

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

*Montevideo, abril de 2023*

---

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
37	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

---

## Actualización de la Calificación de Oferta Pública de los Certificados de Participación del 19 - abril - 2023

<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 actualización:</b>	30 de noviembre 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. En marzo de 2023 el operador presentó nueva actualización del flujo financiero estimando una TIR de 5,98%, que es menor a la calculada en 2022 (6,63%).
- A diciembre de 2022 el fideicomiso cuenta con un total de 45.228 háts en propiedad de las cuales hay 27.236 plantadas y quedan 1.666 para plantar, lo que arrojará un aprovechamiento promedio de 63%. En este caso se adquirió una extensión de tierras con un negocio en marcha, con lo cual se mitigaron considerablemente los riesgos de adquisición y plantación, aunque el plan de negocio considera la reconversión de buena parte del área plantada con pinos y eucaliptus pulpa, para sustituirlos por eucaliptus grandis para la producción de madera de calidad.
- Se destaca que la misma empresa ya administra otros tres proyectos de similares características, todos ellos también calificados por CARE con nota de grado inversión (Bosques del Uruguay, Bosques del Uruguay II y Bosques 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. Asimismo la empresa ha invertido ya un total de 11,5 millones de dólares en CPs de estos fideicomisos
- 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 de cumplimiento 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.

- Los ingresos del fideicomiso por las ventas de madera durante el año 2022 se ubicaron un 35% por encima de lo presupuestado, alcanzando los 30 millones de dólares. Este aumento se explica en su mayor parte por el incremento de las exportaciones de pino durante el primer semestre del año, las cuales casi duplicaron el valor presupuestado para el período; luego, durante el segundo semestre, por problemas de mercado y por márgenes muy negativos, se suspendieron las cosechas y por lo tanto también las exportaciones de pino. Por su parte, los ingresos provenientes de ventas de madera para pulpa con destino a plantas de celulosa, también superaron a las previsiones, aunque en menor medida. Y por último se participó en una exportación de chips para pulpa con destino a China y Portugal, que no estaba inicialmente prevista.
- La mayor extracción y exportación de pinos que lo presupuestado inicialmente para el año determinó que los costos se ubicaran un 57% por encima de lo presupuestado. En consecuencia, al finalizar el año el fideicomiso cerró con un resultado de gestión<sup>2</sup> mejor al previsto, pero que sigue siendo negativo (-1,2 millones de dólares), sin considerar el resultado derivado de las tasaciones. Cabe recordar que este fideicomiso se encuentra aún en la etapa de flujos de fondos negativos dada la estrategia de reconversión de especies de pino a eucaliptus que se persigue y que implica gastos de capital importantes en los primeros años.
- Durante el tercer trimestre se concretó la venta de tierras aprobada por la Asamblea de los campos cuya ubicación y porcentaje de aprovechamiento estaba generando efectos negativos en la TIR del proyecto. El ingreso total correspondiente a la venta de los 4 campos ubicados en Rocha fue de USD 2.95 millones.
- 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>3</sup>. Esta tasación arrojó un valor total de 245.10 millones de dólares, conformado por 133,72 millones por la tierra<sup>4</sup>, 3,02 millones por ingresos futuros de los pastoreos, 27,60 millones por certificados de carbono y 80,76 millones por concepto de ingresos forestales. Esta nueva tasación implica un 23% de incremento en relación al año anterior que se explica en gran medida (60%) por la inclusión de los bonos de carbono que en el año 2021 había sido de 1,45 millones de dólares frente a los 27,60 millones de 2022. El patrimonio contable al 31 de diciembre de 2022 ascendía a casi USD 230 millones, superior al valor de la emisión recibido que fue de USD 190 millones.
- 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

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

<sup>3</sup>. 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>4</sup>. En esta tasación había unas 1.050 hectáreas menos que el año anterior, ya que en el periodo se vendieron 4 predios.

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 -aunque a menores precios- 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.
- 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 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 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>5</sup>. Asimismo CARE contrata regularmente cuando lo entiende necesario informes de campo adicionales y realiza visitas a los predios.

