

**ACTUALIZACIÓN DE  
CALIFICACIÓN DE RIESGO DE  
CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN  
EN EL DOMINIO FIDUCIARIO  
DEL “FIDEICOMISO FINANCIERO  
FORESTAL BOSQUES DEL  
URUGUAY 4”**

*Montevideo, abril de 2023*

---

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

---

## Actualización de la Calificación Emisión de Oferta Pública 26 - abril - 2023

<b>Denominación:</b>	Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 4
<b>Fiduciario:</b>	EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A.
<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 S.A.
<b>Entidad Representante:</b>	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.
<b>Títulos emitidos:</b>	Certificados de participación escriturales
<b>Moneda:</b>	Dólares americanos
<b>Importe de la emisión:</b>	USD 330.000.000
<b>Fecha de Suscripción:</b>	10 de abril 2019.
<b>Distribuciones:</b>	Cuando existan Fondos Netos Distribuibles según resultados y a partir del tercer año, de acuerdo a procedimiento establecido.
<b>Activos del Fideicomiso:</b>	Tierra y bosques forestales.
<b>Plazo de vigencia del fideicomiso:</b>	máximo de 30 años.
<b>Vigencia de la Calificación:</b>	30 de noviembre de 2023.
<b>Calificación de Riesgo:</b>	BBB+.uy <sup>1</sup>
<b>Comité de Calificación:</b>	Julio Preve, Martín Durán Martínez y Adrián Tamber.
<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 Forestal Bosques del Uruguay 4" manteniendo la categoría BBB+.uy de grado inversor.***

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

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico ofrece las garantías necesarias tal como se aprecia en el informe jurídico del Anexo I de la calificación original.
- Un proyecto que desde el punto de vista físico y económico supera diversas pruebas a los que razonablemente la emisora y la calificadora han sometido el proyecto. En marzo de 2023 el operador presentó un nuevo ajuste a las proyecciones financieras estimando ahora una TIR de 8,6% para el escenario más probable, que es menor a la estimada en 2022 (8,9%), pero igualmente atractiva.
- Un proyecto que en sus líneas fundamentales repite otros tres con el mismo negocio y actores intervinientes, en los que se vienen cumpliendo sin mayores inconvenientes los planes de negocios establecidos. Todos los fideicomisos tienen nota de grado inversión y son calificados por CARE. Los desvíos observados han sido debidamente justificados por el operador y el comité de vigilancia, responden a situaciones coyunturales del mercado, y en principio no generan cambios en la marcha del proyecto.
- Un negocio compuesto por la adquisición de 55.365 hectáreas de tierras forestales sobre las cuales a diciembre de 2022 hay plantadas 33.712 has, y hay 1.489 disponibles para plantar, con lo que se obtendrá un aprovechamiento promedio del 64%. El Fideicomiso también arrienda un total de 6.030 hectáreas de las cuales hay plantadas unas 3.539. El área forestada, entre los campos propios y arrendados, será del orden de las 39.000 hectáreas.
- En este caso, se adquirió una extensión de tierras con un negocio en marcha, con la cual se mitigaron considerablemente los riesgos de adquisición y plantación, aunque el plan de negocio considera la reconversión de buena parte del área que estaba plantada con pinos, para ser plantada con eucaliptus para obtener mayoritariamente madera de calidad.
- 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.

- Se destaca la alineación de incentivos entre el Fideicomiso y el Administrador ya que este último adquirió Certificados de Participación (CP) por el 0,6% del monto total de la oferta pública en la primera emisión. Asimismo, Agroempresa Forestal se obliga a adquirir en cada año en el mercado secundario, los CP que sean ofrecidos, por un monto equivalente al 0,6% de la emisión inicial, hasta completar una participación total del 3% al quinto año de la fecha de emisión. A diciembre de 2022 la empresa ya ha adquirido CPs de los Fideicomisos “Bosques del Uruguay” por unos 11,5 millones de dólares.
- El año 2022 estuvo marcado por dos periodos muy diferentes, un primer semestre con demanda sostenida desde el mercado externo, principalmente India demandando madera de pino, y un segundo semestre en el que la demanda estuvo muy débil, lo que llevó a prácticamente detener las cosechas y exportaciones a partir de agosto. En consecuencia, las ventas totales de madera se ubicaron un 22% por debajo de lo presupuestado, con desvíos principalmente ocasionados en las ventas de exportación de eucaliptus. Esto fue consecuencia del contexto económico recesivo global, que afectó particularmente al mercado de China en el segundo semestre. Asimismo, el aumento de los costos operativos, la debilidad del dólar y las dificultades logísticas redujeron los márgenes unitarios, generando ciertas tensiones en el flujo de caja. En el total del año el resultado de gestión<sup>2</sup> fue de US\$ -1,80 millones, cuando se había previsto que fuera de +1,03 millones de dólares, sin considerar los resultados de las tasaciones.
- Como consecuencia de que no se han conseguido a tiempo algunas autorizaciones y por lo tanto no se pudo plantar lo previsto originalmente, las inversiones en plantaciones estuvieron sensiblemente por debajo de lo presupuestado, un 55% menos de superficie que lo proyectado. Los costos por hectárea de plantación fueron mayores a lo presupuestado, lo que se explica por la compra de plantines que no se pudieron plantar por la falta de las autorizaciones.
- Se sigue avanzando en la implementación del proyecto industrial Olimar. Se inició la realización de las fundaciones para la planta, se seleccionó el director de obras y la jefa de planta, ya están en el país los contenedores con los equipos y está pronta la caldera. La construcción de la planta viene avanzando de acuerdo con el cronograma establecido, esperando iniciar la producción a fines del tercer trimestre 2023.
- Se presenta una nueva tasación de las tierras y bosques del fideicomiso a diciembre de 2022, realizada por las mismas dos empresas que tasaron los activos en el año 2021. Una consultora nacional, Agroclaro tasó las tierras y una empresa neozelandesa (Woodlands Pacific) tasó los bosques. Esta tasación arrojó un valor total de 452,6 millones de dólares, conformado por 161,05 millones por la tierra, 3,16 millones por ingresos futuros de los pastoreos y 288,43 millones por concepto de ingresos forestales. La nueva tasación da cuenta de un aumento del 11,9% en el total, explicado en mayor medida por el incremento en el valor de los montes forestales. El patrimonio que surge de los Estados Contables del fideicomiso al 31 de diciembre de 2022 era de USD 463.66 millones, valor muy superior a la emisión recibida de USD 330 millones.

