido que fue de USD 70 millones
- En el 2022 los ingresos del fideicomiso por ventas provinieron en su mayor parte por madera para pulpa con destino a las plantas de celulosa y en menor medida por exportaciones de madera aserrable de pino y de eucaliptus. Al finalizar el año las ventas estuvieron un 8% por debajo de lo presupuestado, explicado en gran medida por una fuerte reducción de las exportaciones de eucaliptus por dificultades de mercado. Las ventas de madera para plantas de celulosa estuvieron por encima del presupuesto explicado por mayores volúmenes y precios. Las exportaciones de pino fueron también superiores a lo presupuestado explicado por un mayor volumen pero a menor precio y se produjeron básicamente en el primer semestre del año.
- Por su parte, las inversiones (implantación y manejo), los costos operativos y los gastos, en conjunto estuvieron en línea con lo presupuestado, aunque con diferencias entre rubros. En consecuencia, al finalizar el año el fideicomiso cerró con un resultado de gestión<sup>3</sup> apenas positivo (88 mil dólares), sin considerar el resultado derivado de las tasaciones.
- El año 2022 estuvo marcado por las consecuencias del conflicto entre Rusia y Ucrania, el enfriamiento de la economía global, y de China en particular, así como las medidas de Covid cero implementadas por éste último. Estos fenómenos generaron cambios en la economía y el comercio mundial y una mayor volatilidad en los precios. En la primera mitad del año primó el conflicto bélico y en consecuencia se generaron aumentos en los precios de las materias primas y la energía, lo que generó una mayor inflación internacional. Por otra parte, las medidas para controlar la inflación generaron una apreciación internacional del dólar. En el segundo semestre, tuvieron mayor incidencia los factores depresivos sobre los precios, especialmente lo referente al crecimiento de la economía mundial y la fuerte reducción de la demanda de China.
- En particular, el segundo semestre del 2022, las medidas tomadas por China tuvieron un impacto muy significativo en las importaciones de algunos productos por parte de ese país, afectando entre otros a la demanda por madera en bruto de pinos y eucaliptus. Por su parte, el mercado de la India mantuvo su demanda por pinos y Europa la de celulosa. El precio de la celulosa se ha mantenido firme como consecuencia de la demanda de Europa, pero se espera que se debilite en el corto plazo. 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.

<sup>2</sup>. En esta tasación por primera vez se considera para valuar los activos a las futuras ventas de certificados de carbono, considerando por el momento solamente aquellos que ya están validados. Este componente por el momento no es considerado en los estados contables del fideicomiso.

<sup>3</sup>. Resultado de gestión: ventas- (costos operativos + inversiones + gastos)

- Para el mercado de tierra agrícola (incluida la forestal), ésta 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 una mejora en los valores nominales de la tierra, por encima de la tendencia de largo plazo, 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. La última información oficial (DIEA) refiere a los precios del año 2021, y mostró un incremento de un 6,2% en relación al 2020.
- Durante la primavera y el verano el pasado ocurrió en el país una fuerte sequía que ha afectado el desarrollo de algunos bosques, especialmente en las áreas de suelos más superficiales. Los informes del operador dan cuenta de que habría algunas afectaciones en montes nuevos y en algunas áreas de suelos muy superficiales, pero habrá que esperar la respuesta de los árboles en los próximos meses.
- Respecto de las políticas públicas, se han despejado las amenazas que se habían creado respecto de un posible cambio en la política hacia el sector forestal. Por otra parte, en este caso particular, los montes ya están implantados y ya están otorgados todos los permisos. Por lo tanto, no se advierten amenazas en lo que respecta a las políticas públicas.

## I. INTRODUCCIÓN

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

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para actualizar la calificación de los Certificados de Participación del Fideicomiso Financiero denominado "Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay II", por un valor nominal de USD 70.000.000 (setenta millones de dólares de los Estados Unidos).

La calificación de riesgo supone la expresión de un punto de vista especializado por parte de una empresa autorizada a ese propósito por el Banco Central del Uruguay (BCU), que realiza la supervisión y control del sistema financiero, así como de las calificadoras de riesgo. La nota obtenida no representa una recomendación o una garantía de CARE para futuros inversores, y por tanto la calificación debe considerarse a los efectos de cualquier decisión como un punto de vista entre otros. CARE no audita ni verifica la exactitud de la información presentada, la que sin embargo procede de fuentes confiables a su juicio.

El marco conceptual de esta calificación supone un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica el desempeño esperado del fideicomiso, su capacidad de generar en el tiempo utilidades, conforme al proyecto de ejecución del negocio forestal que su administración está mandatada a realizar. Admitido el rango de T.I.R.s derivado de múltiples simulaciones, como razonable para el proyecto en la primera calificación, las futuras no se vinculan estrictamente con la obtención de estas cifras. En efecto, no se trata en este caso de una emisión con compromiso de rentabilidad fijo. Por tanto la nota no dependerá estrictamente del alcance de las Tasas Internas de Retorno calculadas en el proyecto ni de los costos de oportunidad del capital de los inversores. En definitiva, la nota seguirá -entre otros criterios- el cumplimiento del proyecto y el alcance de una rentabilidad mínima que se juzgue aceptable en ocasión de cada recalificación.

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

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

#### A. Antecedentes generales

El Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay II tiene como objetivo proveer a los inversores retornos a largo plazo logrados esencialmente a través del producto de las ventas de la madera y bosques en pie y la valorización del activo tierra, y a la vez, aunque en menor medida, del producto de la venta

de bonos de carbono y de pastoreo de las tierras no forestadas, siguiendo protocolos de inversión y administración, con adecuados estándares productivos, ambientales y sociales. Respecto al ingreso por ventas total estimado, un 78% correspondería a venta de madera, 20,5% a la venta de la tierra al final del proyecto, y menos del 1,5 % a ingresos por venta de bonos de carbono y pastoreo<sup>4</sup>.

Como antecedente más relevante hay que mencionar a los Fideicomisos Financieros Forestales Bosques del Uruguay I, III y IV, que emitieron certificados de participación en agosto de 2011, en diciembre de 2016, y en abril de 2019, por un monto de 50, 190 y 330 millones de dólares respectivamente. Estos fideicomisos, con idéntica administración que la del presente, vienen cumpliendo a satisfacción con los planes de negocios originales, análogos al que se presenta en esta oportunidad.

- El patrimonio de tierras de BDU II al 31 de diciembre de 2022 está compuesto por 20 predios con una superficie total de 14.656 hectáreas, de las cuales 9.201 están plantadas y 395 disponibles para plantar lo que da un aprovechamiento del 65%. Las tierras adquiridas se encuentran en Lavalleja, Cerro Largo, Florida y Treinta y Tres.
- Las plantaciones de pino taeda constituyen el 15% de la superficie del patrimonio forestal, las de eucaliptus para pulpa suman un total de 19%, mientras que las de eucaliptus grandis cuyo destino principal es la producción de madera sólida constituyen a diciembre de 2022, el 66% de la superficie, según informa el Comité de Vigilancia.
- Se ha completado la operación de compra de tierras y también la plantación de montes. Para el futuro, las operaciones del proyecto corresponden principalmente a tareas de mantenimiento de montes y alambrados, control de malezas, podas, raleos, cosecha, eliminación de cepas, manejo de rebrotes, vigilancia, reforestaciones, etc.
- En octubre de 2018 se vendió al Fideicomiso Financiero “Bosques del Uruguay III” el establecimiento Cruz Roja con una superficie de 1.782 hectáreas, de las cuales 1.350 eran forestables y un 51% ya estaba plantado. Para la realización de esta venta se contó con el visto bueno del Comité de Vigilancia y con la aprobación unánime de los titulares de los Certificados de Participación reunidos en la asamblea del 16 de abril de 2018.
- El 13 de junio de 2019 se reunió la Asamblea de Titulares de los Certificados de Participación del Fideicomiso, a la que asistieron el 100% de los tenedores. En dicha asamblea por primera vez se resuelve por unanimidad realizar un adelanto de Distribuciones por un monto de dos millones de dólares, dada la existencia de Fondos Netos Distribuibles.
- En abril de 2017 se realizó una modificación al contrato de fideicomiso que lo habilita a endeudarse por hasta un cierto porcentaje de su patrimonio (15%), para lo cual debe obtener previamente el visto bueno del Comité de Vigilancia y comunicar a la Calificadora de Riesgo.