<sup>5</sup>. Disponible en [www.care.com.uy](http://www.care.com.uy)

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

## 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, y están calificados con nota de grado inversión.

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 eucaliptus para pulpa sumaban un total de 30% de la superficie y las plantaciones de eucaliptus 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.
- 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 100% de las hectáreas certificada.
- 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.
- Este Fideicomiso se encuentra en pleno proceso de transformación, finalizando la cosecha de Eucaliptus pulpa que fue adquirido en pie junto con el patrimonio y replantando Egrandis y Eucaliptus 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 E. grandis y E. pulpa. 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.

- 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 del momento. El Comité de Vigilancia aprobó la operativa, cumpliendo con la normativa establecida. El préstamo se cancelará en 120 cuotas y ya comenzó a amortizarse.
- En cuanto a bonos de carbono, en el mes de febrero 2022 se realizó una licitación internacional en la que se vendieron 200 mil toneladas de carbono a ser entregadas en 2023. Sin embargo, el retraso en el proceso de auditoría y registro ante Verra ha demorado la entrega, haciendo que uno de los negocios quedara sin efecto y que el otro cliente aceptara que la entrega se haga en la primer mitad de 2023.

### o Hechos salientes del período

- El 2022 se presentó inicialmente con buenas oportunidades comerciales para la venta de pinos, lo que permitió continuar con la cosecha anticipada de una importante superficie habilitando de esta forma la reforestación con eucaliptus. Sin embargo, en el segundo semestre se profundizó el desfase entre precios y costos de fletes, que sumado a una caída en el precio y negocios en INDIA – principal mercado de rolos de pino de Uruguay- obligó a detener las cosechas y suspender las exportaciones.
- En el año 2022 se plantaron en total 2.263 hectáreas (1366 en otoño y 830 en primavera). La plantación estuvo levemente por debajo de las previsiones, lo que se explica por la venta de uno de los predios que estaba incluido en la proyección.
- Al cierre del año, la inversión en manejo estuvo en línea con lo previsto (+2%), aunque con algunos desvíos entre rubros. Se podaron 4.863 ha de 5.221 ha presupuestadas (93%).
- En el 2022, las ventas de madera se ubicaron un 35% por encima de lo presupuestado en valor totalizando unos 30 millones de dólares, explicado en primer lugar por el incremento de las exportaciones de pino logrado en la primera parte del año y en menor medida por el adelanto de las entregas de pulpa a la planta de celulosa y por la exportación de chips. Los precios de la madera con destino a las plantas de celulosa estuvieron levemente por encima de lo presupuestado, mientras que en el caso de los pinos por debajo, incluso algunas exportaciones generaron pérdidas.
- Se realizó la verificación de bonos de carbono a cargo de la empresa AENOR que entregó su informe favorable a la entidad registrante (Verra). Se presentó la información y se realizó la auditoría de validación bajo el estándar CCB (Climate, Community & Biodiversity Standard) y se está a la espera de que Verra valide ambos informes de Aenor. Este proceso permite obtener con mayor precisión el volumen de certificados de carbono que el fideicomiso podría emitir hasta la fecha y además entregar los volúmenes ya comprometidos.
- Como consecuencia del incremento de las exportaciones de pino que se verificó en el primer semestre de 2022, los costos de producción del año se ubicaron por encima de lo presupuestado (+57%). El mayor

incremento se observa en los rubros de gastos de exportación y fletes de pino, y en segundo lugar, un incremento en los costos de Tala rasa de Eucaliptus debido a los adelantos de las ventas de pulpa a las plantas y también al barco de exportación que no se había presupuestado.

- Los resultados financieros del año mejoraron levemente respecto de lo proyectado, pero siguen siendo negativos, dada la continuación de la estrategia de reconversión de pino a eucaliptus, que implica una mayor inversión de capital en los primeros años.
- Durante el tercer trimestre se llevó a cabo la auditoría anual FCS® por parte de SGS, donde se verificó la correcta implantación del nuevo STD FSC®. de Manejo Forestal para Uruguay.
- Durante el tercer trimestre se hizo efectiva la venta de tierras aprobada por la Asamblea de aquellos campos cuya ubicación y porcentaje de aprovechamiento estaba generando efectos negativos en la TIR del proyecto. El ingreso total correspondiente a la venta de los 4 campos (1.051 has) ubicados en Rocha fue de 2.95 millones de dólares. Actualmente se están buscando los campos que reemplazarán a los que se han vendido
- A diciembre de 2022 el operador informa que en general las plantaciones se encuentran en buen estado sanitario. También informa que hay 505 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.
- A diciembre de 2022 se presentó una nueva tasación de los campos y bosques del fideicomiso. Esta tasación arrojó un valor total de 245,10 millones de dólares, conformado por 133,72 millones por la tierra, 3,02 millones por ingresos futuros de los pastoreos, 27,60 millones por ingresos futuros de certificados de carbono y 80,76 millones por concepto de ingresos forestales. Esta nueva tasación determinó un aumento de un 23% en el valor total, explicado en gran medida por el valor de los bonos de carbono y los bosques forestales.

