

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

Montevideo, octubre 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 FUTURO DE FONDOS
27	V EL ENTORNO
38	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

Actualización de la Calificación de Oferta Pública de los Certificados de Participación del Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay III 18 - octubre - 2023

Fiduciario:	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión.
Operador (Administrador) y Organizador:	Agroempresa Forestal S.A.
Agente de Registro y Pago:	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión
Entidad Representante:	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.
Títulos emitidos:	Certificados de participación
Moneda:	Dólares americanos
Importe de la emisión:	USD 190.000.000
Fecha de la suscripción de los valores:	6 de diciembre de 2016
Plazo de la emisión:	20 años.
Distribuciones:	Según resultados acumulados de acuerdo a procedimiento establecido.
Activos del Fideicomiso:	Tierra y bosques forestales
Vigencia de la actualización:	30 de abril de 2024
Comité de Calificación:	Julio Preve, Adrián Tamber y Martín Durán Martínez.
Calificación de Riesgo:	BBB+.uy ¹
Manual Utilizado:	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros

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

Resumen General

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

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

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico ofrece las garantías necesarias tal como se aprecia en el informe jurídico del Anexo I de la calificación original.
- Un proyecto que desde el punto de vista físico y económico financiero para el inversor, supera diversas pruebas a las que razonablemente la emisora y la calificadoradora han sometido el proyecto. La última actualización del flujo financiero a marzo de 2023 estimó una TIR de 6,0%, que es menor a la calculada en 2022 (6,63%).
- Al 30 de junio de 2023 el fideicomiso cuenta con un total de 45.230 háts en propiedad de las cuales hay 26.642 plantadas y 2.193 disponibles para plantar, lo que arroja un aprovechamiento promedio de casi un 64%. 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 (aserrable).
- 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. Los principales desvíos con respecto al prospecto se deben al incremento de los costos de plantación en dólares, lo que se explica en gran medida por el encarecimiento de insumos y la evolución del tipo de cambio.
- 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.

- Para el año 2023 se prevén ingresos por ventas de madera de unos 24 millones de dólares, provenientes de madera para pulpa con destino a plantas de celulosa y por exportaciones de madera aserrable de Pino. Estos valores ya se han ajustado a la baja respecto de lo presupuestado para el año, como consecuencia de las menores colocaciones esperadas de pino en el mercado externo, por las dificultades del mercado. En el año se prevén plantar unas 2.600 hectáreas de bosques.
- El primer semestre estuvo caracterizado por registros de lluvias muy por debajo de la media histórica, con efectos sobre las plantaciones derivados de la intensa sequía. El déficit hídrico trajo aparejado consecuencias como la disminución del crecimiento de los árboles, problemas sanitarios en algunas áreas puntuales y costos extra incurridos durante los meses de verano en el sistema de protección de incendios. Las zonas más afectadas son las que tienen suelos más superficiales, y si bien los montes se han ido recuperando, algunas zonas muy puntuales se están evaluando y monitoreando. Por otra parte, se registraron 2 incendios, y si bien implicaron mayores costos para su control, no hubo daños relevantes.
- En el primer semestre del año los ingresos por ventas de madera estuvieron levemente por debajo de lo presupuestado, explicado por las menores exportaciones de pino, ya que las ventas de eucalipto pulpa con destino a las plantas de celulosa para exportar bajo la forma de chips, estuvo levemente por encima de lo planificado. Por su parte, las inversiones (implantación y manejo) y los costos operativos estuvieron por debajo de lo presupuestado, como consecuencia del atraso de esas actividades por la sequía y por las menores cosechas de pino. Finalmente, los gastos estuvieron en línea con lo presupuestado, aunque con algunas diferencias entre rubros. En consecuencia, al finalizar el año el fideicomiso, según estima el operador, cerraría con un resultado de gestión² positivo, aunque por debajo de las previsiones.
- La última tasación de las tierras y plantaciones del Fideicomiso fue realizada a diciembre de 2022. Esta tasación arrojó un valor total de 245,10 millones de dólares, conformado por 133,72 millones por la tierra³, 3,02 millones por ingresos futuros de los pastoreos, 27,60 millones por certificados de carbono⁴ 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 30 de junio 2023 ascendía a poco más de USD 231,4 millones, superior al valor de la emisión recibido que fue de USD 190 millones.
- Superados los efectos de la pandemia, el 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 circunstanciales de los precios de las materias primas, mayor inflación internacional y mayores costos de los fletes y la energía. Toda esta situación generó una mayor volatilidad al mercado de la madera, y el aumento de los costos estrechó los márgenes del negocio. A partir del segundo semestre del 2022, las medidas tomadas por China tuvieron

². Resultado de gestión: ventas- (costos operativos + inversiones + gastos)

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

⁴. 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.

un impacto muy significativo en las importaciones de algunos productos por parte de ese país, afectando entre otros a la demanda y los precios de la madera y celulosa.

- En 2023 el precio de la celulosa mostró una reducción muy marcada, explicado por un bajo crecimiento de la economía mundial, incluyendo China, lo que habría afectado el nivel de demanda. El mercado de madera en bruto, muestra también signos de debilidad y baja demanda. La demanda de madera de eucalipto se redujo muy fuertemente a partir del segundo semestre de 2022 y se espera comience a recuperarse lentamente. Por el lado de la madera de pino, el mantenimiento de la demanda de India permitió sostener en mayor medida el comercio, aunque en un nivel más bajo de lo esperado. Por otra parte, la reducción en los costos de los fletes internacionales se constituye en una buena señal para el comercio.
- El mercado de tierra agrícola (incluida la forestal), presenta para el largo plazo tendencias de incremento en sus precios, como consecuencia del aumento sostenido de la demanda de alimentos, fibras y maderas, 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. Luego de un período de ajuste y de un comportamiento errático con escasos negocios entre 2015 y 2020, el precio de la tierra lleva dos años de aumentos: 6,2% en 2021 y 6,9% en 2022. Estos incrementos se dan con un aumento en el número de operaciones, lo que le da mayor fortaleza, y en parte se explica por la mejora en los precios de algunos productos, la alta inflación internacional, la baja del dólar en el país y la ausencia de aumentos desde 2015.
- 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. 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 así como en el del regulador: www.bcu.gub.uy. El comité de calificación estuvo integrado en este caso por Martín Duran Martínez, Adrián Tamber y Julio Preve. CARE contrató los servicios del Dr. Leandro Rama para la evaluación del riesgo jurídico en ocasión de la calificación original cuyo informe se adjuntó en Anexo I de la misma⁵. Asimismo CARE contrata regularmente cuando lo entiende necesario informes de campo adicionales y realiza visitas a los predios.

