

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

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
25	V EL ENTORNO
36	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

Actualización de la Calificación de Oferta Pública de los Certificados de Participación del Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 4 23 - 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 330.000.000
Fecha de la suscripción de los valores:	10 de abril 2019.
Plazo:	de vigencia del fideicomiso: máximo de 30 años.
Distribuciones:	Cuando existan Fondos Netos Distribuibles según resultados y a partir del tercer año, 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 Forestal Bosques del Uruguay 4" manteniendo la categoría BBB+.uy de grado inversor.

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

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico ofrece las garantías necesarias tal como se aprecia en el informe jurídico del Anexo I de la calificación original.
- Un proyecto que desde el punto de vista físico y económico supera diversas pruebas a los que razonablemente la emisora y la calificadora han sometido el proyecto. La última actualización del flujo financiero presentada en marzo de 2023 estimó una TIR de 8,6% para el escenario que podría ser el más probable, que resultó levemente menor a la estimada en 2022 (8,9%).
- Un proyecto que en sus líneas fundamentales repite otros tres con el mismo negocio y actores intervinientes, en los que se vienen cumpliendo razonablemente los planes de negocios establecidos. Todos los fideicomisos tienen nota de grado inversión y son calificados por CARE. Los desvíos observados han sido debidamente justificados por el operador y el comité de vigilancia, responden a situaciones coyunturales del mercado, y en principio no generan cambios en la marcha del proyecto
- Un negocio compuesto por la adquisición de 55.365 hectáreas de tierras forestales sobre las cuales al 30 de junio de 2023 hay plantadas 33.561 has, y hay 1.614 disponibles para plantar, con lo que se obtendrá un aprovechamiento promedio del 64%. El Fideicomiso también arrienda un total de 6.030 hectáreas de las cuales hay plantadas unas 3.572. El área forestada, entre los campos propios y arrendados, es del orden de las 39.000 hectáreas.
- En este caso, se adquirió una extensión de tierras con un negocio en marcha, con la cual se mitigaron considerablemente los riesgos de adquisición y plantación, aunque el plan de negocio considera la reconversión de buena parte del área que estaba plantada con pinos, para ser plantada con eucaliptus para obtener mayoritariamente madera de calidad.
- La capacidad de gestión de la empresa administradora del proyecto – Agroempresa Forestal – se mantiene bajo los estándares de eficiencia evaluados en los anteriores informes de actualización, lo que se ratifica en los distintos informes de las partes involucradas.
- Un diseño de gobierno corporativo que acota el riesgo a los inversionistas y que hasta la confección del presente informe ha funcionado en forma adecuada incluso se ha venido ajustando con la inclusión de los nuevos Fideicomisos.

- Se destaca la alineación de incentivos entre el Fideicomiso y el Administrador ya que este último adquirió Certificados de Participación (CP) por el 0,6% del monto total de la oferta pública en la primera emisión. Asimismo, Agroempresa Forestal se obliga a adquirir en cada año en el mercado secundario, los CP que sean ofrecidos, por un monto equivalente al 0,6% de la emisión inicial, hasta completar una participación total del 3% al quinto año de la fecha de emisión. A diciembre de 2022 la empresa ya ha adquirido CPs de los diferentes Fideicomisos “Bosques del Uruguay” por unos 11,5 millones de dólares.
- 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, en enero se registró un foco de incendio, sin pérdidas relevantes para el Fideicomiso.
- El presupuesto para el año 2023 estimaba en principio lograr ingresos por unos 45 millones de dólares, que serían en mayor medida provenientes de exportaciones de madera aserrable (pinos y eucaliptos) y en menor medida por ventas de madera para pulpa a las plantas de celulosa. Sin embargo, durante el primer semestre del año, los resultados logrados han estado por debajo de lo esperado en el plan y el presupuesto anual, básicamente como consecuencia del menor dinamismo del mercado externo. La últimas proyecciones realizadas por el operador a junio de 2023 estiman que los ingresos totales alcanzarían a los 30 millones de dólares, un 34% menos que lo proyectado para el año.
- Los menores ingresos esperados para el año, sumado a una reducción en los márgenes brutos y a un incremento de los gastos generales, determina que el resultado de gestión² que se esperaba que fuese positivo (USD 2,69 millones), pasaría a ser negativo al finalizar el año (USD -3,91 millones).
- Siguen los avances en la construcción del proyecto industrial Olimar, se tiene ya un avance significativo en la obra civil, se está instalando la caldera y los equipos. El costo inicial de la inversión se estima que finalmente estará un 31% por encima del proyecto aprobado, como consecuencia de la depreciación del dólar frente al peso uruguayo y por el incremento de algunos costos. Sin embargo, el operador presentó una nueva proyección financiera, con mejoras en los precios de venta del producto final y de algunos coeficientes técnicos, resultando que se mantendría la rentabilidad original del proyecto.
- La última tasación de las tierras y bosques del fideicomiso fue presentada a diciembre de 2022. Esa tasación arrojó un valor total de 452,6 millones de dólares, conformado por 161,05 millones por la tierra, 3,16 millones por ingresos futuros de los pastoreos y 288,43 millones por concepto de ingresos forestales. La nueva tasación da cuenta de un aumento del 11,9% en el total, explicado en mayor medida por el incremento en el valor de los montes forestales. El patrimonio que surge de los Estados Contables