<sup>4</sup> Capítulo IV del Prospecto: Objetivo y característica de la inversión.



- A partir de julio de 2020, la contratación de créditos de corto plazo para capital de giro pasa a ser una práctica habitual de gestión, cumpliendo siempre con la comunicación al Comité de Vigilancia y la Calificadora de Riesgo. Hasta el momento no ha habido dificultades para el cumplimiento de las obligaciones asumidas.
- El 28 de diciembre de 2020 se realizó una Asamblea de Titulares de los Certificados de Participación con la representación del 100% y se decidió modificar algunos términos y condiciones de los CPs. Los cambios refieren a la modificación de la paramétrica del ajuste de los honorarios de Agroempresa Forestal y también se acordó subir información una vez por año de los Fideicomisos a la WEB de Bosques del Uruguay.
- El fideicomiso cuenta con la certificación FSC (Forest Stewardship Council o Consejo de Administración Forestal en español). A la fecha (diciembre de 2022) el Fideicomiso tiene el 63% de las hectáreas certificadas y se continúa trabajando hasta completar la certificación.

### **B. Hechos salientes del período**

- En todo el año 2022, entre las zafas de otoño y primavera se plantaron 236 ha, cumpliendo con lo previsto en el presupuesto, cumpliéndose con las actividades previstas (-6%), y la inversión total estuvo en línea con lo presupuestado, aunque con desvíos entre rubros..
- Durante el período informado se realizaron diversas tareas de silvicultura y manejo (podas y raleos), presentando algunos desvíos respecto a las tareas presupuestadas. Al cierre de año la inversión total en manejo estuvo un 24% por encima de lo planificado, lo que se explica por una mayor área intervenida.
- En el año 2022 los ingresos del fideicomiso ascendieron a USD 8,9 millones, en mayor medida por las ventas de pulpa a las plantas de celulosa y en menor medida por exportaciones de madera aserrable de eucaliptus y pino. Esto implicó una disminución de un 9% respecto a lo presupuestado, explicado por la caída de los mercados de exportación, que afectó principalmente las ventas de eucaliptus para aserrío. Por otra parte, se comercializó una mayor cantidad de madera para pulpa a las plantas de celulosa y mayor cantidad de madera de pino para exportación (principalmente en el primer semestre).
- El resultado de gestión de gestión del fideicomiso fue apenas positivo, unos 90 mil dólares, cifra que resultó también levemente superior a la proyectada (30 mil dólares).
- Durante el cuarto trimestre del 2022 se continuó con el pago de la línea de crédito tomada durante el presente ejercicio a los efectos financiar la operativa. Cabe mencionar que en el mes de enero de 2023 se cancelaron vales financieros por aproximadamente US\$ 230 mil, quedando el fideicomiso sin pasivos financieros.

- Durante el tercer trimestre del 2022 se llevó a cabo la auditoría anual FSC® por parte de SGS, donde se verificó la correcta implantación del nuevo STD FSC® de Manejo Forestal para Uruguay.
- Se continúa trabajando en la documentación necesaria para la validación y el registro de los bonos de carbono bajo el estándar CCB (Climate, Community & Biodiversity Standard). Dicho estándar permite reflejar la forma en que el fondo se relaciona con la comunidad y así emitir bonos de carbono de mayor valor. La auditoría finalizó en el tercer trimestre con la empresa Aenor.
- A diciembre de 2022 el operador informa que en general las plantaciones se encuentran en buen estado sanitario. También informa que hay 242 hectáreas de plantaciones que muestran síntomas de afectación por la intensa sequía que se registró en la última primavera y verano. Los efectos finales de la misma podrán ser evaluados más adelante.
- Al diciembre de 2022 el área con pastoreo representa el 82% del total de la superficie potencial. El área que está sin pastoreo se debe a la existencia de plantaciones jóvenes donde aún no pueden ingresar animales a pastoreo.
- A diciembre de 2022 se presentó una nueva tasación de los campos y bosques del fideicomiso. Esta tasación arrojó un valor total de 112,89 millones de dólares, conformado por 44,04 millones por la tierra, 1,31 millones por ingresos futuros de los pastoreos, 0,48 millones por ingresos futuros de certificados de carbono y 67,06 millones por concepto de ingresos forestales. Esta nueva tasación determinó un aumento de un 14% en el valor total, explicado en gran medida por el valor de los montes forestales.

### 3. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- Estados contables del Fiduciario al 31/12/2022
- Estados contables del Fideicomiso al 31/12/2022
- Balance de Agroempresa Forestal al 31 de diciembre de 2022, con informe de auditoría.
- Informes del operador, el último a diciembre de 2022.
- Informes del Comité de Vigilancia, el último a diciembre de 2022.
- Informes de calificación de otros fideicomisos análogos.
- Información relevante del sector forestal.
- Tasaciones de tierra y plantaciones (Agroclaro y Woodlands Pacific) a diciembre de 2022.
- Proyecciones financieras actualizadas en marzo de 2023.

## II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

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

### 1. Descripción general

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

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

**Operador administrador:** Agroempresa Forestal S.A.

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

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

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

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

**Títulos emitidos:** Certificados de participación

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

**Moneda:** Dólares

**Importe de la Emisión:** USD 70.000.000

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

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

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

**Calificación de Riesgo:** BBB+. uy

## 2. El análisis jurídico

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

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

### Riesgos considerados

**Riesgo jurídico de estructura.** Comprende el análisis de la eventualidad de incumplimientos en el pago a los beneficiarios, derivado de defectos en la estructura jurídica por no cumplir con alguna norma vigente, así como eventualmente por la aplicación de sentencias judiciales derivadas de demandas de eventuales perjudicados por la creación oportunamente descrita. Visto el informe antes mencionado, que reitera en lo esencial el de los Fideicomisos análogos I y III Fideicomiso, así como el tiempo transcurrido sin que se haya verificado conflicto alguno, se concluye que el *riesgo jurídico de estructura se considera casi nulo.*

**Riesgo por iliquidez.** Los certificados se han diseñado para ser líquidos. Por este motivo, la liquidez puede considerarse adecuada dadas las características del mercado uruguayo. No obstante este proceso no es instantáneo y puede llevar un tiempo difícil de determinar. *El riesgo es medio bajo*

### III. LA ADMINISTRACIÓN

Las características de la emisión hacen necesario analizar dos empresas administradoras: EF Asset Management (EFAM) en su condición de emisora y fiduciaria del fideicomiso financiero, y Agroempresa Forestal S.A. (AF) en su condición de operadora del proyecto.