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

- El año 2022 estuvo marcado por las consecuencias del conflicto entre Rusia y Ucrania, el enfriamiento de la economía global, y de China en particular, así como las medidas de Covid cero implementadas por éste último. Estos fenómenos generaron cambios en la economía y el comercio mundial y una mayor volatilidad en los precios. En la primera mitad del año primó el conflicto bélico y en consecuencia se generaron aumentos en los precios de las materias primas y la energía, lo que generó una mayor inflación internacional. Por otra parte, las medidas para controlar la inflación generaron una apreciación internacional del dólar. En el segundo semestre, tuvieron mayor incidencia los factores depresivos sobre los precios, especialmente lo referente al crecimiento de la economía mundial y la fuerte reducción de la demanda de China.
- En particular, el segundo semestre del 2022, las medidas tomadas por China tuvieron un impacto muy significativo en las importaciones de algunos productos por parte de ese país, afectando entre otros a la demanda por madera en bruto de pinos y eucaliptus. Por su parte, el mercado de la India mantuvo su demanda por pinos -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, ya se han despejado las amenazas que se habían creado respecto de un posible cambio en la política hacia el sector forestal. En este caso particular, los montes ya están implantados y si bien ya estarían otorgados todos los permisos y las autorizaciones previas, están surgiendo dificultades al momento de realizar las reforestaciones, como resultado de la aplicación del decreto 405/21 de diciembre de 2021.

## I. INTRODUCCIÓN

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

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para actualizar la calificación de los certificados de participación en el dominio fiduciario del fideicomiso financiero nominado "Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 4".

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 T.I.R.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 Durán Martínez, Julio Preve y Adrián Tamber. Asimismo CARE contrató los servicios del Dr. Leandro Rama, para la evaluación del riesgo jurídico en ocasión de la calificación original. Asimismo contrata regularmente cuando lo entiende necesario informes de campo adicionales y realiza vistas a los predios.

Más allá de las actualizaciones de norma la calificación puede variar ante la aparición de hechos relevantes. Se considerará un hecho relevante la evolución semestral del plan de negocios previsto en el Prospecto.

## 2. Antecedentes generales y hechos salientes del período

### a. Antecedentes generales

- El Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 4 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 III, que emitieron certificados de participación en agosto de 2011, en octubre de 2014 y en diciembre de 2016 por un monto de 50, 70 y 190 millones de dólares respectivamente. Estos fideicomisos, con idéntica administración que la del presente, vienen cumpliendo a satisfacción con los planes de negocios originales, análogos al que se presenta en esta oportunidad.
- El desarrollo del emprendimiento forestal comienza con la adquisición de tierras y bosques, sigue con el manejo silvicultural de los árboles y culmina con la cosecha y comercialización de la madera, sea ésta con destino a la producción de pulpa de celulosa o el aserrío.
- El plazo del Fideicomiso es de 30 años como máximo, o hasta el momento en que se liquiden en forma total los Certificados de Participación emitidos por el Fiduciario, y se cancelen las demás obligaciones del Contrato. No obstante, en virtud del alcance del proyecto y la edad actual del activo que se adquirió, se estima una inversión con una duración aproximada de 20 años.
- El Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 4, quedó constituido el 17 de diciembre de 2018, 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 la emisión se adquirió un patrimonio que ya se encontraba forestado y en plena operación. Se compraron un total de 55.365 hectáreas, integrado por dos bloques: el Norte (Terena) con 18.802 hectáreas y el Noreste (Guanare) con 36.563 hectáreas. Los campos del Bloque Noreste se encuentran en Cerro Largo y Treinta y Tres y los del Bloque Norte en Tacuarembó y Rivera.
- La superficie plantada en campo propio actualmente es de unas 33.712 hectáreas y hay aproximadamente 1.489 hectáreas disponibles para plantar, lo que arrojaría un aprovechamiento promedio de 64%. Aproximadamente el 33% de la superficie sigue siendo de pino (11.400 has aproximadamente).



- El Fideicomiso arrienda también actualmente un total de 6.030 hectáreas de las cuales hay hoy plantadas unas 3.539. Los campos arrendados se encuentran en los departamentos de Cerro Largo, Treinta y Tres, Tacuarembó, Rivera y Durazno.
- Al cierre del proyecto el ingreso total estimado por ventas corresponderá en un 51% a la venta de madera, un 33% a la venta de bosques en pie, y finalmente un 15% a la venta de tierra al final del proyecto. Los ingresos por pastoreo son marginales. Estos ingresos se estimaron descontando el flujo esperado a una tasa del 6%.
- El plan de negocio supone que en la medida que se vayan cortando los montes de pino, las áreas cosechadas serán replantadas con eucaliptus orientado a la producción de madera para aserrío libre de nudos y en las zonas menos productivas se plantarán especies de eucaliptus con destino a la producción de pulpa de celulosa.
- El 28 de agosto de 2019 el Fideicomiso tomó posesión de los campos adquiridos, y se inician las operaciones por parte del Operador.
- 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 66% de sus hectáreas certificadas y se sigue trabajando en la incorporación de más predios y áreas.
- 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 (créditos de prefinanciación de exportaciones), los cuales en varias oportunidades se han ido renovando. Asimismo el Fideicomiso ha contraído un crédito de largo plazo que se viene amortizando sin inconvenientes. En todas las oportunidades, se ha contado con la aprobación del comité de vigilancia y el fiduciario lo ha comunicado a la Calificadora.
- El 28 de diciembre de 2020 se realizó una Asamblea de Titulares de los Certificados de Participación con la representación del 100% y se decidió modificar algunos términos y condiciones de los CPs. Los cambios refieren a la modificación de la paramétrica del ajuste de los honorarios de Agroempresa Forestal y también se acordó subir información una vez por año de los Fideicomisos a la WEB de Bosques del Uruguay.
- El 7 de Setiembre de 2021 se realizó la escrituración judicial de los padrones que faltaban por no tener certificado de BPS, con lo cual la totalidad del área quedó a nombre del fideicomiso.
- En enero de 2022 se firmó una nueva modificación del contrato de Fideicomiso cuyo principal objetivo fue el de incluir dentro del Plan de Negocios la realización de "Proyectos Industriales" que permitan la percepción de un mayor retorno a los inversores. Esta modificación fue realizada para habilitar avanzar en el proyecto Olimar, el cual consiste en la inversión de una planta de debobinado de rolos de eucaliptos.

- El 16 de junio de 2022 la asamblea de beneficiarios aprobó por unanimidad la venta anticipada de un predio de 139 háts ubicado sobre la Ruta 27 a 3 km de la ciudad de Rivera. La decisión para esta venta, que cuenta con el visto bueno del comité de vigilancia, se sustenta en que el establecimiento está muy cerca de la ciudad de Rivera y por lo tanto sería muy difícil reforestarlo por el riesgo de incendio en cercanías de los centros poblados. Por otra parte ese predio tendría un importante valor inmobiliario.
- En la Asamblea del 16 de junio de 2022 también se aprobó por mayoría la ejecución del Proyecto Olimar, el que se financia con un préstamo de largo plazo (10 años), que ya está concedido.