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

del fideicomiso al 30 de junio de 2023 era de USD 463,21 millones, valor muy superior a la emisión recibida de USD 330 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 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 probablemente a partir de 2024. 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. En este caso particular, los montes ya están implantados y si bien ya estarían otorgados todos los permisos y las autorizaciones previas, están surgiendo dificultades al momento de realizar las reforestaciones, como resultado de la aplicación del decreto 405/21 de diciembre de 2021.

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

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

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

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

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

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

2. Antecedentes generales y hechos salientes del período

a. Antecedentes generales

- El Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 4 tiene como objetivo proveer a los inversores retornos a largo plazo logrados esencialmente a través del producto de las ventas de la madera y bosques en pie y la valorización del activo tierra, y a la vez, aunque en menor medida, del producto de la venta de bonos de carbono y de pastoreo de las tierras no forestadas, siguiendo protocolos de inversión y administración, con adecuados estándares productivos, ambientales y sociales.
- Como antecedente más relevante hay que mencionar a los Fideicomisos Financieros Forestales Bosques del Uruguay I, II y III, que emitieron certificados de participación en agosto de 2011, en octubre de 2014 y en diciembre de 2016 por un monto de 50, 70 y 190 millones de dólares respectivamente. Estos fideicomisos, con idéntica administración que la del presente, vienen cumpliendo a satisfacción con los planes de negocios originales, análogos al que se presenta en esta oportunidad.
- El desarrollo del emprendimiento forestal comienza con la adquisición de tierras y bosques, sigue con el manejo silvicultural de los árboles y culmina con la cosecha y comercialización de la madera, sea ésta con destino a la producción de pulpa de celulosa o el aserrío.
- El plazo del Fideicomiso es de 30 años como máximo, o hasta el momento en que se liquiden en forma total los Certificados de Participación emitidos por el Fiduciario, y se cancelen las demás obligaciones del Contrato. No obstante, en virtud del alcance del proyecto y la edad actual del activo que se adquirió, se estima una duración aproximada de 20 años.
- El Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 4, quedó constituido el 17 de diciembre de 2018, mediante la firma del contrato respectivo entre EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A. en calidad de "Fiduciario", Agroempresa Forestal S.A. en calidad de "Administrador", y los Suscriptores Iniciales de los Valores en calidad de "Fideicomitentes".
- Con la emisión se adquirió un patrimonio que ya se encontraba forestado y en plena operación. Se compraron un total de 55.365 hectáreas, integrado por dos bloques: el Norte (Terena) con 18.802 hectáreas y el Noreste (Guanare) con 36.563 hectáreas. Los campos del Bloque Noreste se encuentran en Cerro Largo y Treinta y Tres y los del Bloque Norte en Tacuarembó y Rivera.
- La superficie plantada en campo propio actualmente es de unas 33.561 hectáreas y hay aproximadamente 1.614 disponibles para plantar, lo que arrojaría un aprovechamiento promedio de 64%. Aproximadamente el 33% de la superficie sigue siendo de pino (11.400 has aproximadamente).
- El Fideicomiso arrienda también actualmente un total de 6.030 hectáreas de las cuales hay hoy plantadas unas 3.572. Los campos arrendados se encuentran en los departamentos de Cerro Largo, Treinta y Tres, Tacuarembó, Rivera y Durazno.