#### 1. Ef Asset Management (EFAM)

La empresa administradora o fiduciaria es EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A (EFAM). Se trata de una sociedad anónima cerrada que tiene por objeto la administración de fondos de inversión y fideicomisos de cualquier naturaleza. Fue inscrita en el Registro Nacional de Comercio el 7 de abril de 2003 con el N° 2014 – Rut: 214769530012.

El 20 de agosto de 2003, el Banco Central del Uruguay (BCU) autorizó a la sociedad a funcionar en el marco de la Ley de Fondos de Inversión No. 16.774 del 27 de setiembre de 1996 y su modificación posterior en la Ley No. 17.202 de fecha 24 de setiembre de 1999.

El 9 de julio de 2004, el BCU (comunicación No. 2004/188) autorizó a la firma a actuar como Fiduciario Financiero en el marco de la Ley No. 17.703 de fecha 27 de octubre de 2003. Asimismo, en dicha fecha, la sociedad fue inscrita en el Registro de Mercado de Valores del BCU como Fiduciario Financiero.

El 23 de mayo de 2005, el BCU la autorizó a actuar como Fiduciario Profesional en el marco de la citada ley (17.703). En la misma fecha, la sociedad fue inscrita en el Registro de Fiduciarios Profesionales, Sección Fiduciarios Generales que lleva el BCU.

#### Situación económica y financiera

El análisis de los EE.CC al 31 de diciembre de 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	31/12/2022	31/12/2021	31/12/2020
Activo Corriente	26.974	18.989	15.859
Activo no Corriente	245.533	281.068	228.346
<b>Total Activo</b>	<b>272.507</b>	<b>300.057</b>	<b>244.205</b>
Pasivo Corriente	43.807	33.484	27.348
Pasivo no Corriente	204.187	230.681	180.257
<b>Total Pasivo</b>	<b>247.994</b>	<b>264.165</b>	<b>207.605</b>
<b>Patrimonio</b>	<b>24.512</b>	<b>35.891</b>	<b>36.600</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>272.507</b>	<b>300.057</b>	<b>244.205</b>
<b>Razon Corriente</b>	<b>0,62</b>	<b>0,57</b>	<b>0,58</b>

Fuente: EE.CC EFAM

Los resultados al término 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	31/12/2022	31/12/2021	31/12/2020
Ingresos Operativos	80.546	75.867	60.275
Gastos Adm. y Vtas.	(66.556)	(63.018)	(53.901)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>13.990</b>	<b>12.849</b>	<b>6.373</b>
Resultados Financieros	(28.054)	(12.734)	2.566
<b>Resultados antes de impuestos</b>	<b>(14.064)</b>	<b>116</b>	<b>8.939</b>
IRAE	2.685	(824)	(2.686)
<b>Resultado del período</b>	<b>(11.379)</b>	<b>(709)</b>	<b>6.253</b>
Res Operativos/Ingresos	17,37%	16,94%	10,57%
Res Ejercicio/Ingresos	-14,13%	-0,93%	10,37%

Fuente: EE.CC de EFAM

No obstante lo anterior, no se advierten riesgos sobre su continuidad como administrador fiduciario.

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

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

La empresa operadora ya ha sido analizada por CARE en ocasión de la calificación original de este fideicomiso y otros tres análogos 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 Price waterhouse Coopers Ltda al 31/12/2022.

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 2022 un total de CP's, emitidos por EFAM, por un valor del orden de USD 11.5 millones.

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

## El Fideicomiso

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

Un resumen del estado de situación y resultados del fideicomiso al cierre del año 2022 se expone en los cuadros siguientes.

<b>Cuadro 3: Estado de Situación del fideicomiso</b>			
<b>En miles de USD</b>	<b>31/12/2022</b>	<b>31/12/2021</b>	<b>31/12/2020</b>
Activo Corriente	2.313	5.630	2.393
Activo no Corriente	117.217	104.132	81.922
<b>Total Activo</b>	<b>119.530</b>	<b>109.762</b>	<b>84.315</b>
Pasivo Corriente	1.101	3.872	1.273
Pasivo no Corriente	2.602	2.904	1.531
<b>Total Pasivo</b>	<b>3.702</b>	<b>6.775</b>	<b>2.804</b>
<b>Patrimonio</b>	<b>115.827</b>	<b>102.987</b>	<b>81.510</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>119.530</b>	<b>109.762</b>	<b>84.315</b>
<b>Razon Corriente</b>	<b>2,10</b>	<b>1,45</b>	<b>1,88</b>

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

Practicadas las tasaciones correspondientes al fin del ejercicio, se determinó un valor contable para los activos biológicos del orden de USD 67 millones, en este valor se incluye un incremento de casi USD 11 millones por revaluación de las plantaciones.

Por el lado de la tierra y sus mejoras, el valor contable alcanzó la cifra de USD 50.2 millones, incluyendo una revalorización de USD 1.7 millones.

El patrimonio contable a la fecha indicada según se desprende del cuadro precedente ascendía a casi USD 115.8 millones, muy superior al valor de la emisión recibido que fue de USD 70 millones.



**Cuadro 4: Estado de resultados del fideicomiso**

En miles de USD	31/12/2022	31/12/2021	31/12/2020
Ingresos Operativos	8.846	8.124	5.080
Activos biológicos (1)	10.992	12.344	2.293
<b>Operaciones Continuas</b>	<b>19.838</b>	<b>20.468</b>	<b>7.373</b>
Costo de los bs. vendidos	(7.304)	(8.337)	(4.811)
<b>Resultado Bruto</b>	<b>12.534</b>	<b>12.131</b>	<b>2.562</b>
Gastos Adm. Y Ventas	(1.679)	(1.560)	(1.942)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>10.855</b>	<b>10.571</b>	<b>620</b>
Resultados Diversos (2)	-	4.646	(1.178)
Resultados Financieros	(345)	48	225
<b>Resultados antes de impuestos</b>	<b>10.511</b>	<b>15.265</b>	<b>(333)</b>
IRAE	823	(686)	(160)
<b>Resultado del período</b>	<b>11.334</b>	<b>14.579</b>	<b>(493)</b>
Otros resultados integrales (2)	1.675	7.670	-
Impuesto diferido	(169)	(772)	0
<b>Resultado Integr del periodo</b>	<b>12.840</b>	<b>21.477</b>	<b>(493)</b>

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

(1) cambio en el valor de las plantaciones

(2) Cambio en el valor de la tierra

Los ingresos operativos del periodo corresponden básicamente a venta de madera y en forma menor, a ingresos por pastoreos y otros. Se constata un resultado positivo aunque menor al del ejercicio anterior, esto se explica fundamentalmente por un menor incremento en la revaluación del valor de la tierra. Los ingresos operativos todavía son relativamente bajos.

## Riesgos considerados

**Riesgo administración**, considerando la idoneidad para cumplir con la función de AF S.A. y de EFAM, en virtud que todos los análisis practicados en la calificación del BDU, se considera que el riesgo de incumplimiento de la administradora y del fiduciario con las responsabilidades del proyecto es *casi nulo*.

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

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

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

## IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y 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 y Tasa Interna de Retorno.

El Proyecto planteado en el prospecto original presentaba una Tasa Interna de Retorno del 8.55% para el Inversor; posteriormente el operador fue ajustando los flujos esperados. Se presenta en esta oportunidad (marzo 2023) una nueva actualización del flujo financiero con información real a diciembre de 2022 y proyectando hasta la culminación del fideicomiso..