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

⁵. Disponible en www.care.com.uy

2. Antecedentes generales y hechos salientes del período

A. Antecedentes generales

El Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay III tiene como objetivo proveer a los inversores retornos a largo plazo logrados esencialmente a través del producto de las ventas de la madera y bosques en pie y la valorización del activo tierra, y a la vez, aunque en menor medida, del producto de la venta de bonos de carbono y de pastoreo de las tierras no forestadas, siguiendo protocolos de inversión y administración, con adecuados estándares productivos, ambientales y sociales.

Como antecedente más relevante hay que mencionar a los Fideicomisos Financieros Forestales Bosques del Uruguay I, II y IV, que suscribieron certificados de participación en agosto de 2011, en octubre de 2014, y en abril de 2019, por un monto de 50, 70 y 330 millones de dólares respectivamente. Estos fideicomisos, con idéntica administración que la del presente, vienen cumpliendo a satisfacción con los planes de negocios originales, análogos al que se presenta en esta oportunidad, 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 (junio de 2023) el Fideicomiso tiene el 55% 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. 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 34% es E. grandis (madera de calidad), el 27% es E. Pulpa y el 39% 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 el tercer trimestre de 2022 se vendieron 4 campos cuya ubicación y porcentaje de aprovechamiento estaba generando efectos negativos en la rentabilidad 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.
- La última tasación de los campos y bosques del fideicomiso fue realizada a diciembre de 2022. 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.

o Hechos salientes del período

- En el primer semestre del año, las ventas de madera estuvieron por debajo de lo presupuestado para el período (-16%). El desvío se explica en gran medida por las menores colocaciones de pino en el mercado externo, ya que el mercado sigue deprimido y con escasa demanda. Por su parte las ventas de madera con destino a pulpa estuvieron también por debajo de lo previsto, pero en menor medida. Se vendió madera pulpa para plantas de celulosa y también para su exportación como chips. Se estima que para lo que resta del año se mantenga la tendencia y en consecuencia el Operador proyecta que las ventas de madera estarán finalmente un 26% por debajo de lo proyectado inicialmente para el año.
- Por otra parte, están proyectadas ventas de bonos de carbono por unos 1,75 millones de USD, cifra que se ajustó fuertemente a la baja respecto al presupuesto inicial (8,7 MM USD), debido al atraso en el proceso de certificación y a los bajos precios de los bonos que muestra el mercado en este año.

Cuadro 1. Ingresos al primer semestre y proyección para 2023 (USD).

Actividad	Primer semestre			TOTAL 2023		
	Real	Presupuesto	Diferencia	Estimado	Presupuesto	Diferencia
Pino mercado interno	54.273	0	54.273	154.399	0	154.399
Eucaliptus Pulpa	8.653.845	7.577.978	1.075.867	15.057.243	18.644.387	-3.587.144
Pino Exportación	3.619.286	7.030.223	-3.410.937	8.383.848	13.159.675	-4.775.827
Bonos de Carbono	0	2.932.379	-2.932.379	753.4278.	767.137	-7.013.710
Pastoreo	3.285	164.941	-161.656	328.044	329.881	-1.837
Total	12.330.689	17.705.521	-5.374.832	25.676.961	40.901.080	-15.224.119

Fuente: El Operador

- En el otoño 2023 se sembraron unas 580 hectáreas de eucaliptos en predios que habían sido cosechados en el 2022. Para la plantación de primavera, el presupuesto preveía originalmente plantar realizar unas 2000 hectáreas adicionales repartidas en 8 predios, pero las proyecciones se han ajustado ya que en algunos campos se está esperando para evaluar los rebrotes de lo cosechado en 2022. La inversión total por realizarse este año en implantación rondará los USD 4.5 millones.
- En el primer semestre del año, la inversión en manejo (podas y raleos) estuvo muy por debajo de lo presupuestado (-47%) dado que se podaron menos hectáreas que las planificadas debido al déficit hídrico del periodo que incrementó el riesgo de incendio. Se estima que al finalizar el año estas inversiones terminen apenas por debajo del presupuesto (-8%).
- En el primer semestre los costos de producción se ubicaron por debajo de lo presupuestado (-16%), como resultado de una menor cosecha de pinos para exportación. La caída en los costos de producción fue menor a la reducción de las ventas debido a que a fines de junio se incurrieron todos los costos de un barco de exportación de pino cuyos ingresos por exportación entrarán en el tercer trimestre. Se proyecta que al finalizar el año los costos de producción quedarían un 26% por debajo de lo proyectado.

Cuadro 2. Costos e Inversiones al primer semestre y proyección al año 2023 (USD).

Actividad	Primer semestre			TOTAL 2023		
	Real	Presupuesto	Diferencia	Estimado	Presupuesto	Diferencia
Costos Producción	6.918.964	8.262.048	-1.343.084	1.806.187	16.045.669	-4.239.482
Inversiones Implantación	1.635.863	2.522.885	-887.022	4.477.211	5.088.032	-610.821
Inversiones Manejo	734.765	1.380.064	-645.299	2.862.592	3.107.160	-244.568
Gastos	2.069.519	2.009.018	60.501	4.142.465	3.647.879	494.586
Total	11.359.111	14.174.015	-2.814.904	23.288.455	27.888.740	-4.600.285

Fuente: El Operador

- A pesar de la reducción en las ventas esperadas de madera y en los bonos de carbono, el operador proyecta para el cierre de 2023 sería un resultado de gestión positivo del orden de USD 2,6 millones.
- En el período informado se cancelaron las cuotas del préstamo a largo plazo que tiene este fideicomiso y se mantuvieron las operaciones de prefinanciación de exportaciones y de créditos de corto plazo para la operativa.
- En abril de 2023 se realizó la medición de prendimiento de la plantación de primavera 2022, por parte de la empresa de servicios forestales Pike y Cia. El promedio de prendimiento fue de 88%, siendo el mínimo exigido del 80%. El predio que presentó el mayor porcentaje de prendimiento fue el 90% y el de menor fue 85%. Las heladas tardías que se dieron en algunos lugares en octubre y posteriormente la sequía, serían los factores que incidieron para que algunas parcelas tengan menores porcentajes de prendimiento.