### **b. Hechos salientes del período**

- En cuanto a los temas operativos para la puesta en marcha del proyecto Olimar, en el período informado se han registrado los siguientes avances:
  - o Se hizo la selección de la Dirección de Obra.
  - o Comenzó a realizarse el movimiento de suelos para realizar las fundaciones, hormigón y galpón de la planta industrial.
  - o Ya llegaron al país desde China los 10 contenedores con los equipos.
  - o Está finalizada la construcción de la caldera y disponible para su traslado a Treinta y Tres.
  - o Se hizo la selección de la jefa de planta.
  - o Se estima que la planta comience a operar al fin del tercer trimestre del año 2023.
- En 2022 se reforestaron 724 hectáreas, unas 889 menos que lo presupuestado. Esta significativa reducción en el área reforestada se debió principalmente a no haber conseguido las aprobaciones de los permisos de plantación por parte de la DINACEA (Dirección Nacional de Calidad y Evaluación Ambiental). Se espera obtener los permisos durante el primer trimestre de 2023. Esta demora en los permisos tuvo como consecuencia una importante pérdida de plantines que fueron encargados y pagados a los viveros y debieron descartarse. Esta pérdida significó un importante aumento en el costo de plantación por hectárea.
- Los ingresos del fideicomiso por las ventas de madera al cierre del 2022 se ubicaron un 22% por debajo de lo presupuestado totalizando los US\$ 37.5 millones. El desvío a la baja se debe en primer lugar a la reducción de las exportaciones de eucaliptus y en menor medida a menores colocaciones de pulpa y de pino en el mercado interno. Por su parte, los ingresos por exportaciones de pino cerraron el año en línea con lo presupuestado, aunque se exportó menos en volumen, gracias a los mejores precios obtenidos, y prácticamente todo en el primer semestre. En lo referente al mercado externo de eucaliptus, este producto se vio particularmente afectado por la situación de desaceleración de la economía mundial y las compras de China en particular, mercado que estuvo particularmente muy deprimido.

- Los costos de producción, cerraron el año un 15% por debajo de lo presupuestado, explicado por la menor actividad que incide en los costos de fletes y de exportación de eucaliptus. Por su parte, las tarifas de cosecha y de fletes se vieron incrementadas como consecuencia del aumento de los precios del gasoil, la mano de obra y la caída del dólar en términos nominales con respecto al peso uruguayo. Esta situación ha contribuido a deteriorar los márgenes unitarios, lo que responde seguramente a un aspecto coyuntural. Los costos generales fueron también mayores a lo presupuestado, lo que en gran medida se explica por las gestiones relacionadas con el proyecto Olimar, que no habían sido presupuestadas.
- Para el año el resultado de gestión fue de USD -1,8 millones (frente a una presupuestación de +1,03 millones), consecuencia de una importante reducción en las ventas realizadas, un menor margen bruto por unidad vendida, y mayores gastos fijos, de mantenimiento y pago de intereses.
- En diciembre se realizó la auditoría de prendimiento de las plantaciones del otoño de 2022 observándose un resultado del 92%, superándose con creces el porcentaje prendimiento objetivo del 80%.
- El área bajo pastoreo mejoró sensiblemente, en el segundo semestre del año, lográndose una ocupación del 91% del potencial.
- 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.
- A diciembre de 2022 el operador informa que en general las plantaciones se encuentran en buen estado sanitario. También informa que hay 97 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.
- Se presentó una nueva tasación de los campos y bosques del fideicomiso a diciembre de 2022, realizada por las mismas dos empresas que tasaron el activo en 2021. La consultora nacional Agroclaro tasó las tierras y una empresa neozelandesa (Woodlands Pacific) tasó los bosques. Esta tasación arrojó un valor total de 452,64 millones de dólares, conformado por 161,05 millones por la tierra, 3,16 millones por ingresos futuros de los pastoreos y 288,43 millones por concepto de ingresos forestales.

### 3. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- Balance con informe de auditoría al 31 de diciembre de 2022 de Agroempresa Forestal.
- Estados Contables del Fiduciario al 31 de diciembre de 2022.
- Estados Contables del Fideicomiso al 31 de diciembre de 2022.

- Informes del operador, el último a diciembre de 2022.
- Informes del Comité de Vigilancia, el último a diciembre de 2022.
- Calificaciones y actualizaciones de los Fideicomisos Financieros Forestales Bosques del Uruguay I, II y III realizadas por CARE.
- 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 4, 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 4

**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:** Agroempresa Forestal S.A.

**Títulos emitidos:** Certificados de participación

**Activos del Fideicomiso:** El Fideicomiso invirtió en la compra y arrendamiento de inmuebles rurales para desarrollar una explotación forestal.

**Moneda:** Dólar fondo

**Importe de la Emisión:** USD 330.000.000

**Distribuciones:** Toda vez que existan Fondos Netos Distribuibles luego de cada cierre de ejercicio, o al procederse a la venta de activos del Fideicomiso o por la distribución final de Fondos Netos Remanentes. (Entre los años 0 a 2, no habrá distribución de fondos aún en el caso de que existan ya que los mismos se destinarán al financiamiento del plan de negocios).

**Calificación de Riesgo:** BBB+.uy

## 2. El análisis jurídico

El análisis jurídico se agregó en el Anexo I ("Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 4". Informe Jurídico). El mismo descartó cualquier eventualidad de conflictos derivados por ejemplo de la construcción jurídica, los contratos respectivos, el cumplimiento con normas vigentes, etc.

Al inicio del informe, en la misma introducción planteaba que *"de la compulsión de toda esta documentación, como concepto general se puede adelantar que se cumplen las disposiciones legales y reglamentarias disciplinadas para el fideicomiso financiero, tanto en cuanto a su constitución formal y aspectos relacionados con la capacidad y legitimación de los contrayentes. En cuanto al fondo, no se advierten obstáculos jurídicos que impidan o pongan en riesgo el rendimiento esperable bajo los certificados de participación a emitirse."*

El informe finalmente concluye: ***"...En conclusión y contemplando todos los aspectos involucrados, el negocio fiduciario cuenta con un razonable grado de cobertura, no advirtiendo riesgos jurídicos relacionados con 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, II y III se concluye que *el riesgo jurídico de estructura se considera prácticamente inexistente.*

**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, puede llevar un tiempo difícil de determinar. *El riesgo es medio bajo.*

### III. LA ADMINISTRACIÓN

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

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

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

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

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

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

#### Situación económica y financiera

El análisis de los EE.CC al 31 de diciembre de 2022 sigue mostrando una sólida situación de solvencia aunque registra un déficit en el periodo producto no de sus operaciones corrientes sino explicado por resultados financieros. El ratio de liquidez se mantiene por debajo de la unidad. Cabe mencionar que el activo no corriente se compone en buena medida por los depósitos en garantía a que está obligada la firma, según normativa vigente, por los fideicomisos que administra y en consecuencia son de disponibilidad restringida. Esto explica los pasivos financieros, que son contraídos para constituir estas garantías y que una vez liberadas, los mismos son cancelados. En cuanto a la eventual necesidad temporal de fondos para atender obligaciones de corto plazo, la firma cuenta con financiamiento con partes relacionadas por lo que el riesgo de liquidez es muy acotado.