- Al cierre del proyecto el ingreso total estimado por ventas corresponderá en un 51% a la venta de madera, un 33% a la venta de bosques en pie, y finalmente un 15% a la venta de tierra al final del proyecto. Los ingresos por pastoreo son marginales. Estos ingresos se estimaron descontando el flujo esperado a una tasa del 6%.
- El plan de negocio supone que en la medida que se vayan cortando los montes de pino, las áreas cosechadas serán replantadas con eucaliptus orientado a la producción de madera para aserrío libre de nudos y en las zonas menos productivas se plantarán especies de eucaliptus con destino a la producción de pulpa de celulosa.
- El 28 de agosto de 2019 el Fideicomiso tomó posesión de los campos adquiridos, y se inician las operaciones por parte del Operador.
- El fideicomiso cuenta con la certificación FSC (Forest Stewardship Council o Consejo de Administración Forestal en español). A la fecha (junio de 2023) el Fideicomiso tiene el 66% de sus hectáreas certificadas y se sigue trabajando en la incorporación de más predios y áreas.
- A los efectos de atender los déficits de caja derivados de los costos de cosecha y el proceso de exportación, el Fideicomiso ha incurrido en la contratación de créditos de corto plazo con bancos privados de plaza (créditos de prefinanciación de exportaciones), los cuales en varias oportunidades se han ido renovando. Asimismo el Fideicomiso ha contraído un crédito de largo plazo que se viene amortizando sin inconvenientes. En todas las oportunidades, se ha contado con la aprobación del comité de vigilancia y el fiduciario lo ha comunicado a la Calificadora.
- El 28 de diciembre de 2020 se realizó una Asamblea de Titulares de los Certificados de Participación con la representación del 100% y se decidió modificar algunos términos y condiciones de los CPs. Los cambios refieren a la modificación de la paramétrica del ajuste de los honorarios de Agroempresa Forestal y también se acordó subir información una vez por año de los Fideicomisos a la WEB de Bosques del Uruguay.
- En enero de 2022 se firmó una nueva modificación del contrato de Fideicomiso cuyo principal objetivo fue el de incluir dentro del Plan de Negocios la realización de "Proyectos Industriales" que permitan la percepción de un mayor retorno a los inversores.
- El 16 de junio de 2022 la asamblea de beneficiarios aprobó por unanimidad la venta anticipada de un predio de 139 hás ubicado sobre la Ruta 27 a 3 km de la ciudad de Rivera. El establecimiento está muy cerca de la ciudad de Rivera y sería muy difícil reforestarlo por el riesgo de incendio en cercanías de los centros poblados.
- En la Asamblea del 16 de junio de 2022 también se aprobó por mayoría la ejecución del Proyecto Olimar, el que se financia con un préstamo de largo plazo (10 años).

- La última tasación de los campos y bosques del fideicomiso se realizó a diciembre de 2022 y fue realizada por las mismas dos empresas que tasaron el activo en 2021. La consultora nacional Agroclaro tasó las tierras y una empresa neozelandesa (Woodlands Pacific) los bosques. Esta tasación arrojó un valor total de 452,64 millones de dólares, conformado por 161,05 millones por la tierra, 3,16 millones por ingresos futuros de los pastoreos y 288,43 millones por concepto de ingresos forestales.

b. Hechos salientes del período

- Durante el primer semestre del año, las ventas brutas realizadas estuvieron por debajo de lo esperado en el plan y el presupuesto. Esto fue consecuencia del deterioro del mercado externo para la madera de pino y de eucaliptus, principal mercado y productos para este fideicomiso. En el período analizado enero-junio de 2023 los ingresos por exportaciones de pino estuvieron un 21% por debajo de lo planificado y los de eucalipto un 30%, también por debajo de lo planificado originalmente para el período.
- Por su parte, la demanda interna por madera para aserrío, también estuvo débil y las colocaciones por debajo de las previsiones. Sin embargo la demanda por madera para pulpa por parte de las plantas de celulosa se mantuvo según las previsiones, incluso durante el período los ingresos por pulpa estuvieron un 61% por encima de lo proyectado para el período.
- Ante esta situación del mercado, y sobre la base del mantenimiento de la actual coyuntura, al menos hasta fin de año, el operador ajustó a la baja las previsiones de ingresos para el año 2023, las que se reducirían en un 34%. Se estiman ingresos brutos para el año cercanos a los 30 millones de dólares, cuando las previsiones originales eran de 45 millones. Como se puede ver en el cuadro siguiente las mayores diferencias se darían en la madera para aserrío de pino y de eucalipto, tanto para el mercado interno como para la exportación. Por su parte, los ingresos por concepto de madera para pulpa terminarían el año levemente por debajo de las previsiones (-9%).