El operador en esta nueva estimación del flujo financiero presenta una serie de escenarios posibles, suponiendo distintas evoluciones de precios de madera, costos de producción y evolución del precio de la tierra a partir de 2023 y hasta la finalización del Fideicomiso en 2035. De los diferentes escenarios presentados, el que para CARE podría ser el más probable, considera 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%, lo que supone un supuesto conservador.

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 2035. También se consideró como ingreso la distribución de utilidades realizada en el año 2019 por 2 millones de dólares.

En base a esta proyección, la TIR para todo el período del Fideicomiso en el escenario base sería de 7,3% en moneda corriente, levemente más baja que la estimada un año atrás (7,8%).

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 2,1-2,3%. Actualmente la inflación está muy por encima de esos valores, pero por el momento no se ha modificado en las proyecciones, y las autoridades monetarias norteamericanas mantienen sus expectativas de llevar la inflación a los valores históricos.

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

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 y conservador, siendo el valor mínimo que la calificadoradora en general utiliza para las proyecciones.

En el escenario 6 se supuso que los precios de la madera y los costos de producción se mantuvieran constantes en términos nominales durante todo el período, al igual que los precios de la tierra. Es el escenario más desfavorable y como puede observarse, aún en el caso que no haya ningún aumento en los precios de la madera, ni en el precio de la tierra en los años que quedan, la TIR seguiría siendo positiva (6,0%).

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

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

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

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

## 2. Nueva estimación del Costo de Oportunidad del Capital.

El costo de oportunidad del capital propio 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:

$\beta_{im}$ : Riesgo sistemático propio respecto del riesgo de mercado. El valor beta es el proporcionado por Damodaran para la industria del papel y productos forestales

$r_f$ : tasa libre de riesgo. Se considera el rendimiento de los Treasury Bonds a 10 años de la reserva general de Estados Unidos de América.

$E(R_m) - R_f$ : Prima de Riesgo del mercado. Es el premio por el riesgo específico al mercado con el que se compara el proyecto (La diferencia del rendimiento de los activos de renta variable y la tasa libre de riesgo). Para estimar el rendimiento de los activos de renta variable se considera la prima de riesgo del mercado accionario, suministrado por Damodaran (Equity Risk Premium de S&P 500)

$Er_p$ : Prima por riesgo específico a la compañía o proyecto evaluado. Se considera en este caso el riesgo país de Uruguay. Se consideran los rendimientos de los bonos soberanos uruguayos medidos a través del índice UBI de República AFAP.

A los efectos de estimar el costo de oportunidad del capital, se opta por considerar el promedio de los últimos 5 años para todas las variables, evitando minimizar las variaciones coyunturales, tanto al alza como a la baja, y tener una visión de mediano plazo. Para el promedio de los últimos 5 años (2019-2023), el parámetro "beta unlevered" de Damodaran, se ubica 1,10 lo que indica que la inversión en la producción forestal tiene un mayor riesgo y variabilidad que el promedio de todas las actividades en ese mercado. Para el caso del rendimiento de los bonos americanos se consideró 2,07%, para el riesgo país (índice UBI), se consideraron 140 puntos básicos y para la prima de riesgo del mercado accionario se consideró un 4,94%.

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 6,63%. Este valor es menor a la última TIR estimada para el escenario más probable (7,3%), lo que indica que la inversión tendría una rentabilidad mayor al costo de oportunidad. 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.

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

En la coyuntura actual, los valores de la tasa libre de riesgo y el rendimiento del mercado accionario son mayores al promedio del período considerado, pero en contrapartida el riesgo país es resulta menor al del promedio de los últimos años. Si se aplican los valores actuales, el costo de oportunidad del capital sería levemente mayor (6,85%).

Otros indicadores con los que podría compararse la TIR esperada del Fideicomiso podrían ser las curvas de rendimiento, que serían opciones posibles de inversión ya que están estimadas para el caso del Uruguay<sup>7</sup>. En la actualidad la curva en UI (CUI) a 10 años se ubica en 3,24% y la curva en dólares (CUD) a 10 años está en 4,68%. La TIR esperada para el inversor en los CPs, supera en todos los casos el costo de oportunidad.

### 3. Manejo Económico- Productivo

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

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

- Compra de tierras: Cumplido. Se preveía la compra de 13.200 ha y el arrendamiento de 800 ha y se han comprado 14.656.
- Área plantable: No se reporta superficie en estado “disponible para plantar” durante más de 24 meses consecutivos.
- Prendimiento de la plantación: el porcentaje de prendimientos de plantaciones forestales registrados para la medición de mayo 2022 fue del 95% en promedio.
- Incremento Medio Anual (IMA) de las plantaciones:
  - o Eucaliptus Dunni (pulpa): Desarrollo alineado con lo previsto en el prospecto y se ubica sobre la curva máxima esperada.
  - o Eucaliptus Grandis (madera de calidad): se encuentran sobre la curva máxima esperada.
  - o Pino Taeda: Los montes tienen entre 13 y 14 años, aún sin alcanzar su volumen comercial la curva mínma esperada, si la de volumen total. Esto es debido a que no hay mercado para los troncos de menor diámetro.

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

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

## Cuadro 6. Cumplimiento del proyecto

Concepto	Prospecto	Logrado
Precio de la tierra (USD/ha) al 2022	4.043	3.005
Distancia a Montevideo (km)	270	267
Aprovechamiento forestal (%)	60-65%	61%
Rel. Area E.Grandis/Dunii	2,7	3,5
Superficie total	14.000	14.658
Superficie de bosque (actual)	8.680	9.077

El 15% del área forestada tiene pino

Fuente: Comité de Vigilancia

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

Como se han adquirido campos ya forestados, los plazos de inicio de las ventas de madera de tala rasa, se han modificado respecto a la proyección original, adelantando los ingresos del fideicomiso por estos conceptos. A su vez, los costos de implantación se postergan en aquellas áreas adquiridas ya forestadas, ya que los mismos serán efectuados, una vez que se haya llevado a cabo la tala rasa pertinente.

Durante el 2022 se realizaron ventas de pulpa de madera con destino a plantas de celulosa, provenientes de raleos comerciales de E. Grandis y de la tala rasa de E. Dunii; así como también ventas de madera de calidad para aserrío, de Eucaliptus y de Pino.

Se detalla a continuación la comparación de lo presupuestado de ingresos para el año y lo real obtenido.

## Cuadro 7. Ingresos reales vs presupuesto en el año 2022 (USD).

Actividad	Real	Presupuesto	Diferencia
Eucaliptus Pulpa 2021	3.546.918	3.056.494	490.424
Eucaliptus Pulpa 2022	3.513.439	3.372.624	140.815
Eucaliptus +20	77.218	2.236.971	-2.159.753
Eucaliptus +14	205.119	0	205.119
Columnas UTE	48.376	0	
Pino Exportación	783.023	220.500	562.523
Pastoreo	195.726	168.828	26.898
Total	8.369.819	9.055.417	-733.974

Fuente: el operador

Como ya se ha comentado, los ingresos por venta de madera en el año 2022 estuvieron un 8% por debajo de las previsiones. Se exportó muy poco de eucaliptus, pero buena parte de esa reducción fue compensada por mayores ventas de pino y madera para pulpa.