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

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

Fuente: EE.CC EFAM

Los resultados al término del ejercicio 2022 muestran una caída importante respecto al mismo periodo del año anterior, explicado básicamente por los resultados financieros como se aprecia en el cuadro siguiente.

**Cuadro 2: Estado de Resultados de EFAM (miles de \$)**

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

Fuente: EE.CC de EFAM

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

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

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

La empresa operadora ya ha sido analizada por CARE en ocasión de la calificación original de este fideicomiso y otros tres análogos y sus sucesivas actualizaciones. En todas las ocasiones la evaluación de la firma en cuanto a su capacidad de llevar adelante los distintos proyectos ha sido positiva por lo que de aquí en más solo se hará un seguimiento de la misma, alertando ante la ocurrencia de algún hecho relevante que justifique una revisión de dicha opinión.

El propio desempeño constatado por CARE en ocasión de la revisión de la evolución de cada uno de los proyectos se constituye en la mejor fuente de información disponible para evaluar su capacidad.

Sintéticamente se recuerda que AF Global SRL es la empresa holding bajo la cual opera AF Administraciones Forestales. Las otras dos divisiones son La Novillada (control de malezas y venta de agroquímicos) y AF Maderas focalizada en la exportación de rolos para aserrío y ventas de madera en el mercado doméstico.



AF inicia sus operaciones en Uruguay en el año 2000; en el 2007 lo hace en Chile y en 2010 en Brasil. Sumando los tres países, AF llegó a gestionar más de 100.000 hás.

En Uruguay, siendo el antecedente más relevante, AF administra, entre otros, el patrimonio de cuatro fideicomisos calificados por CARE (incluyendo este) que entre todos sumaron un valor original superior a los USD 630 millones. Todos ellos han sido calificados con nota de grado inversor debido a su, hasta la fecha, correcto desempeño.

Con motivo de la puesta en marcha del cuarto fideicomiso, AF asumió la necesidad de reestructurar su organización adaptándola a las nuevas y crecientes necesidades. En tal sentido, se contrató una consultoría a la firma Deloitte para que sugiriera las mejoras que AF debía hacer en este sentido.

El trabajo insumió seis meses y del mismo surgieron una serie de recomendaciones ya detalladas en la anterior actualización. En términos generales las mismas han sido implementadas y tal como fue expresado en anteriores informes de actualización por lo que no cabe reiterarlas acá.

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

La nueva estructura, complementaria y de apoyo a la estructura empresarial, ha quedado definida y periódicamente se informan de eventuales cambios en distintas posiciones profesionales que la integran. En esta oportunidad, la firma informó a CARE que en el período no se han registrado cambios de entidad en la estructura del equipo.

### Figuras clave

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

- Sigue siendo la figura clave el **Ing. Agr. Francisco Bonino** como Presidente del Directorio e integrante del Comité de Auditoría.
- **Ing. Industrial Mecánico, Dan Guapura**, Gerente General
- **Economista Msc. María Stella**, a cargo del reporting a los inversores, las valuaciones anuales (Bevsa/Independientes/AF), las proyecciones financieras y la evolución de las variables claves (precios, transacciones comparables, etc).

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

### Situación económica financiera

La firma cierra balance el 31 de diciembre; en la oportunidad se contó con el último cierre disponible auditado por Price waterhouse Coopers Ltda al 31/12/2022.

De acuerdo a los mismos, la firma muestra una evolución patrimonial positiva y creciente, consistente con la evolución de resultados obtenidos. Cabe destacar su participación en los 4 fideicomisos que administra, contabilizando en su activo al cierre del ejercicio 2022 un total de CP's, emitidos por EFAM, por un valor del orden de USD 11.5 millones.

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

## El Fideicomiso

Con fecha 17/12/2018 se celebró el contrato de Fideicomiso entre EFAM (fiduciaria) y AF (administrador). El 18/3/2019 el BCU autorizó la inscripción del Fideicomiso en el Registro del Mercado de Valores y consecuentemente la emisión de CP's por un monto de hasta USD 330 millones.

En virtud de lo antedicho, se emitieron CP's por USD 330 millones (el máximo autorizado) ya totalmente integrados en tres emisiones sucesivas realizadas entre el 11/4/2019 y 26/8/2019 y de esa forma cumplir con el inicio del plan de negocios forestal descrito en otra sección de este informe.

A continuación se presentan los EE.CC del Fideicomiso al cierre del 31/12/2022.

<b>Cuadro 3: Estado de Situación del Fideicomiso (miles de USD)</b>			
<b>Concepto</b>	<b>31/12/2022</b>	<b>31/12/2021</b>	<b>31/12/2020</b>
Activo Corriente	13.401	13.024	10.259
Activo no Corriente	471.224	422.304	411.156
<b>Total Activo</b>	<b>484.626</b>	<b>435.328</b>	<b>421.415</b>
Pasivo Corriente	9.843	11.006	8.490
Pasivo no Corriente	11.122	5.785	5.439
<b>Total Pasivo</b>	<b>20.965</b>	<b>16.791</b>	<b>13.929</b>
<b>Patrimonio</b>	<b>463.661</b>	<b>418.537</b>	<b>407.487</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>484.626</b>	<b>435.328</b>	<b>421.415</b>
<b>Razon Corriente</b>	<b>1,36</b>	<b>1,18</b>	<b>1,21</b>

Fuente: EE.CC Fideicomiso

La tasación de montes a fin del ejercicio 2022 determinó un incremento de valor del orden de USD 42.4 millones, el valor contable total al 31 de diciembre era de USD 288.43 millones. En cuanto a la tierra, las tasaciones determinaron un incremento de valor del orden de USD 6.7 millones, alcanzando un valor total de USD 161 millones.

El patrimonio contable, puede observarse en el cuadro precedente era de USD 463.66 millones, valor muy superior a la emisión recibida de USD 330 millones.