- El operador informa que en general las plantaciones se encuentran en buen estado sanitario, y menciona que en algunos predios se detectaron zonas afectadas debido al déficit hídrico ocurrido durante el primer semestre del año. El déficit hídrico trajo aparejado consecuencias como la disminución del crecimiento de los árboles y costos extra incurridos durante los meses de verano en el sistema de protección de incendios. Hay cuatro predios con mayor afectación, especialmente en las áreas de suelos más superficiales y en dos de esos predios se constatan algunos problemas sanitarios, se monitorea y se trabaja en medidas de mitigación.
- En general las zonas afectadas se fueron recuperando, pero se está en un periodo de evaluación de las superficies afectadas gravemente. El grave déficit hídrico causa decoloración, defoliación, muerte apical y un desbalance fisiológico causando la aparición de brotes epicórmicos⁶; y en casos extremos llega a la muerte del árbol. De forma de mitigar la situación, a medida que las zonas afectadas se van recuperando, se realiza una poda de repaso, la cual es necesaria para mantener la zona libre de nudos del árbol, pero genera costos extra en las actividades de manejo.
- Al 30 de junio de 2023 el área con pastoreo representa el 68% del total de la superficie potencial. Del área que está sin pastoreo, el 80% es por la existencia de plantaciones jóvenes donde aún no pueden ingresar animales a pastoreo, el restante 20% estaría disponible.
- Aún no ha culminado el proceso de aprobación de la certificación CCB (Climate Community and Biodiversity) por parte de Verra⁷ por lo que la venta de 200 mil toneladas de carbono a ser entregadas en 2023 no se concretarán.

3. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- Estados Contables Intermedios de EF Asset Management al 30/06/2023.
- Estados Contables Intermedios del Fideicomiso al 30/06/2023.
- Balance de Agroempresa Forestal al 31 de diciembre de 2022, con informe de auditoría.
- Informes trimestrales del operador, el último al 30 de junio de 2023.
- Informes trimestrales del Comité de Vigilancia el último al 30 de junio de 2023.
- 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.

⁶. Brotes que crecen en el área ya podada como consecuencia del stress hídrico.

⁷. Verra gestiona el programa de mercados voluntarios de carbono líder en el mundo, el Programa "Verified Carbon Standard (VCS)".

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, etc⁸.

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*.

⁸. Ver Anexo I de la calificación original, disponible en care@care.com.uy

III. LA ADMINISTRACIÓN

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

1. Ef Asset Management (EFAM)

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

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

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

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

Situación económica y financiera

El análisis de los EE.CC intermedios al 30 de junio de 2023 sigue mostrando una sólida situación de solvencia.

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

Cuadro 3: Estado de Situación de EFAM (miles de \$)

Concepto	30/6/2023	31/12/2022	31/12/2021
Activo Corriente	22.460	26.974	18.989
Activo no Corriente	234.787	245.533	281.068
Total Activo	257.247	272.507	300.057
Pasivo Corriente	39.398	43.807	33.484
Pasivo no Corriente	192.631	204.187	230.681
Total Pasivo	232.029	247.994	264.165
Patrimonio	25.218	24.512	35.891
Total Pasivo y Patrimonio	257.247	272.507	300.057
Razon Corriente	0,57	0,62	0,57

Fuente: EE.CC EFAM

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

Cuadro 4: Estado de Resultados de EFAM (miles de \$)

Concepto	30/6/2023	30/6/2022	31/12/2022
Ingresos Operativos	41.150	39.409	80.546
Gastos Adm. y Vtas.	(32.680)	(30.976)	(66.556)
Resultado Operativo	8.471	8.433	13.990
Resultados Financieros	(6.966)	(20.984)	(28.054)
Resultados antes de impuestos	1.505	(12.551)	(14.064)
IRAE	(799)	(87)	2.685
Resultado del período	706	(12.638)	(11.379)
Res Operativos/Ingresos	20,59%	21,40%	17,37%
Res Ejercicio/Ingresos	1,72%	-32,07%	-14,13%

Fuente: EE.CC de EFAM

En consecuencia, 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 a este y sucesivas actualizaciones. En todas las ocasiones la evaluación de la firma en cuanto a su capacidad de llevar adelante los distintos proyectos ha sido positiva por lo que de aquí en más solo se hará un seguimiento de la misma, alertando ante la ocurrencia de algún hecho relevante que justifique una revisión de dicha opinión.

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 alcanzan un valor patrimonial original de USD 640 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 que, en términos generales, se han ido implementando tal como se ha informado en anteriores actualizaciones por lo que no cabe reiterarlas acá.

Estos cambios y otros son 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).

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 intermedios del Fideicomiso al cierre del primer semestre de 2023.

Cuadro 5: Estado de Situación Fideicomiso (miles USD)			
Concepto	30/6/2023	31/12/2022	31/12/2021
Activo	247.220	248.153	221.268
Activo Corriente	15.137	16.057	8.123
Activo no Corriente	232.083	232.097	213.144
Pasivo	15.772	18.560	14.349
Pasivo Corriente	6.208	6.518	5.931
Pasivo no Corriente	9.564	12.042	8.418
Patrimonio	231.448	229.593	206.919
Pasivo y Patrimonio	247.220	248.153	221.268
Razón Corriente	2,44	2,46	1,37

Fuente: EE.CC del Fideicomiso

Las tasaciones de tierras y montes se realizan a fin de cada ejercicio por lo que en este caso los valores contables del cuadro precedente corresponden a las tasaciones de diciembre de 2022 con las modificaciones propias de las operaciones del semestre.

Figuran en el pasivo créditos bancarios tomados por el Fideicomiso con un saldo a la fecha de cierre del semestre de USD 8.2 millones. El más importante es un crédito tomado en 2022 por USD 7 millones que se está cancelando en 120 cuotas mensuales de las cuales a la fecha del periodo informado se llevan canceladas 15 cuotas.

El patrimonio contable al 30 de junio último era algo mayor a USD 231.4 millones, monto superior, en términos nominales, a la emisión recibida de USD 190 millones.