### 3. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- Estados Contables de EF Asset Management 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 setiembre 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.
- 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 ofrecieron en oferta pública certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay III, creado por contrato correspondiente de fideicomiso financiero. Este contrato, los certificados y los demás contratos citados se analizan en la presente sección.

#### 1. Descripción general

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

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

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

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

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

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

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

**Títulos emitidos:** Certificados de participación

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

**Moneda:** Dólares

**Importe de la Emisión:** USD 190.000.000

**Fecha de suscripción:** 6 de diciembre de 2016

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

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

**Calificación de Riesgo:** BBB+.uy

## 2. El análisis jurídico

El análisis jurídico procura descartar cualquier eventualidad de conflictos derivados por ejemplo de la construcción jurídica, los contratos respectivos, el cumplimiento con normas vigentes, etc<sup>6</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>6</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 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

Con fecha 22/8/2016 se celebró el contrato de fideicomiso cuya inscripción fue autorizada por el BCU con fecha 16/11/2016. El 6/12/2016 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 7/12/2016, fecha en que se realizó la primera emisión, la segunda fue la mayor (USD 161 millones) realizada el 13/2/2017 para culminar el 24/9/2018, fecha en que se realizó la última.

El ejercicio contable y fiscal cierra los 31 de diciembre. En los cuadros siguientes se ilustra el estado de situación y de resultados del Fideicomiso al cierre del año 2022 y comparativos.

**Cuadro 3: Estado de Situación Fideicomiso (miles USD)**

Concepto	31/12/2022	31/12/2021	31/12/2020
<b>Activo</b>	<b>248.153</b>	<b>221.268</b>	<b>172.307</b>
Activo Corriente	16.057	8.123	13.264
Activo no Corriente	232.097	213.144	159.042
<b>Pasivo</b>	<b>18.560</b>	<b>14.349</b>	<b>11.115</b>
Pasivo Corriente	6.518	5.931	7.526
Pasivo no Corriente	12.042	8.418	3.589
<b>Patrimonio</b>	<b>229.593</b>	<b>206.919</b>	<b>161.191</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>248.153</b>	<b>221.268</b>	<b>172.307</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>2,46</b>	<b>1,37</b>	<b>1,76</b>

Fuente: EE.CC del Fideicomiso

Las tasaciones de tierras y montes practicadas sobre fin del ejercicio determinaron un mayor valor para las plantaciones del orden de USD 20.6 millones mientras que para la tierra supuso un incremento de unos USD 5 millones. En ambos casos hubieron bajas; en el caso de las plantaciones se dieron de baja montes cosechados y comercializados por unos USD 9.5 millones mientras que también se registra una baja en tierras de USD 2.3 millones más sus correspondientes mejoras.

En definitiva, figuran en el activo del balance al cierre de 2022, montes por un valor de USD 80.8 millones y tierras (con sus mejoras) por USD 151.3 millones.

Figuran en el pasivo créditos bancarios tomados por el Fideicomiso con un saldo a la fecha de cierre de USD 7.55 millones.

El patrimonio contable era algo menor a USD 230 millones, monto superior a la emisión recibida de USD 190 millones.

Un resumen del estado de resultados se presenta a continuación.

<b>Cuadro 4: Estado de Resultados Fideicomiso (miles USD)</b>			
<b>Concepto</b>	<b>31/12/2022</b>	<b>31/12/2021</b>	<b>31/12/2020</b>
Ingresos operativos	30.475	24.438	24.879
Cambio de valor activos biológicos	20.569	22.643	5.007
Costo de los bienes vendidos	(29.025)	(23.346)	(23.332)
<b>Resultado bruto</b>	<b>22.018</b>	<b>23.735</b>	<b>6.554</b>
Gastos Administración y Ventas	(4.951)	(4.357)	(4.786)
Resultados Financieros	(1.196)	(114)	185
Resultados diversos	897	2.334	(2.334)
<b>Resultado del periodo antes IRAE</b>	<b>16.769</b>	<b>21.598</b>	<b>(381)</b>
IRAE	1.791	(2.169)	(4.407)
<b>Resultado del ejercicio</b>	<b>18.560</b>	<b>19.429</b>	<b>(4.788)</b>
Revaluación propiedad, planta y equipo	4.416	29.837	(7.183)
IRAE diferido asociado	(302)	(3.538)	3.869
<b>Resultado integral del periodo</b>	<b>22.674</b>	<b>45.727</b>	<b>(8.103)</b>