El retorno de la inversión depende en un 78% a la venta de madera que se realizará más adelante, cuando se 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 el manejo y seguimiento del bosque.

En el siguiente cuadro se presenta la comparación de lo presupuestado de inversiones y costos para el 2022 y lo real.

**Cuadro 8. Costos e Inversiones reales vs presupuestado en 2022 (USD).**

Actividad	Real	Presupuesto	Diferencia
Costos de Producción	5.405.153	5.765.481	-360.328
Inversiones Implantación	461.060	488.325	-27.265
Inversiones Manejo	834.347	671.693	162.654
Gastos	1.286.219	1.192.696	93.523
<b>Total</b>	<b>7.986.779</b>	<b>8.118.195</b>	<b>-131.416</b>

Fuente: el operador

Las inversiones en implantación estuvieron razonablemente alineadas con el presupuesto para el año, mientras que las inversiones en manejo estuvieron muy por encima, por mayores superficies podadas. Los costos de producción fueron menores como consecuencia de una menor cosecha de eucaliptos para exportación.

El resultado de gestión fue levemente positivo, 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 informado.

#### 4. Resultados de la medición de parcelas permanentes

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

Los resultados de crecimiento que surgen de las parcelas permanentes muestran que para E. Dumni y E. Grandis su desarrollo está alineado con lo previsto en el prospecto y se ubican sobre la curva máxima esperada, según informa el Comité de Vigilancia. Para el caso de los pinos, debido al mercado hay una diferencia importante entre volumen total y volumen comercial. Trozas menores a 20 cm de diámetro no tienen actualmente valor comercial generando la diferencia de volúmenes. La próxima medición se realiza en setiembre de 2023.

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

Se presenta en esta oportunidad una nueva tasación de la tierra y plantaciones del Fideicomiso a diciembre de 2022. Al igual que en el año anterior se realizaron dos tasaciones por empresas diferentes, que fueron las mismas que en 2021. Agroclaro realizó una tasación de las tierras sin considerar el valor de los bosques y la empresa Woodlands Pacific realizó la tasación de los montes considerando la tierra al valor estimado y definido por la primera.

En el siguiente cuadro se presenta la evolución de los valores de los campos y bosques del Fideicomiso, según la información proveniente de las tasaciones realizadas anualmente. Cabe aclarar que los valores de las tasaciones fueron realizados bajo diferentes metodologías y considera la tierra y los bosques en conjunto. Asimismo, en la última tasación se considera el ingreso futuro de los certificados de carbono, concepto que no había sido incluido en anteriores tasaciones.

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

Año	Millones de USD
2015	26,70
2016	53,10
2017	68,00
2018	66,76
2019	74,99
2020	75,36
2021	99,05
2022	112,89
Tasa 2018-2022 (anual acumulativa)	14,0%

Fuente: CARE en Base a Tasaciones

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

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

La tasación de 2022 estimó un valor total para los activos al 31 de diciembre de 2022 de 112,89 millones de dólares, un valor muy superior al del año anterior (14%). La evolución muestra una tendencia creciente del activo, el cual punta a punta viene creciendo a un 14,0% acumulativo anual, explicado básicamente por el crecimiento de los montes.

Esta última tasación se sustenta en lo siguiente:

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

En el siguiente cuadro se presentan los resultados de la tasación 2022, desagregada en los diferentes componentes y se compara con la del año anterior, pudiéndose observar que buena parte del incremento de valor se explica por la valorización de los montes forestales, teniendo muy poca incidencia por el momento los bonos de carbono

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

	2021	2022	Variación
Producción de madera	55,43	67,06	21,0%
Pastoreos	1,26	1,31	4,0%
Créditos de carbono	-	0,48	
Valor de la Tierra	42,36	44,04	4,0%
<b>Total</b>	<b>99,05</b>	<b>112,89</b>	<b>14,0%</b>

Fuente: Care en base a las tasaciones 2021 y 2022



### 6. Riesgos considerados:

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

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

## V. EL ENTORNO

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

Por políticas públicas se entiende no solo las domésticas sino las de los países con los que existe comercio. Con relación a la política sectorial del país, quedaron despejadas las interrogantes que se habían planteado respecto de la ley que proponía limitar la forestación a los suelos de prioridad forestal y poner un tope a la plantación de montes de rendimiento, y por el momento no se vislumbran cambios en la política forestal.

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.

Superados los efectos iniciales de la pandemia del Covid 19, la demanda mostró a partir de 2021 una marcada recuperación en la demanda y en los precios, sin embargo las perspectivas de enfriamiento de la economía global podrían generar un nuevo debilitamiento de la demanda, generándose señales de alerta hacia los próximos años. En contrapartida, para el caso concreto de Uruguay, el comienzo de las operaciones de la tercera planta de celulosa, sumado al desarrollo de nuevos proyectos industriales para la transformación mecánica de la madera podrían generar mejores condiciones para dinamizar el sector.

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

### 1.- Riesgo Económico y de Mercado

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

#### B) El precio de la madera

El precio más importante y por tanto el juicio más determinante para la calificadoradora es el de la madera. Esto se fundamenta en que el 78% de los retornos de la inversión se explican por el valor de la madera.

Para el caso concreto de este proyecto, el precio que mayor incidencia tendrá en el resultado final, es el de la madera de calidad de eucaliptus, ya que como fuera comentado el 65% de la superficie forestada está plantada con árboles que tienen ese destino. No obstante importa también el precio esperado por la madera con destino a celulosa ya que hay un 20% de la superficie con ese destino sumado a los raleos y desechos comerciales de los montes de calidad.

Para este proyecto en particular, también -aunque en menor medida- interesa conocer lo que pueda ocurrir con la madera de pino, al existir un 15% del área con ese destino.

La tendencia de largo plazo esperada para los precios de la madera, es que todo indica que los precios deberían mostrar una tendencia creciente, al menos en valores nominales, y ello se sustenta en el hecho de que la demanda crecerá de la mano del incremento de la población y del crecimiento de la economía mundial, y especialmente de los países emergentes. Esta mayor demanda se espera tanto para madera sólida destinada a la construcción de muebles o viviendas como de celulosa por mayor consumo de papel. Los principales usos del papel son la comunicación, embalajes e higiene (papel tissue).

El incremento de la demanda enfrenta una oferta que se ha visto limitada por crecientes medidas de protección de los bosques nativos, así como también el control que se realiza sobre los de rendimiento. Por su parte, las políticas destinadas a atenuar los impactos del cambio climático también promueven la protección de los montes al ser éstos importantes sumideros de carbono. En este sentido, 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 en el mediano y largo plazo la demanda por certificados de carbono debería crecer también.

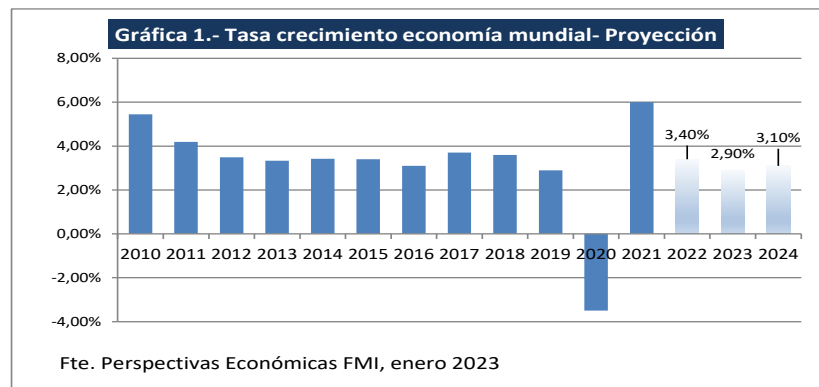
No obstante, esa tendencia de largo plazo puede verse afectada por coyunturas desfavorables que tengan efectos depresivos sobre la demanda y en consecuencia sobre los precios, como lo ocurrido entre 2019 y 2020, como consecuencia de la pandemia del Covid-19. Fue así, que luego de un marcado pico al alza 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. Esa caída fue coyuntural, y en 2021 los precios se recuperaron rápidamente.