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

Cuadro 6: Estado de Resultados Fideicomiso (miles USD)

Concepto	30/6/2023	30/6/2022	31/12/2022
Ingresos operativos	12.507	12.929	30.475
Cambio de valor activos biológicos			20.569
Costo de los bienes vendidos	(8.671)	(10.870)	(29.025)
Resultado bruto	3.836	2.059	22.018
Gastos Administración y Ventas	(2.961)	(2.805)	(4.951)
Resultados Financieros	(582)	(1.037)	(1.196)
Resultados diversos	-	-	897
Resultado del periodo antes IRAE	293	(1.783)	16.769
IRAE	1.563	3.657	1.791
Resultado del ejercicio	1.856	1.873	18.560
Revaluación propiedad, planta y equipo			4.416
IRAE diferido asociado			(302)
Resultado integral del periodo	1.856	1.873	22.674

Fuente: EE.CC del Fideicomiso

Los ingresos por ventas se explican casi exclusivamente por venta de madera. En este caso no se registran ingresos por cambio de valor en los activos biológicos, lo que ocurrirá a fin del ejercicio.

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*.

⁶. Estima la inflación histórica de EEUU del entorno del 2,1-2,3%, asumiendo que volvería a los niveles históricos.

⁷. Supone que la inflación en Uruguay sería del 6% y la devaluación del 3,8%, agravando el atraso cambiario. Esto incrementa en el mediano y largo plazo los costos en dólares y afecta en forma negativa la rentabilidad.

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

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

1. Evaluación de la rentabilidad de la inversión, tasa interna de retorno.

El Proyecto planteado en el prospecto original presentaba una Tasa Interna de Retorno del 9.19% para el Inversor; posteriormente el operador fue ajustando los flujos esperados. La última actualización del flujo financiero es a marzo de 2023, con datos reales a diciembre de 2022 y proyectando hasta la culminación del fideicomiso en 2036.

Se presentaron 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. 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)⁹. 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 futuros¹⁰.

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 (6,63%), 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%, 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.

⁹. Se estima la inflación histórica de EEUU del entorno del 2,1-2,3%, asumiendo que se volvería a esos niveles.

¹⁰. Supone que la inflación en Uruguay sería del 6% y la devaluación del 3,8%, agravando el atraso cambiario. Esto incrementa en el mediano y largo plazo los costos en dólares y afecta en forma negativa la rentabilidad.

Cuadro 7: Resultados de la TIR en diversos escenarios

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

Fuente: El Operador

Como puede observarse las tasas de retorno esperadas en los diferentes escenarios tienen 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. Se realizó una actualización de la estimación del costo de oportunidad del capital, utilizando el modelo de valoración CAPM (Capital Asset Pricing Model), el que relaciona la tasa libre de riesgo, la prima de riesgo del mercado y la prima de riesgo asignado al sistema de producción específico, en este caso la industria del papel y los productos forestales.

A los efectos de estimar el costo de oportunidad del capital, y por ser un proyecto que ya se está ejecutando, se opta por considerar el promedio de los últimos 5 años para todas las variables, a los efectos de minimizar las variaciones coyunturales, tanto al alza como a la baja, y tener una visión de mediano plazo.

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

Donde:

β_{im} : Riesgo sistémico propio respecto del riesgo de mercado, valor proporcionado por Damodaran.

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, medido a través del índice UBI de República AFAP.

Para el promedio de los últimos 5 años (2019-2023), el parámetro "beta" de Damodaran, se ubica 1,04, lo que indica que la actividad 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 2,18%, para el riesgo país (índice UBI), se consideraron 132 puntos básicos y para la prima de riesgo del mercado accionario se consideró 4,95%.

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 6,37%. 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 oportunidad¹¹. 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 menor al del promedio de los últimos años. Si se aplican los valores actuales, el costo de oportunidad del capital sería levemente mayor (6,77%).

Otros indicadores con los que podría compararse la TIR esperada del podrían ser las curvas de rendimiento, que serían opciones posibles de inversión ya que están estimadas para el caso del Uruguay¹². En la actualidad la curva en UI (CUI) a 10 años se ubica en 3,37% y la curva en dólares (CUD) a 10 años está en 5,02%. La TIR esperada para el inversor en los CPs, supera si en este caso el costo de oportunidad, pero solamente está contemplado el riesgo país y no el riesgo sectorial.

3. Cumplimiento de los estándares mínimos del proyecto.

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

¹¹. 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.

¹². Curva Spot de Rendimientos de Títulos Soberanos Uruguayos emitidos en moneda nacional indexada a la inflación o en dólares, según sea el caso.

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

- Compra de tierras: cumplido desde el comienzo del proyecto.
- Área plantable: A junio de 2023 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 2022 fueron de 87% y los de las realizadas en la primavera 2022 fueron del 88% (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. Del análisis del presupuesto del primer semestre de 2023 surgen desvíos mayores, pero adecuadamente están adecuadamente justificados por el retraso de actividades motivado por la sequía.
- 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 8. Cumplimiento del proyecto

Concepto	Prospecto	Logrado
Precio de la tierra (USD/ha) al 2022	3.342	2.957
Aprovechamiento forestal (%)	60%-65%	56%
Superficie total	47.281	45.225
Superficie de bosque (actual)	31.300	25.407

El 39% 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.

Los principales desvíos identificados respecto del proyecto original se refieren al incremento de los costos de producción y de los gastos de administración y ventas. Estas diferencias en gran medida se explican por una evolución de las variables macroeconómicas (inflación y tipo de cambio) diferente a la que se habría proyectado, y también al incremento del precio de los insumos.

4. Riesgos asociados al desempeño productivo forestal.

Contempla los riesgos derivados del manejo forestal, así como también aquellos que se relacionan con aspectos climáticos (por ejemplo sequías) o incendios.

Riesgo de manejo forestal, refiere a las decisiones sobre el manejo de los montes: plantación de especies en sitios adecuados; manejo de la producción de plantas y establecimiento; perfeccionamiento del árbol aplicando programas de mejoramiento genético; desarrollo y llevado a cabo de espaciamientos y regímenes silviculturales; protección del cultivo silvícola y la tierra de alteraciones como fuego, problemas sanitarios, animales, malezas, etc.

¹³ Cláusula 10 del Contrato de Fideicomiso

El riesgo de manejo productivo es mínimo dado que está mitigado por la trayectoria y experiencia del Operador. El sector forestal en Uruguay está en una fase de madurez donde están presentes importantes firmas en la producción primaria, en los servicios a la producción, en la producción industrial, en el sector logístico y en el comercio exterior.

Asimismo, en lo que respecta a los riesgos biológicos, las especies elegidas presentan una adecuada performance en los ecosistemas elegidos y las patologías de éstas son conocidas. No obstante, por tratarse de un proyecto de largo plazo, si las especies presentaran problemas biológicos en el futuro, en el país y en la región existe una importante dotación de recursos humanos calificados en lo que respecta a la Investigación básica y aplicada adecuada tanto en la órbita del Instituto Nacional de Investigación Agropecuaria como en la Universidad de la República (básicamente Facultad de Agronomía y Facultad de Ciencias).