Fuente: EE.CC del Fideicomiso

Puede observarse un fuerte incremento de los ingresos operativos, explicado casi totalmente por venta de madera. El otro rubro relevante es el cambio de valor en los activos biológicos. La estructura de resultados es similar a la del año anterior; la principal diferencia la constituye el monto de revaluación de la propiedad que resultó sensiblemente menor al del año 2021 lo que explica la diferencia en el resultado final que, sin embargo, sigue siendo positivo.

## Riesgos considerados

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

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

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

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

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

### 1. Evaluación de la rentabilidad de la inversión y 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. Se presenta en esta oportunidad (marzo de 2023) una nueva actualización del flujo financiero con datos reales a diciembre de 2022 y proyectando hasta la culminación del fideicomiso en 2036.

El operador en esta nueva 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 2023 y hasta la finalización del Fideicomiso en 2036. 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>7</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 (6,6%), 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 2036.

En base a esta proyección, la TIR para todo el período del Fideicomiso en el escenario más probable sería de 6,0%, levemente más baja que la estimada un año atrás (6,6%).

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

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 mínimo del rango que la calificadora en general utiliza para las proyecciones (entre 3 y 4%).

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 (4,6%).

## 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>8</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

<sup>8</sup>. A. Damodaran, "Estimating Equity Risk Premiums" Stern School of Business.

rf: 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 (Rm) – Rf: 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)

Erp: 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 Damodaram, 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 mayor a la última TIR estimada para el escenario más probable (6,0%), lo que indica que la inversión tendría una rentabilidad menor a este costo de oportunidad<sup>9</sup>.

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>10</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 si en este caso costo de oportunidad, pero solamente está contemplado el riesgo país.

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>9</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>10</sup>. Curva Spot de Rendimientos de Títulos Soberanos Uruguayos emitidos en moneda nacional indexada a la inflación o en dólares, según sea el caso

### 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>.

- Compra de tierras: cumplido desde el comienzo del proyecto.
- Área plantable: A diciembre de 2022 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 fueron 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. Hubo desvíos mayores en 2022, pero adecuadamente justificados.
- Incremento Medio Anual de las plantaciones: El IMA registrado durante la última medición (setiembre de 2022), 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 2022	3.328	2.957
Aprovechamiento forestal (%)	60%-65%	58%
Superficie total	47.281	46.272
Superficie de bosque (actual)	31.300	27.236

El 40% 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. En los últimos dos años ya los incrementos en los precios de la tierra cumplen con dicho porcentaje.

Al cierre del año 2022 los ingresos por ventas de madera se ubicaron en USD 30 millones proviniendo en mayor medida de madera para pulpa con destino a las plantas de celulosa y en menor medida por las exportaciones de madera aserrable de Pino.

Se detalla a continuación la comparación de lo presupuestado de ingresos para el para el año 2022 y lo real obtenido.

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

## Cuadro 7. Ventas brutas y presupuesto 2022 (USD).

	Real	Presupuesto	Diferencia
Eucaliptus Pulpa 2021	4.633.351	5.029.790	-396.439
Eucaliptus Pulpa 2022	13.148.770	8.950.376	4.198.394
Pino Exportación +20	12.342.721	8.395.318	3.947.403
Pastoreo	363.732	329.881	33.851
Bonos de carbono	0	900.000	-900.000
<b>Total</b>	<b>30.488.574</b>	<b>23.605.365</b>	<b>6.883.209</b>

Fuente: el operador

Como puede observarse en el cuadro, los ingresos reales durante el 2022 estuvieron muy por encima de lo presupuestado (+35%), explicado por mayores exportaciones de pino y también por mayores ventas e madera con destino a la producción de celulosa (madera a plantas de celulosa y chips para exportación).

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 del año, con lo real.