El año 2022 estuvo marcado por las consecuencias del conflicto entre Rusia y Ucrania, el enfriamiento de la economía global y de China en particular, así como las medidas de Covid cero implementadas por éste último. Esos fenómenos generaron cambios en la economía y el comercio mundial, como por ejemplo aumentos de los precios de las materias primas, mayor inflación internacional y mayores costos de los fletes, por su parte, las medidas para controlar la inflación generaron una apreciación internacional del dólar. Toda esta situación generó una mayor volatilidad al mercado de la madera, y el aumento de los costos estrechó los márgenes del negocio. En particular, en el segundo semestre del 2022, las medidas tomadas por China tuvieron un impacto muy significativo en las importaciones de algunos productos por parte de ese país, afectando entre otros a la demanda por madera de eucaliptus.

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.

Según el último informe del FMI de enero de 2023, el crecimiento mundial para 2023 sería de 2,9%, esto es 0,2 puntos porcentuales más alto que el vaticinado en el anterior informe de octubre de 2022, pero inferior a la media histórica (2000–2019) de 3,8%. El aumento de las tasas de interés de los bancos centrales para combatir la inflación y la guerra de Rusia en Ucrania continúan afectando el crecimiento de la actividad económica. La rápida propagación del Covid-19 en China frenó el crecimiento en 2022, pero la reciente reapertura ha comenzado a despejar el camino para una recuperación más veloz que lo anticipado. Se prevé que la inflación mundial disminuya de 8,8% en 2022 a 6,6% en 2023 y a 4,3% en 2024, niveles aún superiores a los observados antes de la pandemia (2017–2019) de alrededor del 3,5%.



Las perspectivas son inciertas, por un lado sería positivo un impulso más fuerte de la demanda reprimida en numerosas economías o a una caída más acelerada de la inflación, pero por otro lado podrían resurgir los riesgos de una evolución sanitaria severa en China que podría frenar la recuperación, una posible intensificación de la guerra de Rusia en Ucrania o un endurecimiento de las condiciones mundiales de financiamiento. En consecuencia, ante este panorama puede suponerse que la economía mundial no será un motor para el sostenimiento de elevados precios de los commodities, sino que posiblemente actuaría como freno a su crecimiento o aún a un descenso.

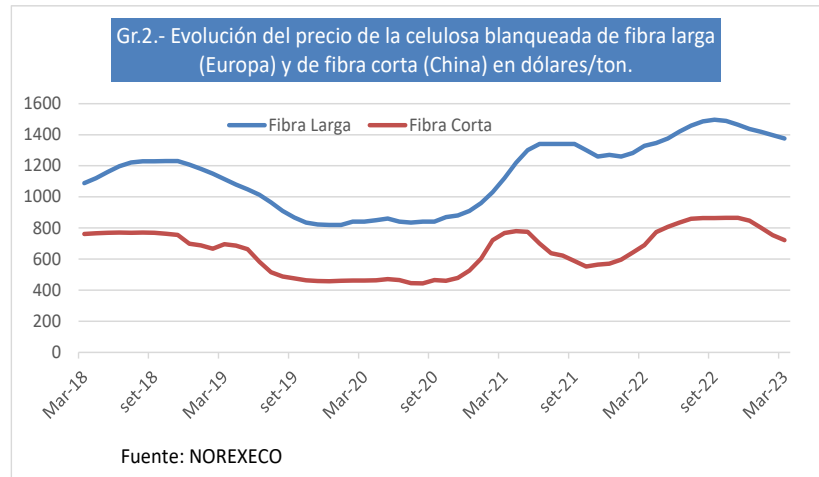
En lo que tiene que ver con madera con destino final a pulpa de celulosa, la reducción en el consumo generado por la pandemia generó en un primer momento una abrupta reducción en la demanda y en los precios. Luego de un período de precios internacionales de la celulosa relativamente bajos en términos históricos, a partir de 2021 se observó un proceso de marcado crecimiento, con cierta volatilidad como consecuencia de la coyuntura ya comentada.

En la siguiente gráfica se presta información de los precios por tonelada para dos tipos de pasta de celulosa: la NBSK<sup>8</sup> (principal cotización internacional, correspondiente a pulpa de coníferas de fibra larga en Europa), y de la BHSK<sup>9</sup> (pulpa de fibra corta en China). Como puede observarse ambos productos recuperan fuertemente a partir de 2021, luego caen levemente, pero retoman a partir de 2022 una tendencia al crecimiento al menos hasta el mes de setiembre de 2022, a partir del cual comienzan nuevamente a caer.

<sup>8</sup>. Northern Bleached Softwood Kraft Pulp. Pulpa de celulosa blanqueada de fibra larga

<sup>9</sup>. Bleached Hardwood Kraft Pulp. Pulpa de celulosa blanqueada de fibra corta.

El aumento de 2022 se habría debido 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.



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.

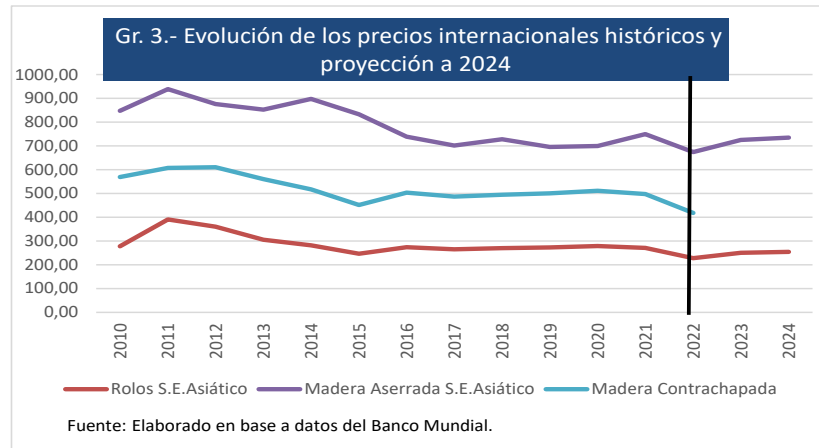
Algunas proyecciones a las que CARE tuvo acceso, estiman que la tendencia descendente en los precios de la celulosa continuaría, para estabilizarle finalmente levemente por encima de los valores promedio de los últimos 6 años (8,3% por encima para el caso de la fibra larga y 2,4% por encima para la fibra corta).

No se dispone de información que proyecte las perspectivas de la evolución de precios internacionales para la celulosa para el largo plazo, no obstante muy probablemente los precios deberían evolucionar en línea con el resto de los productos forestales (madera en bruto) (ver gráfica 5). En los últimos 10 años el incremento anual del precio internacional de la celulosa fue del 3,9%, esto es un valor indicativo, ya que no existe la certeza de que para el futuro se cumpla lo verificado en el pasado.