En cuanto al pasivo, se registran diversos créditos bancarios con un saldo a la fecha de cierre de USD 10.6 millones. La mayoría son de corto plazo a excepción de uno contraído en abril de 2022 por USD 5.2 millones a 10 años.

## Cuadro 4: Estado de Resultados Fideicomiso (miles de USD)

Concepto	31/12/2022	31/12/2021	31/12/2020
Ingresos operativos	37.458	43.529	27.451
Cambio valor activo biológico	42.396	(27.161)	86.949
Costo de los bienes vendidos	(30.198)	(35.441)	(19.790)
<b>Resultado Bruto</b>	<b>49.656</b>	<b>(19.073)</b>	<b>94.610</b>
Gastos administración y ventas	(10.258)	(7.876)	(7.457)
Resultados financieros	(1.253)	(224)	(131)
Resultados diversos	-	3.188	(3.188)
<b>Resultados antes IRAE</b>	<b>38.146</b>	<b>(23.986)</b>	<b>83.834</b>
IRAE	856	(391)	(2.496)
<b>Resultado del periodo</b>	<b>39.001</b>	<b>(24.377)</b>	<b>81.338</b>
Revaluación tierra	6.658	38.218	-
Impuesto diferido asociado	(536)	(2.790)	-
<b>Resultado integral del periodo</b>	<b>45.123</b>	<b>11.051</b>	<b>81.338</b>

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Los ingresos registrados en el periodo, según cuadro precedente, responden casi en su totalidad a venta de madera, marginalmente hay ingresos por pastoreos y otros. Se destaca asimismo el cambio de valor de los activos biológicos, en contraste con lo ocurrido el año anterior, al igual que la revalorización de la tierra, en este caso con signo contrario. Esto se analiza con más detalle en otra sección de este informe.

### 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 acotado. Por otra parte, se prevé su sustitución en caso de constatare desvíos que así lo justifiquen. *Riesgo bajo.*

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

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

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

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

### 1. Bienes fideicomitidos y aspectos descriptivos del proyecto

Se invirtió en la compra de un emprendimiento forestal en las condiciones previstas en el Contrato, para que integren al patrimonio del Fideicomiso y desarrollar una explotación silvícola de acuerdo a lo establecido en el Plan de Negocios.

El emprendimiento forestal ya estaba formado por lo que durante unos 20 años se realizará la explotación de los montes, que consiste en la cosecha y venta de madera, y la replantación de las áreas cosechadas con eucaliptus. Al final, se vende la tierra y los montes en pie.

### 2. Evaluación de la rentabilidad de la inversión, Tasa Interna de Retorno, riesgos asociados y sensibilizaciones

El proyecto en el prospecto original para el escenario base presentaba una Tasa Interna de Retorno del 7,67% para el inversor. Posteriormente el operador fue ajustando los flujos esperados, que vienen arrojando valores más altos para la TIR. Se presenta en esta oportunidad una nueva actualización del flujo financiero con datos reales a diciembre de 2022 y una proyección para el período 2022-2039.

El operador en esta nueva actualización 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 2039. 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>3</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 en esta oportunidad (6,6%).

Los ingresos del inversor en CPs son los proyectados en el nuevo flujo que comenzarían a partir de 2024 y terminarían con la liquidación del Fideicomiso en 2039.

En base a esta proyección, la TIR para todo el período del Fideicomiso en el escenario más probable para la calificadora sería de 8,6%, levemente más baja que la estimada un año atrás (8,9%), pero sigue siendo superior a la establecida en el prospecto.

<sup>3</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 se ha modificado en las proyecciones, y las autoridades monetarias norteamericanas mantienen sus expectativas de llevar la inflación a los valores históricos.

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

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

Fuente: El Operador

Como puede observarse la tasa de retorno esperada 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 más probable. 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 y solamente aumentara el precio de la tierra en un 1,5%.

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 seguirá siendo atractiva (7,2%).

## 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>4</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:

<sup>4</sup> A. Damodaran, "Estimating Equity Risk Premiums" Stern School of Business.

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

Donde:

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

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

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

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

A los efectos de estimar el costo de oportunidad del capital, se opta por considerar el promedio de los últimos 5 años para todas las variables, evitando minimizar las variaciones coyunturales, tanto al alza como a la baja, y tener una visión de mediano plazo. Para el promedio de los últimos 5 años (2019-2023), el parámetro "beta unlevered" de 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 menor a la última TIR estimada para el escenario más probable (7,3%), lo que indica que la inversión tendría una rentabilidad mayor al costo de oportunidad. Si bien estas comparaciones no pueden tomarse en sentido estricto, constituyen una referencia que – entre otras- ayuda a conformar un juicio acerca de la inversión.

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>5</sup>. En la actualidad la curva en UI (CUI) a 10 años se ubica en 3,24% y la curva en dólares (CUD) a 10 años está en 4,68%. La TIR esperada para el inversor en los CPs, supera en todos los casos el costo de oportunidad.

<sup>5</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 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 Fideicomiso como ya se informó se adquirieron campos ya forestados por lo tanto ya desde los primeros años ya se verifican ingresos por concepto de venta de madera.

Durante el 2022 se realizaron principalmente ventas de madera aserrable para exportación y en menor medida madera para pulpa con destino a plantas de celulosa.

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

**Cuadro 6. Ventas brutas reales y presupuesto 2022 (USD).**

	Real	Presupuesto	Diferencia
Eucalyptus Pulpa	5.816.579	8.339.375	-2.522.796
Pino Exportación y mercado interno	14.562.380	14.515.300	47.080
Eucalyptus Exportación y m. interno	14.549.609	23.841.274	-9.291.665
Ventas en pie mercado interno y Leña	2.018.509	713.462	1.305.047
Pastoreo	560.394	437.783	122.611
<b>Total</b>	<b>37.507.471</b>	<b>47.847.194</b>	<b>-10.339.723</b>

Fuente: el operador

Como ya fuera comentado, la debilidad del mercado internacional de la madera, especialmente en el segundo semestre del año, determinó una fuerte caída en las exportaciones del fideicomiso, especialmente en lo que tiene que ver con la madera para aserrío de eucaliptos. En relación a las ventas de madera de pinos, éstas culminaron en línea con las previsiones, pero con márgenes muy estrechos, especialmente en lo comercializado en el segundo semestre del año.

El retorno de la inversión depende en un 84% a la venta de madera y montes, la que se realizará más adelante, cuando se complete la reconversión y desarrollen los bosques; las ventas actuales corresponden a bosques que ya estaban instalados en los predios comprados y a producto de raleos por manejo. En este sentido es clave durante estos años la realización de nuevas plantaciones y el manejo y seguimiento del bosque.