Respecto de los riesgos climáticos, el más importante sería la ocurrencia de eventos extremos de sequía como el ocurrido en 2022/2023, que tiene efectos negativos y muy pocas posibilidades para mitigar. Estos riesgos son difíciles de prevenir y de estimar su impacto futuro; la fuerte sequía 2022/2023 ha permitido generar información real de los efectos que pueda generar sobre la producción forestal.

Para el caso de los incendios forestales, es un riesgo ya muy presente en la actividad forestal y estos proyectos lo tienen adecuadamente internalizado. Existen medidas de manejo para minimizar su ocurrencia (cortafuegos, limpieza de residuos), tareas de vigilancia continua en los meses del verano y también hay seguros. Por otra parte, la alta dispersión de los predios también reduce los riesgos, ya que si éstos llegaran a ocurrir quedarían acotadas a ese predio.

Finalmente, el operador realiza un monitoreo permanente de las plantaciones con el fin de detectar prematuramente los problemas sanitarios o de manejo que pudieran afectar el normal desarrollo de las plantaciones.

5. Resultados de la medición de parcelas permanentes

En los montes del fideicomiso se instalaron parcelas permanentes sobre bosques, distribuidas en diferentes predios. Las de pino permanecerán estables y se irán incrementando las de eucaliptos (pulpa o para madera sólida). 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..

6. Tasación de la Tierra y los Montes Forestales

Se presentó a diciembre de 2022 la tasación anual de la tierra y plantaciones del Fideicomiso. Al igual que en el año anterior se presentaron 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 realizó 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
Variación anual 2022/2016	7,3%

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%
Total	198,67	245,10	23,4%

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 serían 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.

7. 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, por el momento no se vislumbran cambios que pudieran afectar el actual desarrollo y crecimiento de la actividad.

En lo que refiere al mercado internacional de los productos forestales, al menos hasta el momento, el cúmulo de barreras está relativamente sujeto a disciplinas predecibles, por lo que no se prevén mayores riesgos; y en cuanto a la probable extensión de barreras de tipo medio ambiental, el país y especialmente este proyecto, destacan por su cuidado y certificaciones a él vinculadas.

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.

A) 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 78% de los retornos de la inversión se explican por el valor de la madera.

Para el caso concreto de este proyecto, el precio que mayor incidencia tendrá en el resultado final, es el de la madera de calidad de eucaliptus 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).

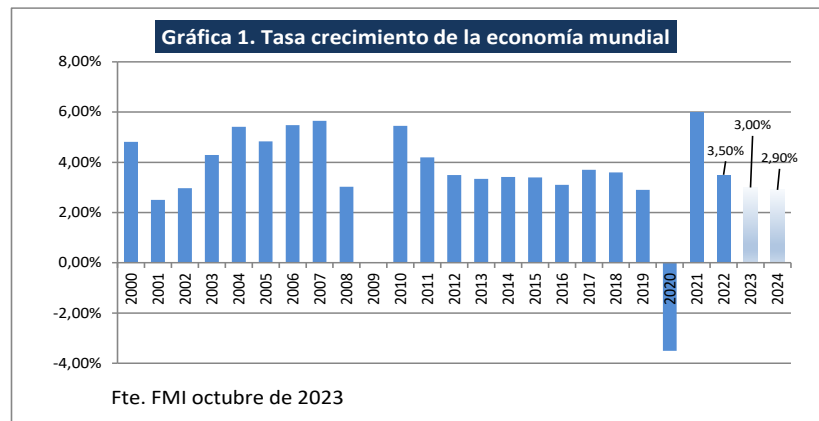
El incremento de la demanda enfrenta una oferta que se ha visto limitada por crecientes medidas de protección de los bosques nativos, así como también el control que se realiza sobre los de rendimiento. Por su parte, las políticas destinadas a atenuar los impactos del cambio climático también promueven la protección de los montes al ser éstos importantes sumideros de carbono. En este sentido, se abre una nueva oportunidad para el sector que es la consolidación del mercado de carbono, lo que implica que la venta de certificados se constituye en un nuevo ingreso para estos emprendimientos. 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 seguir creciendo.

No obstante, la tendencia esperada de largo plazo puede verse afectada por coyunturas desfavorables que tengan efectos depresivos sobre la demanda y en consecuencia sobre los precios, como fue lo ocurrido entre 2019 y 2020, como consecuencia de la pandemia del Covid-19. Superados los efectos de la pandemia, la demanda y los precios se comenzaron a recuperar, pero a mediados de 2022 las condiciones cambiaron. El 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 en aquel momento de los precios de las materias primas, mayor inflación internacional y mayores costos de los fletes y la energía. Toda esta situación generó una mayor volatilidad al mercado de la madera, y el aumento de los costos estrechó los márgenes del negocio. A partir del segundo semestre del 2022, las medidas tomadas por China, sumado a las expectativas de menor crecimiento económico mundial, tuvieron un impacto muy significativo en las importaciones de algunos productos, impactando en una reducción de los precios para el caso de la celulosa y en mayores dificultades de colocación para el caso de la madera en bruto.

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 las comentadas.

Para esta calificación CARE realiza una actualización de la información clave del sector, confirmando que no deberían existir en el futuro mayores desvíos respecto de la trayectoria esperada.

El Fondo Monetario Internacional en su último informe de julio de 2023 proyecta que el crecimiento mundial que habría sido de 3,5% en 2022, pasaría a ser del 3,0% en 2023 y 2024. El incremento de las tasas de interés de política monetaria de los bancos centrales para combatir la inflación estaría contribuyendo a hacer más lenta la recuperación de la actividad económica. Por su parte, ese organismo prevé que el nivel general de inflación mundial descienda del 8,7% en 2022, a 6,8% en 2023 y 5,2% en 2024.



El acuerdo para elevar el techo de la deuda de Estados Unidos y las medidas adoptadas para contener la turbulencia bancaria redujeron los riesgos inmediatos de trastornos en el sector financiero, reduciendo los riesgos adversos para las perspectivas. No obstante, el panorama actual de alta inflación, el mantenimiento de la guerra, el bajo crecimiento de China y la actual política restrictiva de los bancos centrales, mantienen una perspectiva de crecimiento mundial a la baja.