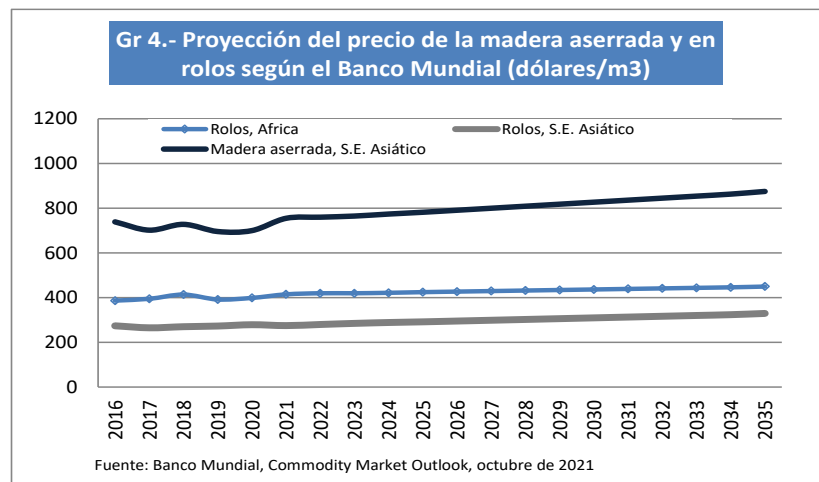
Para el caso de la madera de eucalipto en bruto con destino aserrío, el comportamiento de los precios y de la demanda ha mostrado una evolución similar al de la celulosa, aunque menos marcada, observándose el inicio de recuperación unos meses antes que en el caso de la celulosa. Tras un comienzo de año 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 cierto empuje, consolidando la recuperación que se mantuvo durante todo el año 2021 y hasta mediados de 2022. A partir del segundo semestre de 2022, China prácticamente sale del mercado y se genera una importante caída en la demanda, que afecta fuertemente a las exportaciones uruguayas.

Para el caso de la madera de pino aserrable, el comportamiento es muy similar al del eucalipto, la demanda se recupera a partir de mediados de 2020 y ese comportamiento se mantiene durante todo el año 2021, pero vuelven las dificultades en 2022, básicamente por la abrupta caída de las compras de China sumado al incremento de los costos de transporte marítimo; pero en el caso del pino se mantienen las compras de India.

Según el último informe de precios del Banco Mundial de octubre de 2022, los precios de la madera en bruto y de la aserrada mostrarían leves incrementos en sus precios para los próximos dos años, en el entorno del 3 al 5% anual.



Las perspectivas para el largo 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>10</sup> muestran un leve crecimiento en valores nominales al 2035; para el caso de los rolos un crecimiento del 0,95% acumulativo anual y para la madera aserrada un 1,5%. Estos aumentos de precios, no alcanzarían a cubrir la devaluación del dólar, por lo que podrían estar cayendo levemente en términos reales. Estas proyecciones son consistentes con las de los commodities alimenticios para los que se proyecta también una leve reducción de los valores en términos reales (aumentos nominales positivos pero algo menores a la devaluación de largo plazo del dólar).



<sup>10</sup>. World Bank Commodities Price Forecast. Esta proyección se presentó en el informe de octubre de 2021, en el 2022 solamente se proyectan precios para 2023 y 2024.

Las exportaciones forestales del Uruguay se ubicaron en el año 2022, nuevamente en un récord histórico, superando al del año anterior en aproximadamente un 11%. Los ingresos provenientes de las exportaciones de celulosa, explican el 75% de las exportaciones, porcentaje que seguramente se incrementará a partir de 2023 con la puesta en marcha de la tercer planta de celulosa. Prácticamente todos los productos forestales tuvieron una variación positiva en 2022, con la excepción de las exportaciones de rolos de pino, que registraron una caída de 38% y los tableros contrachapados que cayeron apenas un 3%. El aumento de las exportaciones se explicó en gran medida por mejores precios de exportación, especialmente en el caso de la celulosa y los chips.

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

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Variación
Celulosa	1.310	1.660	1.527	1.107	1.576	1.818	15%
Rolos (excepto eucalipto)	88	150	89	132	204	127	-38%
Tableros de madera contrachapados	64	76	55	67	105	102	-3%
Chips (eucalipto y pino)	64	95	102	21	74	119	61%
Madera Aserrada coníferas y no coníferas	93	115	97	104	159	184	16%
Papel y Cartón	34	32	36	25	26	30	14%
Rolos de eucalipto	21	29	14	21	23	34	50%
Total	1.673	2.158	1.921	1.477	2.167	2.414	11%

Fuente: Care en base a datos de URUNET, Uruguay XXI y OPYP

Nota: No

están consideradas las exportaciones de rolos a Zona Franca, ya que se consideran las exportaciones de pulpa de celulosa que salen de ese destino.

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

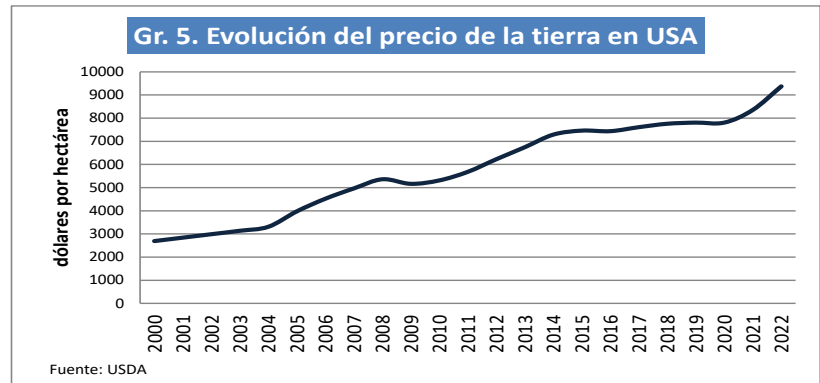
## B) El precio de la tierra

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

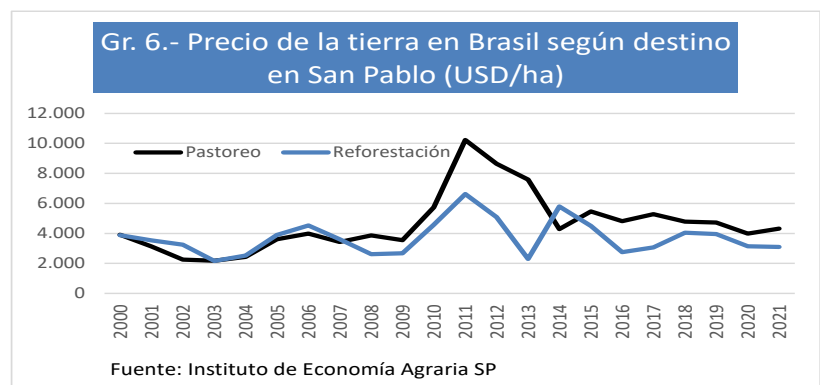
En este caso se actualiza el comportamiento de los precios en diferentes países considerados de importancia, en el entendido de que sus tendencias podrían generar información respecto de lo que podría ocurrir en nuestro país.

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

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 en gran medida 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 su moneda nacional (Reales). Por ello, las fluctuaciones son amplificadas por este efecto. En el año 2011 se verifica un muy importante crecimiento en los valores de la tierra que se corrige en los siguientes años, y a partir de 2014 retoma un comportamiento de mayor estabilidad con pequeñas variaciones anuales.