## Cuadro 8. Costos e Inversiones reales y presupuesto 2022.

	Real	Presupuesto	Diferencia
Costos de Producción	23.258.698	14.843.978	8.414.720
Inversiones Implantación	4.259.599	4.500.361	-240.762
Inversiones Manejo	1.977.044	1.933.974	43.070
Gastos	3.700.912	3.341.485	359.427
<b>Total</b>	<b>33.196.253</b>	<b>24.619.798</b>	<b>8.576.455</b>

Fuente: el operador

Las inversiones en implantación y en manejo, estuvieron relativamente alineadas con el presupuesto, y los gastos levemente por encima. Por su parte los costos de producción estuvieron muy por encima del presupuesto (+57%), lo que se explica por las mayores cosechas y exportaciones de pino, así como también las exportaciones de chips que no estaban previstas.

Si fideicomiso terminó en año con un resultado de gestión levemente negativo, aunque un poco mejor a lo proyectado, sin considerar la revaluación de los bosques. Como ya fuera comentado, el plan de negocios se encuentra en plena etapa de reconversión con importantes costos de inversión, por lo que están previstos resultados financieros negativos en estos primeros años.

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

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) E. grandis: la especie objetivo del plan de negocios, la que se busca maximizarse en área plantada, con destino a la producción de madera sólida. Las primeras plantaciones tienen 5 años de edad y comienzan a adquirir volumen comercial. La curva de crecimiento se proyecta dentro de lo esperado.
- (2) E. dunnii: destino 100% pulpable plantado en áreas no aptas para E. Grandis. Las de mayor edad fueron adquiridas en pie por el fondo y las plantadas por el fideicomiso tienen 5 años. Las mediciones al 2022 sitúan a los bosques en la curva mínima.
- (3) Pino taeda: destino madera sólida. Compradas en pie. Las mediciones al 2022 sitúan a los bosques con edades comerciales con volúmenes en la zona superior de la curva más probable..

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

Se presenta una nueva tasación de la tierra y las plantaciones del Fideicomiso a diciembre de 2022. Al igual que en el año anterior se presentan dos tasaciones realizadas por empresas diferentes, que fueron las mismas que en el año 2021 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.

Las tasaciones de las plantaciones refieren a una fotografía al 31 de diciembre de los bosques existentes a esa fecha, por lo tanto respecto de la tasación del año anterior consideran el crecimiento biológico de los árboles y también la variación en el número de hectáreas.

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
2022	245,1
<b>Variación anual 2022/2016</b>	<b>7,3%</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 2022 estimó un valor total para los activos al 31 de diciembre de 2022 de 245,1 millones de dólares, un valor muy superior al del año anterior (23,4%). La evolución muestra una tendencia creciente del activo, el cual punta a punta viene creciendo a un 7,3% acumulativo anual, explicado básicamente por el crecimiento de los montes, y en este caso también por los bonos de carbono.

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 estima 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 en primer lugar por los bonos de carbono, y en segundo lugar por la valorización de los montes forestales.

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

	2021	2022	Variación
Producción de madera	63,63	80,76	26,9%
Pastoreos	2,60	3,02	16,2%
Créditos de carbono	1,45	27,60	1803,4%
Valor de la Tierra	130,99	133,72	2,1%
<b>Total</b>	<b>198,67</b>	<b>245,10</b>	<b>23,4%</b>

Fuente: Care en base a las tasaciones 2021 y 2022

Nota: en 2022 se vendieron 4 predios por un total de aproximadamente 1.050 hectáreas por lo que ambas tasaciones no son totalmente comparables.

Bajo estos supuestos, el valor de tasación de las tierras y bosques del fideicomiso a diciembre de 2022 es de 245,10 millones de dólares, compuesto de 80,76 MM de bosques, 27,6 MM de certificados de carbono, 3,02 MM por pastoreos y 133,72 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 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 eucalipto y de pino. Como ya fuera comentado el plan de negocios supone la sustitución de los pinos por eucaliptos manejados para la obtención de madera de calidad. Si bien el objetivo de largo plazo será la madera sólida de eucalipto el patrimonio adquirido tenía 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 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).