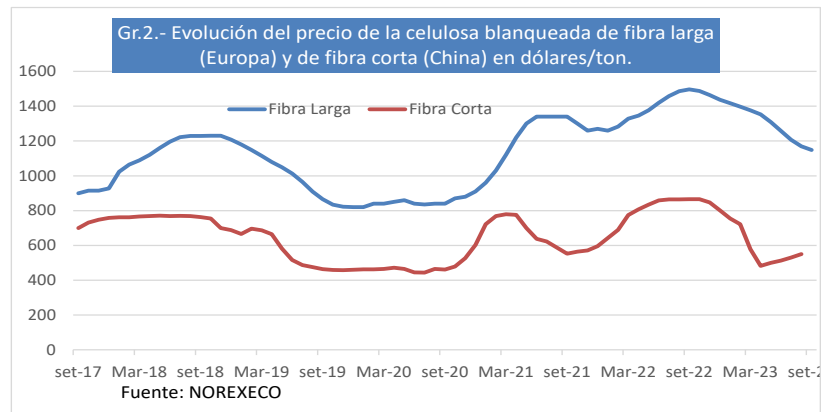
Por el lado positivo, la inflación podría disminuir más rápidamente de lo previsto, reduciendo así la necesidad de una política monetaria restrictiva, y la demanda interna podría ser más resiliente.

En lo que tiene que ver con madera con destino final a pulpa de celulosa, la reducción en el consumo como consecuencia de la pandemia generó en un primer momento una abrupta reducción en la demanda y en los precios. Fue así, que luego de un marcado pico al alza de precios durante 2018, los valores de la celulosa 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, hasta fines de 2022. En el 2023, al menos hasta mediados de este año los precios internacionales de la celulosa mostraron fuertes descensos en sus valores. Esta última caída está sustentada fundamentalmente en una merma en la demanda de papel y sobre todo de materiales para el packaging, consecuencia de la reducción esperada en el crecimiento económico que se registró en la economía internacional. También incide en la menor demanda la larga cuarentena en China por Covid, la existencia de un sobrestock en ese país y una caída en la demanda de la Unión Europea.

En la siguiente gráfica se presta información de los precios por tonelada para dos tipos de pasta de celulosa: la NBSK¹⁴ (principal cotización internacional, correspondiente a pulpa de coníferas de fibra larga en Europa), y de la BHKP¹⁵ (pulpa de fibra corta en China). Puede observarse el comportamiento comentado en el párrafo anterior.

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

¹⁵. Bleached Hardwood Kraft Pulp. Pulpa de celulosa blanqueada de fibra corta.



La caída en los precios de la celulosa de fibra larga es menor que para el caso de la corta, lo que se explica en gran medida por la mayor oferta de este último producto en la región, como consecuencia de la puesta en marcha de un proyecto de gran escala en Chile y también de la planta de UPM 2.

En los últimos meses la caída en el precio para el caso de la fibra corta, se habría atenuado mucho, mientras que en el caso de la corta parece haber comenzado a recuperar. Importa destacar que en la medida que los precios caían también se reducían en forma significativa los precios de los fletes internacionales, compensándose en parte los efectos económicos.

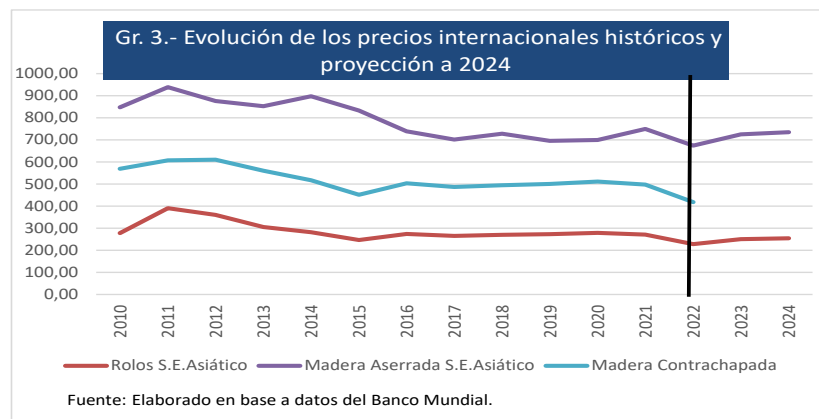
Algunas proyecciones a las que CARE tuvo acceso, estiman que la tendencia descendente en los precios de la celulosa habría culminado y podría esperarse una leve recuperación en el corto plazo al menos para el caso de la fibra corta (entre 7 y 10%), ya que se encuentra bajo en términos históricos.

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 4). 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.

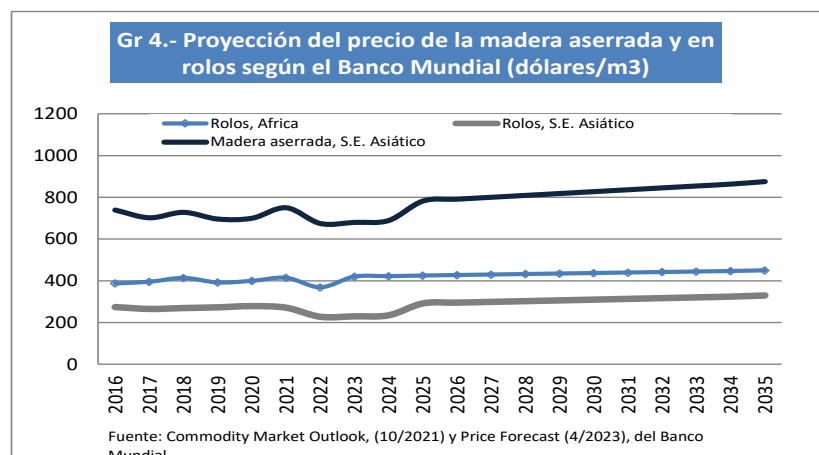
Para el caso de la madera de eucaliptus en bruto con destino aserrío, el comportamiento de la demanda ha mostrado una evolución similar al de la celulosa, aunque menos marcada. Por su parte, los precios mantienen una leve tendencia al crecimiento viéndose afectados mayormente los volúmenes comercializados. 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. Cabe esperar una recuperación del comercio para este año 2023, que ya habría comenzado a partir del segundo trimestre.

Para el caso de la madera de pino aserrable, el comportamiento es similar al del eucaliptus, con la diferencia que durante el 2023 no se verifica una recuperación del comercio. La demanda por pino 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. Se mantienen a buen ritmo las importaciones de India que se consolida como el principal mercado para las exportaciones uruguayas.