Para el año 2021, último reportado por el Instituto de Economía Agrícola de San Pablo los precios de la tierra aumentaron en dólares, en el entorno del 8%, recuperando parte de la reducción que se había verificado en el año anterior (16% para las tierras de pastoreo), como consecuencia de 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.

Una reciente publicación de la Cámara Argentina de Inmobiliarias Rurales (CAIR) da cuenta que la actividad inmobiliaria rural disminuyó un 31% en forma interanual entre 2020 y 2021, ubicándose hacia el inicio de 2022 en el mínimo histórico desde que se computa el InCAIR (índice de actividad que estima la Cámara). Por otra parte, esa misma institución maneja algunos valores puntuales para la zona núcleo de Argentina en el entorno de 13 a 15 mil dólares la hectárea, los cuales estarían por debajo de campos de similar calidad en EEUU, asignando esa diferencia a las dificultades referidas.

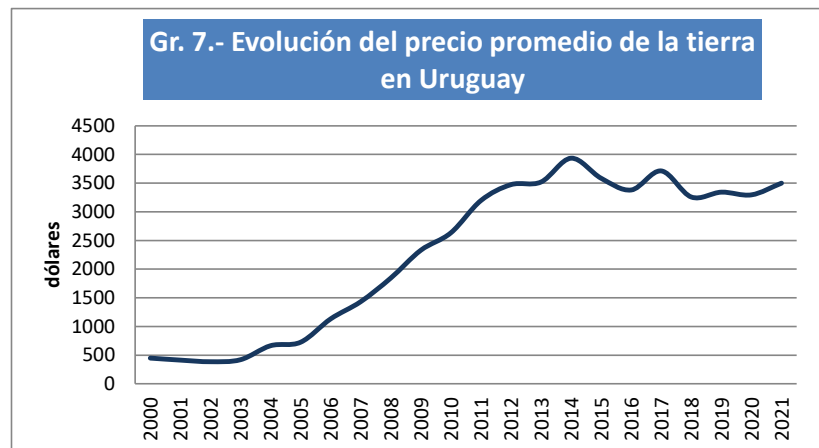
En el caso de Uruguay, la información reportada por DIEA-MGAP para el promedio de las transacciones de tierras da cuenta de una muy fuerte valorización a partir de 2004 y hasta el 2014 cuando se verifica el valor máximo. A partir de 2015 comienza un cierto ajuste a la baja pero con un comportamiento 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>11</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.

Si bien no existen aún datos oficiales para 2022, es muy probable que se haya mantenido la tendencia al crecimiento de los valores, en línea con lo ocurrido en el año anterior, como consecuencia de los buenos precios de la soja y de la carne vacuna, así como por el fortalecimiento del peso uruguayo con respecto al dólar, moneda con la que se realizan las transacciones de campos<sup>12</sup>. Por su parte, la alta inflación internacional y los niveles actuales de precio de los campos, que no muestran incrementos sostenidos desde 2014, también habrían contribuido al aumento de los precios.

<sup>11</sup>. "Precio de la Tierra" Compraventas año 2021, publicado el 29 de marzo de 2022.

<sup>12</sup>. BLOOMBERG, realizó una consulta a agentes inmobiliarios enfocados en el negocio rural los que estarían confirmando un aumento de los valores de la tierra durante 2022, de entre 5 y 10%.



Existen otras fuentes de información realizadas por consultoras y operadores del mercado<sup>13</sup>, que utilizando diferentes criterios de tasación estiman valores de campos de características similares y teniendo en cuenta los diferentes destinos productivos. Las metodologías más utilizadas son: la comparación de ventas reales de campos similares y la valuación según las rentas esperadas. En general el valor de mercado surge de la integración de ambas metodologías. Del estudio de varias tasaciones de campos a las cuales CARE tuvo acceso, surge que para el año 2022 los campos se habrían valorizado entre un 3 y un 4%.

Existe una proporcionalidad comprobada<sup>14</sup> entre el índice de CONEAT y el precio con valores de campo con CONEAT por encima de 100, pero cuando los índices están por debajo de 100, los precios también caen pero no exactamente en la misma proporción que cuando están por encima de 100. Esto básicamente se explica porque muchos de los campos por debajo de 100 son demandados para producciones diferentes a la carne y a la lana (arroz, forestación), rubros considerados para determinar el valor del índice.

La valorización del precio de la tierra es un componente relativamente importante de ingreso final del fideicomiso (20%) por lo que lo que finalmente ocurra con su comportamiento tendrá una contribución sustancial con el retorno final de la inversión. La última actualización del modelo financiero, en el escenario más probable, supone una valorización acumulativa anual de un 3% desde 2022 y hasta 2031, por lo que resulta importante conocer que ha sucedido en el pasado como forma de tener una cierta aproximación con lo que pueda ocurrir en el futuro.

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

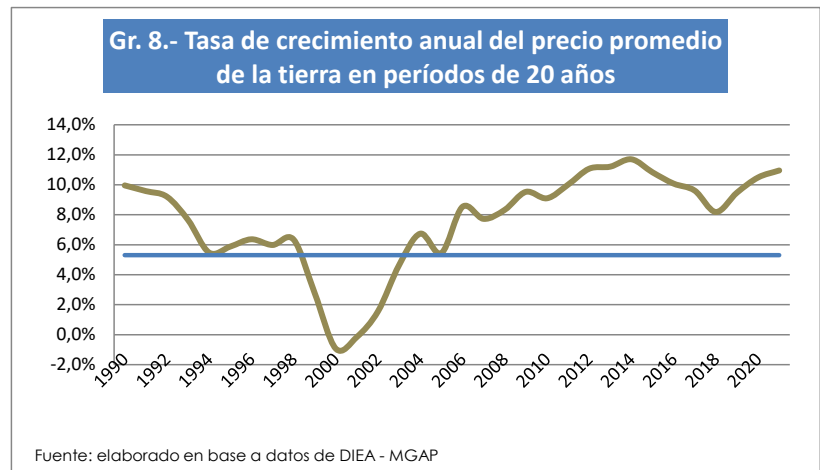
- En promedio, la evolución anual del precio de la tierra en períodos móviles de 20 años fue de 7,6%.
- La tasa anual de crecimiento solamente fue menor al 3% para el caso de los campos que se vendieran en 1999 y 2002, o sea que se hubieran comprado en 1979 y 1982.
- Para el resto del período, el crecimiento anual del precio de la tierra supera siempre el 3%.

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

<sup>14</sup>. B. Lanfranco y G. Sapriza (Serie Técnica N° 187 de INIA, "El índice CONEAT como medida de productividad y valor de la tierra" 2011)

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

La evolución anual de este indicador –para intervalos de 20 años- muestra una tendencia al alza hasta el 2014, para luego comenzar a caer pero se mantiene en valores muy por encima del 3% (en el entorno del 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 Unidos<sup>15</sup>, más un pequeño componente por incremento de la productividad de la tierra, de esta forma se deberían ubicar entre el 2 y el 4% anual. Esto no implica que existan períodos de mayores tasas anuales de crecimiento, como pudiera ser en los próximos años. 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.

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

<sup>15</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.

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.

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

En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos-, tanto los presentados por la Fiduciaria y el Operador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité calificador de CARE entiende que la Emisión califica en la categoría BBB+.uy de la escala del Manual de CARE<sup>16</sup>.

Comité de Calificación



Ing. Julio Prevo



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrián Tamber

<sup>16</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.**