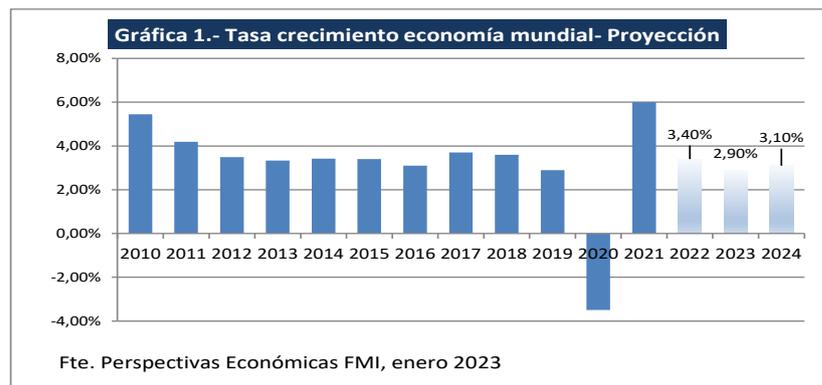
El incremento de la demanda enfrenta una oferta que se ha visto limitada por crecientes medidas de protección de los bosques nativos, así como también el control que se realiza sobre los de rendimiento. Por su parte, las políticas destinadas a atenuar los impactos del cambio climático también promueven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



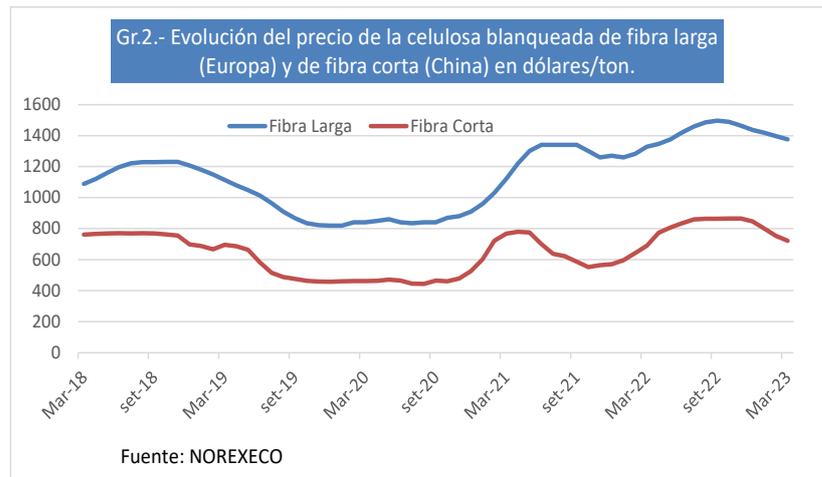
Las perspectivas son inciertas, por un lado sería positivo un impulso más fuerte de la demanda reprimida en numerosas economías o a una caída más acelerada de la inflación, pero por otro lado podrían resurgir los riesgos de una evolución sanitaria severa en China que podría frenar la recuperación, una 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>12</sup> (principal cotización internacional, correspondiente a pulpa de coníferas de fibra larga en Europa), y de la BHSK<sup>13</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. 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.

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

<sup>13</sup>. Bleached Hardwood Kraft Pulp. Pulpa de celulosa blanqueada de fibra corta.



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.

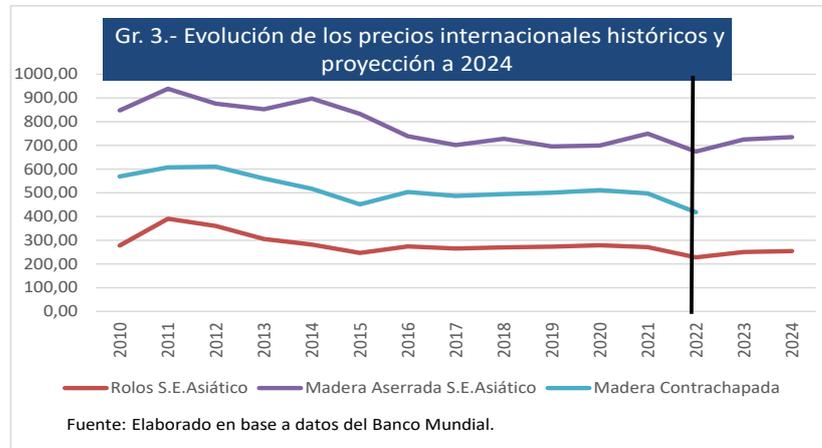
Algunas proyecciones a las que CARE tuvo acceso, estiman que la tendencia descendente en los precios de la celulosa continuaría, para estabilizarle finalmente levemente por encima de los valores promedio de los últimos 6 años (8,3% por encima para el caso de la fibra larga y 2,4% por encima para la fibra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