Según el último informe de previsión de precios del Banco Mundial de abril de 2023, 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 1 al 2% 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 Mundial¹⁶ 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).



¹⁶ World Bank Commodities Price Forecast. Esta proyección se presentaron informes posteriores solamente se proyectan precios para 2023 y 2024.

Las exportaciones forestales del Uruguay alcanzarán un nuevo récord en el 2023 que en mayor medida se explicará por la puesta en funcionamiento de la nueva planta de celulosa de UPM. En el siguiente cuadro se presentan las exportaciones forestales en valor para los últimos años y para el primer semestre de 2023; puede observarse una clara tendencia al crecimiento.

Cuadro 11. Exportación de productos forestales seleccionados (en millones de dólares FOB)							
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	1er sem. 2023
Celulosa	1.310	1.660	1.527	1.107	1.576	1.818	1.016
Rolos de pino	88	150	89	132	204	127	45
Tableros de madera contrachapados	64	76	55	67	105	102	41
Chips (eucalipto y pino)	64	95	102	21	74	113	58
Madera Aserrada coníferas y no coníferas	93	115	97	104	159	184	87
Papel y Cartón	34	32	36	25	26	25	13
Rolos de eucalipto	21	29	14	21	23	34	12
Total	1.673	2.158	1.921	1.477	2.167	2.403	1.272

Fuente: Care en base a datos de Aduana y Uruguay XXI.

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

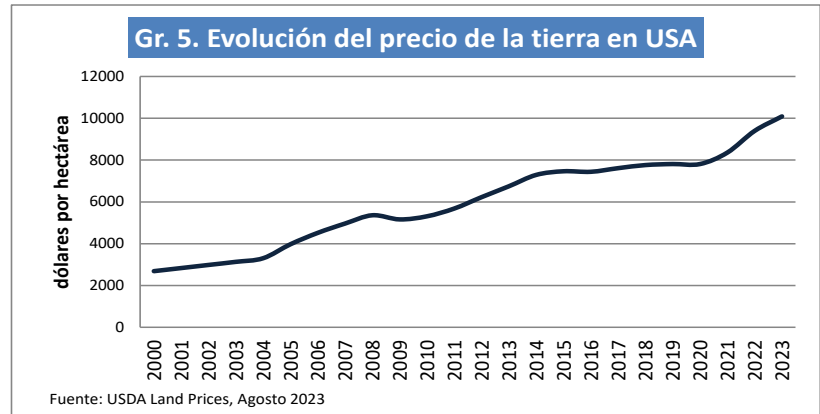
Las perspectivas de demanda internacional por tierra siguen siendo alentadoras y ubicarían los precios en niveles crecientes para el corto y mediano plazo, pero a tasas más moderadas que en el pasado. Esto es consecuencia de las dificultades que existen para la expansión de la frontera agrícola, sumado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

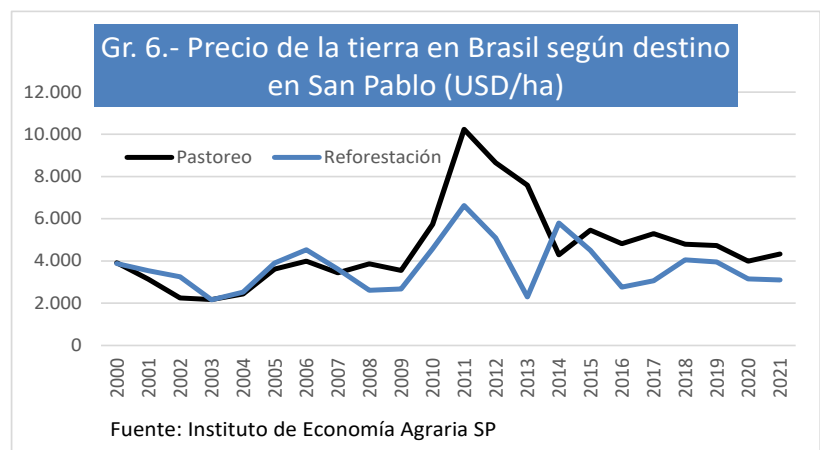
En lo que respecta al precio de la tierra en Estados Unidos, en lo que va del siglo XXI se observa una continua fase ascendente, con alguna excepción (2009 y 2015) en donde se verificaron mínimas reducciones, pero que no modifican la tendencia. El precio en Estados Unidos cayó únicamente en los primeros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

Durante el período 2000-2023, el incremento acumulativo anual del precio de la tierra en EEUU en dólares corrientes fue de un 5,9% anual, valor superior al de la inflación de la moneda norteamericana (2,49%), lo que determina un incremento real del 3,3%.

El precio de la tierra (promedio) se había mantenido relativamente estable entre 2017 y 2020, con aumentos mínimos en el entorno a la inflación del dólar, pero en los últimos tres años los valores se recuperan fuertemente mejorando en términos reales, pero también acompañando la inflación. En el año 2021 los precios promedio de la tierra aumentaron un 7,0%, en el año 2022 un 12,4% y en 2023 el aumento fue de un 7,4%. Si se analizan por separado las tierras agrícolas de las ganaderas, las primeras tuvieron entre 2021 y 2023 un aumento del 23,5% mientras que las segundas un 18,2%; esto se explicaría por los aumentos de precio de los productos agrícolas.



El comportamiento del precio de la tierra en Brasil, está afectado por el efecto del tipo de cambio, en la medida que en ese país la cotización del recurso se realiza en 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.



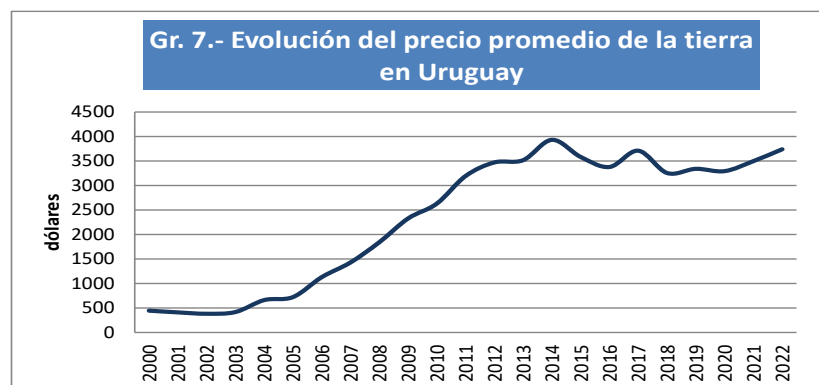
Para el año 2021, último reportado por el Instituto de Economía Agrícola de San Pablo los precios de la tierra aumentaron en dólares, en el entorno del 8%, recuperando parte de la reducción que se había verificado en el año anterior (16% para las tierras de pastoreo), como consecuencia de la devaluación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

La Cámara Argentina de Inmobiliarias Rurales (CAIR), institución que analiza la evolución de ese mercado estima que la actividad 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). En su último informe de julio de 2023, se establece que durante el primer semestre del 2023 ya se nota un repunte significativo en el nivel de actividad, explicado por una mejora en los precios internacionales, la superación de la sequía y el posible cambio de gobierno.