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

**Cuadro 7. Costos e Inversiones reales y presupuesto 2022 (USD).**

	Real	Presupuesto	Diferencia
Costos de Producción	30.659.073	36.094.990	-5.435.917
Inversiones Implantación	1.623.935	2.831.179	-1.207.244
Inversiones Manejo	248.348	289.244	-40.896
Gastos	7.117.617	6.344.905	772.712
<b>Total</b>	<b>39.648.973</b>	<b>45.560.318</b>	<b>-5.911.345</b>

Fuente: el operador

Las inversiones en implantación durante el año estuvieron muy por debajo de lo presupuestado (-43%). Como ya fuera comentado, ello se explica por una menor área de plantación como consecuencia de que no se obtuvieron los permisos correspondientes.

Por su parte los costos de producción estuvieron un 15% por debajo del presupuesto. Eso fue el resultado de menor actividad por caída de las exportaciones de eucaliptus, parcialmente compensado por mayores costos unitarios de algunos rubros.

El Fideicomiso terminó el año con un resultado de gestión negativo, cuando estaba previsto que fuera positivo. Como ya se comentó se explica en gran medida por la fuerte caída de las exportaciones de eucaliptus.

A pesar de esta coyuntura adversa, la empresa viene demostrando capacidad de avance en los procesos propuestos, las actividades se ejecutan con una adecuada calidad y con un cronograma ajustado a lo informado.

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

Se presenta una nueva tasación de la tierra y plantaciones del Fideicomiso a diciembre de 2022. Se presentan dos tasaciones realizadas por empresas diferentes, que fueron las mismas que en el año anterior. 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 del año 2020 fueron realizados por otra empresa y bajo una metodología diferente que subvaloraba el valor de la tierra.

**Cuadro 8: Evolución de la valuación de la tierra y de las plantaciones en millones de USD**

	Tierra	Bosques	Pastoreo	Total
2020	112,98	275,46		<b>388,44</b>
2021	154,39	246,05	3,66	<b>404,10</b>
2022	161,05	288,43	3,16	<b>452,64</b>
Variación 2022/2021	4,3%	17,2%	-13,7%	12,0%

Fuente: Tasaciones



### **Esta tasación se sustenta en lo siguiente:**

- a. La tierra se valora combinando dos conceptos: el valor real de mercado de predios similares que fueron comercializados y la valoración basada en la renta actual de mercado asumiendo un caprate de 3,4%.
- b. El valor de los bosques -al igual que el pastoreo- se estima descontando los flujos futuros de ingresos a una tasa del 7,5%.

Bajo estos supuestos, el valor de tasación de las tierras y bosques del fideicomiso a diciembre de 2022 es de 452,64 millones de dólares, compuesto de 288,43 MM de bosques, 3,16 MM por pastoreos y 161,05 MM de tierra.

Entre 2021 y 2022 el valor de los campos y los montes tiene un aumento de un 12% en conjunto. Ese aumento se explica en gran medida por el aumento del valor de los bosques que es del 17,2% mientras que el de la tierra es de un 4,3%. Por su parte, los ingresos futuros por pastoreo caen en un 13,7%.

El aumento en el valor de los bosques expresado en la tasación de diciembre de 2022 es básicamente como consecuencia del aumento en el crecimiento de los bosques y en la proyección de mejores precios para la madera. Por su parte actúan en sentido contrario un aumento en la proyección de los costos de transporte y logísticos y un atraso en los flujos de las ventas.

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

**Riesgo de descalce de monedas.** Los ingresos y egresos más relevantes están previstos en la misma moneda. *Riesgo 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 calificadora es el de la madera. Esto se fundamenta en que el 84% de los retornos de la inversión se explican por el valor de la madera.

Para el caso concreto de este proyecto, el precio que mayor incidencia tendrá en el resultado final, es el de la madera de calidad de eucaliptus y de pino. Como ya fuera comentado el plan de negocios supone la sustitución de los pinos por eucaliptos manejados para la obtención de madera de calidad. Si bien el objetivo de largo plazo será la madera sólida de eucalipto el patrimonio adquirido tenía un 39% 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.

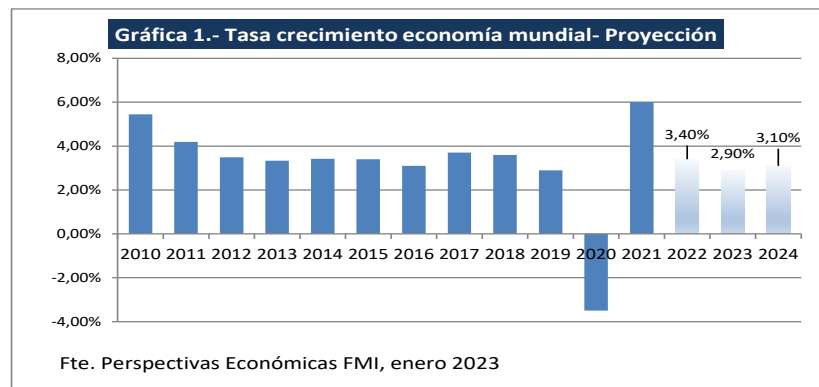
No obstante, esa tendencia de largo plazo puede verse afectada por coyunturas desfavorables que tengan efectos depresivos sobre la demanda y en consecuencia sobre los precios, como lo ocurrido entre 2019 y 2020, como consecuencia de la pandemia del Covid-19. Fue así, que luego de un marcado pico al alza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

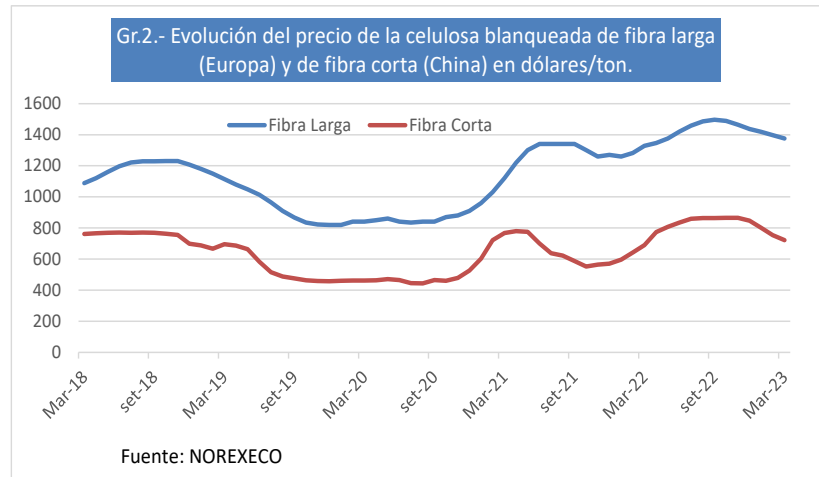
En lo que tiene que ver con madera con destino final a pulpa de celulosa, la reducción en el consumo generado por la pandemia generó en un primer momento una abrupta reducción en la demanda y en los precios. Luego de un período de precios internacionales de la celulosa relativamente bajos en términos 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>6</sup> (principal cotización internacional, correspondiente a pulpa de coníferas de fibra larga en Europa), y de la BHSK<sup>7</sup> (pulpa de fibra corta en China). Como puede observarse ambos productos recuperan fuertemente a partir de 2021, luego caen levemente, pero retoman a partir de 2022 una tendencia al crecimiento al menos hasta el mes de setiembre de 2022, a partir del cual comienzan nuevamente a caer.