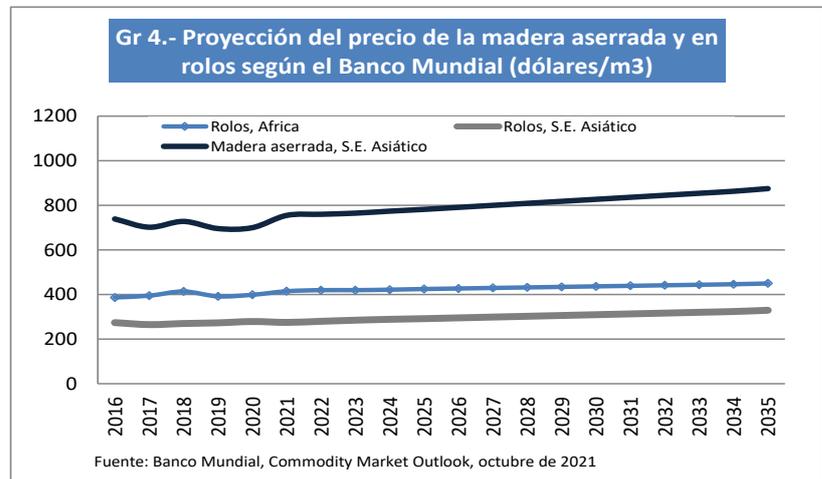
Para el caso de la madera de eucaliptus en bruto con destino aserrío, el comportamiento de los precios y de la demanda ha mostrado una evolución similar al de la celulosa, aunque menos marcada, observándose el inicio de recuperación unos meses antes que en el caso de la celulosa. Tras un comienzo de 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 eucaliptus, 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>14</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>14</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 OPYPA

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

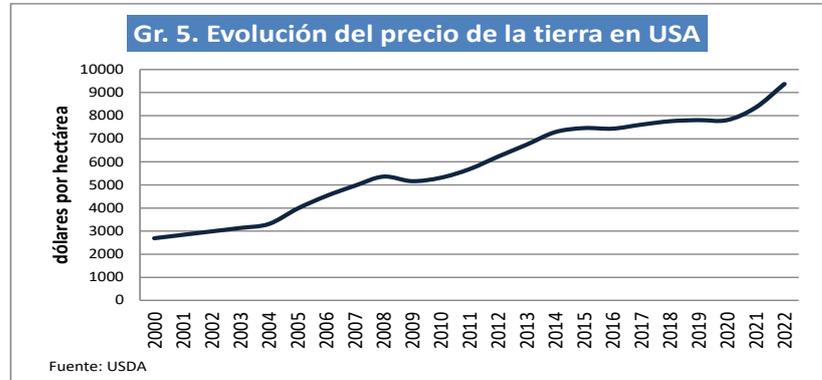
Las perspectivas de demanda internacional por tierra siguen siendo alentadoras y ubicarían los precios en niveles crecientes para el corto y mediano plazo, pero a tasas más moderadas que en el pasado. Esto es consecuencia de las dificultades que existen para la expansión de la frontera agrícola, sumado 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.

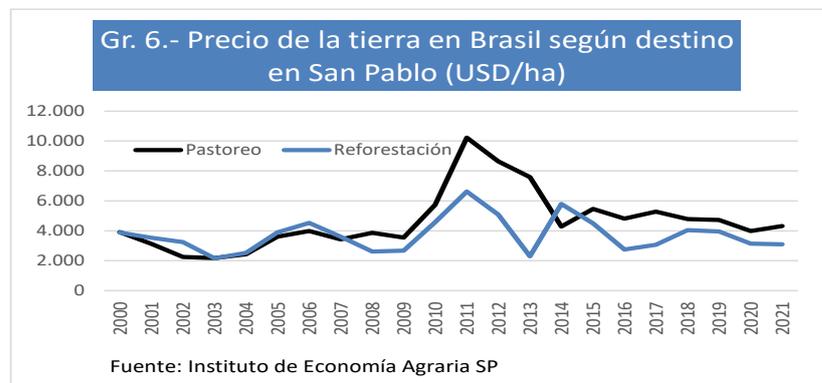
En lo que respecta al precio de la tierra en Estados Unidos, en lo que va del siglo XXI se observa una continua fase ascendente, con alguna excepción (2009 y 2015) en donde se verificaron mínimas reducciones, pero que no modifican la tendencia. El precio en Estados Unidos cayó únicamente en los primeros 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.