En el caso de Uruguay, la información reportada por DIEA-MGAP para el promedio de las transacciones de tierras muestra que verificó una muy fuerte valorización de los campos a partir de 2004 y hasta el 2014. A partir de 2015 comenzó 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.

En 2021 el precio de la tierra parece retomar su tendencia histórica de crecimiento, al aumentar un 6,2% respecto del año anterior. El último informe de "Precio de la Tierra" de DIEA, publicado el 10 de mayo de 2023 da cuenta de un nuevo incremento en los valores respecto del año anterior, en este caso del 6,9%. Importa destacar, que en los últimos tres años también se verifica un aumento significativo en las superficies transadas anualmente, lo que indicaría un mayor nivel de actividad en un mercado en alza. Estos últimos aumentos en los valores de la tierra se podrían explicar en parte como consecuencia del repunte de los precios internacionales, así como por el fortalecimiento del peso uruguayo con respecto al dólar, moneda con la que se realizan las transacciones de campos. 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.



Existen otras fuentes de información realizadas por consultoras y operadores del mercado¹⁷, que utilizando diferentes criterios de tasación estiman valores de campos de características similares y teniendo en cuenta los diferentes destinos productivos. Las metodologías más utilizadas son: la comparación de ventas reales de campos similares y la valuación según las rentas esperadas. En general el valor de mercado surge de la integración de ambas metodologías. Del estudio de varias tasaciones de campos a las cuales CARE tuvo acceso, los resultados obtenidos están alineados con la información suministrada por DIEA.

Existe una proporcionalidad comprobada¹⁸ entre el índice de CONEAT y el precio con valores de campo con CONEAT por encima de 100, pero cuando los índices están por debajo de 100, los precios también caen pero no exactamente en la misma proporción que cuando están por encima de 100. Esto básicamente se explica porque muchos de los campos por debajo de 100 son demandados para producciones diferentes a la carne y a la lana (arroz, forestación), rubros considerados para determinar el valor del índice.

La valorización del precio de la tierra es un componente relativamente importante de ingreso final del fideicomiso (20,5%) por lo que lo que finalmente ocurra con su comportamiento tendrá una contribución sustancial con el retorno final de la inversión. La última actualización del modelo financiero supone una valorización acumulativa anual de un 3% desde 2022 y hasta 2035, por lo que resulta importante conocer que ha sucedido en el pasado como forma de tener una cierta aproximación con lo que pueda ocurrir en el futuro.

Para ello CARE analizó con la información de los precios de la tierra (en dólares corrientes) de una serie de 53 años (1970 a 2022) 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 7,8%.
- 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%.

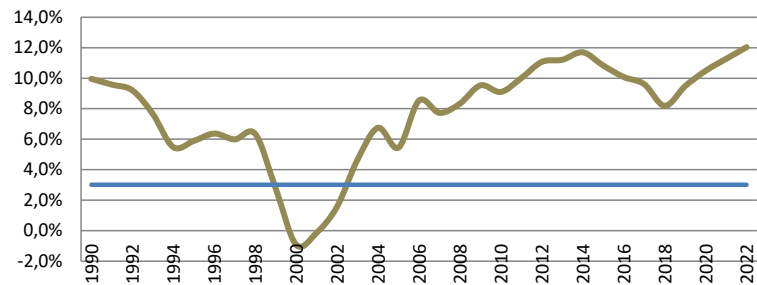
Si el mismo análisis se realiza para períodos de 30 años la tasa de crecimiento anual cae levemente (7,3%), y el mínimo crecimiento anual es de 5% y en ningún período estaría por debajo del valor considerado.

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 12% de crecimiento anual).

¹⁷. SERAGRO, Agroclaro, Consur y operadores privados

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

Gr. 8.- Tasa de crecimiento anual del precio promedio de la tierra en períodos de 20 años



Fuente: elaborado en base a datos de DIEA - MGAP

CARE entiende que si bien cabe esperar para el mediano y largo plazo aumentos sostenidos en los precios de la tierra, éstos no serían de similar magnitud que el pasado. Muy probablemente los aumentos de precios compensarán la inflación de largo plazo de Estados Unidos¹⁹, más un pequeño componente por incremento de la productividad de la tierra, de esta forma se deberían ubicar entre el 2 y el 4% anual. Esto no implica que existan períodos de mayores tasas anuales de crecimiento, como pudiera ser en los próximos años. La elevada inflación internacional, el nuevo ciclo agrícola y los actuales precios de la tierra, podrían determinar la ocurrencia de mayores tasas de crecimiento del precio a corto plazo

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.

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

¹⁹. Se estima en aproximadamente un 2%. En la actualidad está muy por encima de esos valores pero no se han incorporado aún a las nuevas proyecciones.

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.

Por el momento, 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+.uy²⁰ de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.

Comité de Calificación



Ing. Julio Fleve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrian Tamber

²⁰. **BBB+.uy**. Se trata de instrumentos emitidos por empresas o sociedades que presentan un riesgo medio-bajo para la inversión. Su capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados es buena. El propio papel, la condición de la empresa, la calidad del proyecto y las características del entorno, dan en conjunto moderada satisfacción a los análisis practicados, sin perjuicio de alguna debilidad en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo (papel, proyecto, empresa, entorno). Podría incrementarse el riesgo del instrumento ante eventuales cambios previsibles en el proyecto tal como fue presentado, en la sociedad emisora, en el sector económico a la que pertenece, o en la economía en su conjunto. La probabilidad de cambios desfavorables previsibles en el entorno es de baja a media - baja, y compatible con la capacidad de la empresa de manejarlos aunque incrementando el riesgo algo más que en las categorías anteriores. Grado de inversión mínimo. **La inclusión del signo + indica que la calificación se acerca más a la categoría superior.**