<sup>6</sup>. Northern Bleached Softwood Kraft Pulp. Pulpa de celulosa blanqueada de fibra larga

<sup>7</sup>. Bleached Hardwood Kraft Pulp. Pulpa de celulosa blanqueada de fibra corta.

El aumento de 2022 se habría debido a una coyuntura derivada de una serie de condiciones particulares: problemas de abastecimiento de algunas plantas europeas que trabajan con madera de Rusia, problemas de logística y huelgas en algunas plantas.



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

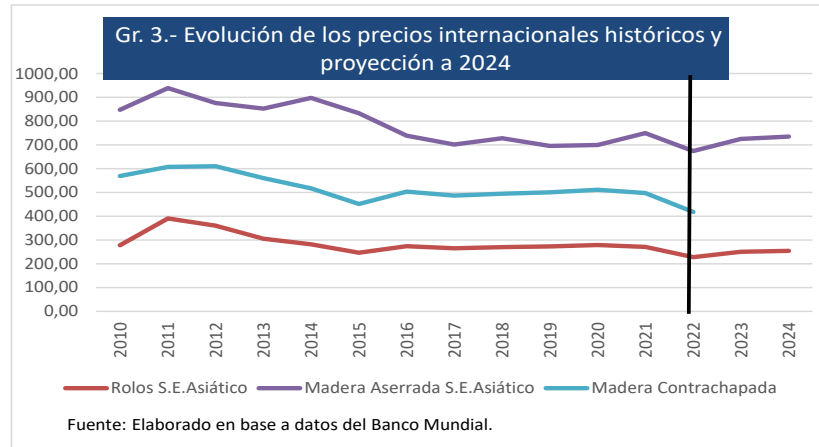
Algunas proyecciones a las que CARE tuvo acceso, estiman que la tendencia descendente en los precios de la celulosa continuaría, para estabilizarle finalmente levemente por encima de los valores promedio de los últimos 6 años (8,3% por encima para el caso de la fibra larga y 2,4% por encima para la fibra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

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

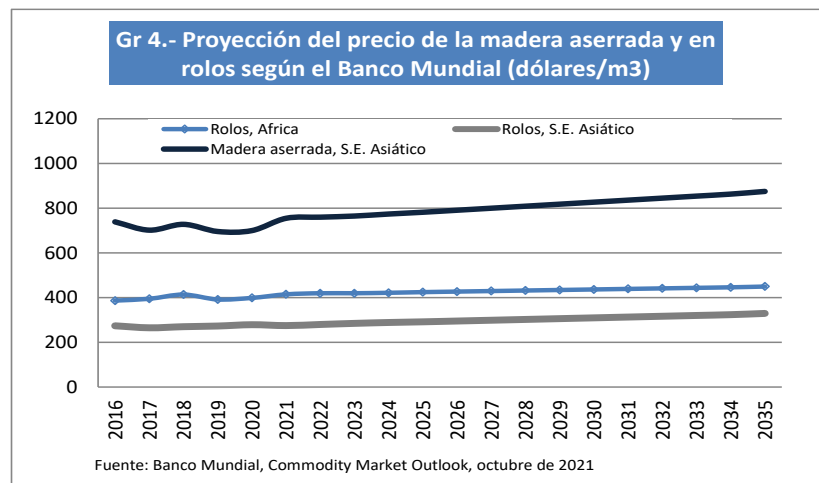
Para el caso de la madera de eucalipto en bruto con destino aserrío, el comportamiento de los precios y de la demanda ha mostrado una evolución similar al de la celulosa, aunque menos marcada, observándose el inicio de recuperación unos meses antes que en el caso de la celulosa. Tras un comienzo de año 2020 muy incierto, marcado por el enlentecimiento en las exportaciones registrado sobre fines de 2019 y la declaración de pandemia a comienzos de 2020, el segundo semestre de ese año ya mostró un cierto empuje, consolidando la recuperación que se mantuvo durante todo el año 2021 y hasta mediados de 2022. A partir del segundo semestre de 2022, China prácticamente sale del mercado y se genera una importante caída en la demanda, que afecta fuertemente a las exportaciones uruguayas.

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

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



Las perspectivas para el largo plazo para la madera en bruto para aserrío o aserrada, muestra un leve crecimiento en valores nominales en el largo plazo. Las proyecciones del Banco Mundial<sup>8</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>8</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.

<b>Cuadro 9. Exportación de productos forestales seleccionados (en millones de dólares FOB)</b>							
	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>Variación</b>
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
34				50%			23
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.

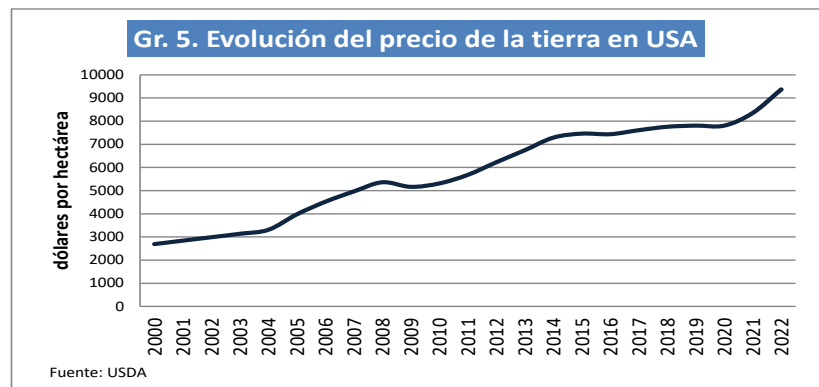
## B) El precio de la tierra

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.