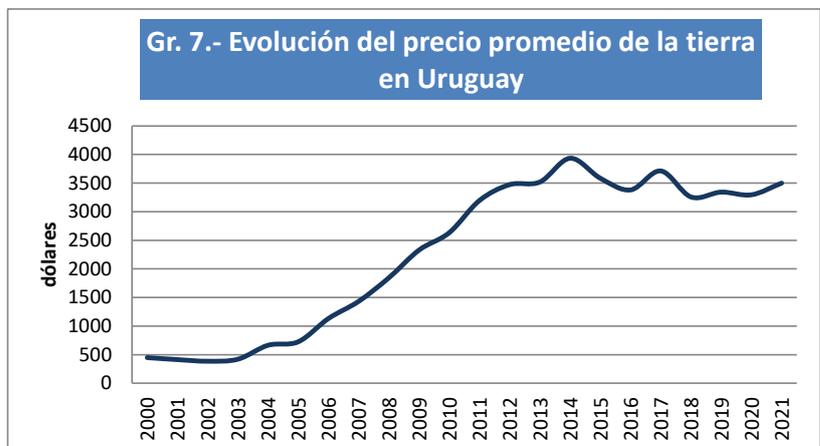
La particular situación de Argentina hace imposible disponer de una serie de precios actualizada y confiable de la tierra. La alta volatilidad de las políticas, las elevadas detracciones a las producciones agrícolas, los desajustes macroeconómicos y las restricciones al manejo de las divisas, generan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

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>16</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>15</sup> "Precio de la Tierra" Comprventas año 2021, publicado el 29 de marzo de 2022.

<sup>16</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>17</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>18</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:

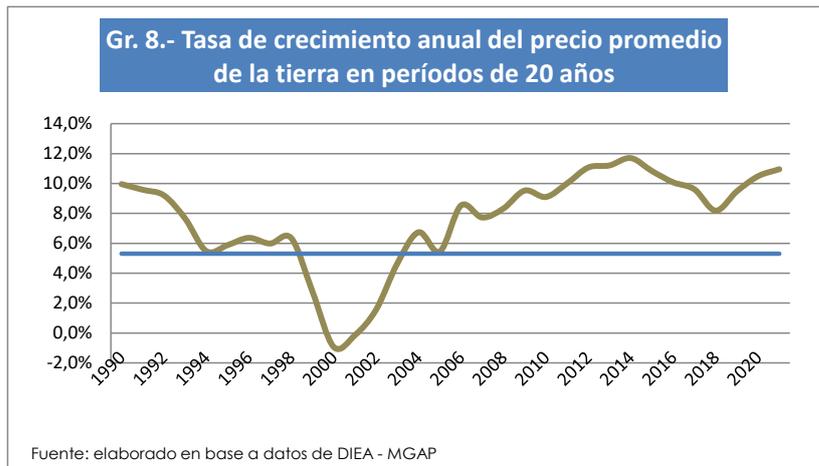
- En promedio, la evolución anual del precio de la tierra en períodos móviles de 20 años fue de 7,6%.
- La tasa anual de crecimiento solamente fue menor al 3% para el caso de los campos que se vendieran en 1999 y 2002, o sea que se hubieran comprado en 1979 y 1982.
- Para el resto del período, el crecimiento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

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).

<sup>17</sup>. SERAGRO, Agroclaro, Consur y operadores privados

<sup>18</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>19</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 sin cambios legislativos. El proyecto proponía limitar la plantación de montes forestales a las tierras de prioridad forestal, así como poner un tope para la superficie total forestada de un 10% de la superficie agropecuaria del país. Si bien esta Ley no hubiera afectado a este emprendimiento, su aprobación implicaba una regulación que podía tener efectos sobre el sector forestal en un futuro. Al haber sido vetada la norma propuesta, al menos por el momento, quedan despejadas las dudas respecto del mantenimiento de la política forestal.

<sup>19</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.

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

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>20</sup> de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.*

Comité de Calificación



Ing. Julio Prevo



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrián Tamber

<sup>20</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.**