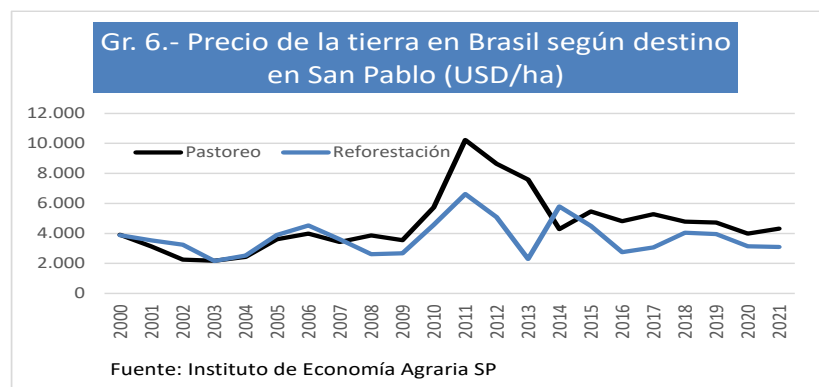
En este caso se actualiza el comportamiento de los precios en diferentes países considerados de importancia, en el entendido de que sus tendencias podrían generar información respecto de lo que podría ocurrir en nuestro país.

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.

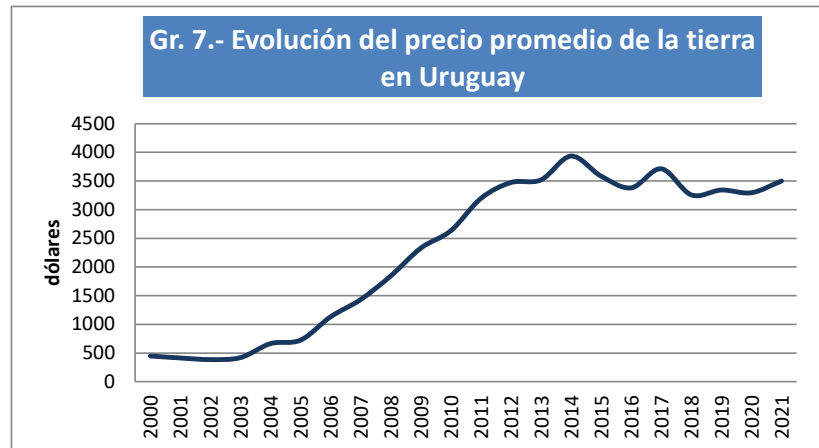
En el caso de Uruguay, la información reportada por DIEA-MGAP para el promedio de las transacciones de tierras da cuenta de una muy fuerte valorización a partir de 2004 y hasta el 2014 cuando se verifica el valor máximo. A partir de 2015 comienza un cierto ajuste a la baja pero con un comportamiento 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>9</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>10</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>9</sup>. "Precio de la Tierra" Compraventas año 2021, publicado el 29 de marzo de 2022.

<sup>10</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>11</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>12</sup> entre el índice de CONEAT y el precio con valores de campo con CONEAT por encima de 100, pero cuando los índices están por debajo de 100, los precios también caen pero no exactamente en la misma proporción que cuando están por encima de 100. Esto básicamente se explica porque muchos de los campos por debajo de 100 son demandados para producciones diferentes a la carne y a la lana (arroz, forestación), rubros considerados para determinar el valor del índice.

La valorización del precio de la tierra es un componente significativo de ingreso final del fideicomiso (16%) por lo que lo que finalmente ocurra con su comportamiento tendrá una contribución con el retorno final de la inversión. El modelo financiero supuso una valorización acumulativa anual de un 3% nominal a partir de 2022, 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

<sup>11</sup>. SERAGRO, Agroclaro, Consur y operadores privados

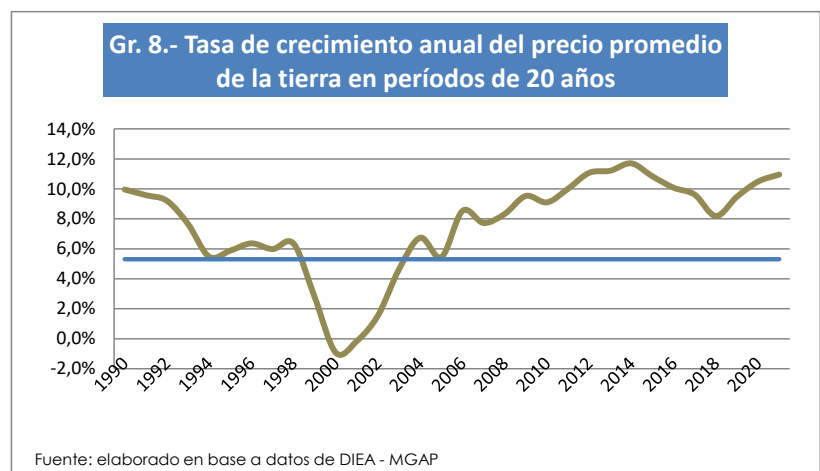
<sup>12</sup>. B. Lanfranco y G. Sapriza (Serie Técnica N° 187 de INIA, "El índice CONEAT como medida de productividad y valor de la tierra" 2011)

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).



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>13</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

<sup>13</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.

Previas y las especiales para plantaciones forestales establecidas en el último decreto de diciembre de 2021.

En diciembre de 2021, luego de que el Senado aprobara el proyecto de ley para regular la forestación que ya contaba con el apoyo de Diputados, el Poder Ejecutivo vetó la Ley, manteniendo de esta manera la política forestal sin cambios legislativos. El proyecto proponía limitar la plantación de montes forestales a las tierras de prioridad forestal, así como poner un tope para la superficie total forestada de un 10% de la superficie agropecuaria del país. Si bien esta Ley no hubiera afectado a este emprendimiento, su aprobación implicaba una regulación que podía tener efectos sobre el sector forestal en un futuro. Al haber sido vetada la norma propuesta, al menos por el momento, quedan despejadas las dudas respecto del mantenimiento de la política forestal.

También en diciembre de 2021, el Poder Ejecutivo dictó un decreto (No 405/021) que propuso algunos cambios en las regulaciones de la actividad forestal, seguramente en respuesta a parte de los planteos de la Ley vetada. Este decreto bajó de 100 a 40 hectáreas el límite mínimo para requerir la autorización ambiental previa ante la DINACEA y también requerir esa misma autorización para las reforestaciones que no hubieran requerido originalmente esa autorización porque fueron realizadas previo a ese requerimiento. Asimismo se modificaron algunas categorizaciones de suelos y modificaron

criterios para las evaluaciones de impacto ambiental.

Estas modificaciones, así como las regulaciones generales para el sector, no tendrían mayor impacto para este fideicomiso ya que no se tiene prevista la incorporación nuevas áreas forestales, aunque si podría tener efecto sobre algunas reforestaciones.

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>14</sup> de la escala de nuestra metodología. La inclusión del signo + indica que la calificación se acerca más a la categoría superior Se trata de una calificación de grado inversor.*

<sup>14</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.**

Comité de Calificación



Ing. Agr. Adrián Tambler