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

Actividad	Primer semestre			TOTAL 2023		
	Real	Presupuesto	Diferencia	Estimado	Presupuesto	Diferencia
Energía	930.869	0	930.869	1.031.349	0	1.031.349
Eucaliptus aserrable MI	37.246	1.342.852	-1.305.606	1.760.720	5.404.892	-3.644.172
Pino aserrable MI	451.998	1.238.420	-786.422	1.521.288	2.705.932	-1.184.644
Pulpa	4.504.613	2.800.456	1.704.157	8.121.464	8.878.599	-757.135
Eucaliptus aserrable ME	3.942.279	5.656.287	-1.714.008	8.809.304	15.185.466	-6.376.162
Pino aserrable ME	4.870.805	6.165.599	-1.294.794	8.178.532	12.453.937	-4.275.405
Pastoreo	52.143	218.892	-166.749	437.783	437.783	0
Total	14.789.953	17.422.506	-2.632.553	29.860.440	45.066.609	-15.206.169

Fuente: El Operador

- En el otoño 2023 se sembraron unas 249 hectáreas de eucaliptos en tres predios, y se ajustaron a la baja las áreas a plantar en la primavera, como consecuencia de un menor avance en las cosechas de pino y a que aún no se cuenta con las autorizaciones de DGF y DINACEA para plantar algunas hectáreas en dos predios que estaban presupuestados para reforestar el segundo semestre. La inversión total en implantación para el año corriente se estima que ascienda a US\$ 2.6 millones (-19% respecto al presupuesto original).

- En el primer semestre del año, la inversión en manejo (podas y raleos) estuvo un 11% por debajo de lo presupuestado dado que se podaron menos hectáreas que las planificadas debido al déficit hídrico del periodo que incrementó el riesgo de incendio. El comité de vigilancia destaca que los costos unitarios de la poda, medidos en dólares superan lo presupuestado, en rangos que van desde 6% hasta 36% en la poda más alta. Se estima que al finalizar el año las inversiones en manejo terminen en línea con el presupuesto.
- En el primer semestre los costos de producción se ubicaron por debajo de lo presupuestado (-12%), como resultado de una menor cosecha de pinos y eucaliptus para exportación. Suponiendo un mantenimiento de la actual coyuntura desfavorable para el exportación de madera para aserrío, se proyecta que al finalizar el año los costos de producción quedarían un 30% por debajo de lo proyectado.
- Los gastos operativos en el primer semestre estuvieron un 8% por encima de lo presupuestado, con variaciones en su composición entre rubros. El ítem que más se incrementó y que explica parte del desvío general es el de protección, considera los gastos de vigilancia de incendios y se explican por los mayores riesgos derivados de la sequía.

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

Actividad	Primer semestre			TOTAL 2023		
	Real	Presupuesto	Diferencia	Estimada	Presupuesto	Diferencia
Costos de Producción	10.949.287	12.410.221	-1.460.934	21.677.899	31.036.275	-9.358.376
Inversiones Implantación	981.170	1.305.467	-324.297	2.636.334	3.249.262	-612.928
Inversiones Manejo	284.112	317.745	-33.633	563.195	541.138	22.057
Gastos	3.968.052	3.678.791	289.261	8.453.151	7.682.688	770.463
Total	16.182.621	17.712.224	-1.529.603	33.330.579	42.509.363	-9.178.784

Fuente: El Operador

- Teniendo en cuenta la difícil coyuntura de mercados el operador ha realizado una revisión del plan comercial que implica una reducción de ingresos y márgenes brutos. Estos puntos son los principales motivos por los que el resultado de gestión muestra un claro deterioro, pasando de US\$ 2,69 millones presupuestados para el año 2023 a un resultado negativo de US\$ -3,91 millones.
- En el período informado se cancelaron 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.
- Durante el primer semestre de 2023 ingresaron en el certificado FCS® un total de 1.209 hectáreas adicionales ubicadas dos los predios del Fideicomiso, alcanzando de esta manera al 68% de sus hectáreas certificadas.
- En el mes de enero de 2023, se registró un foco de incendio en un predio del Fideicomiso. No se produjeron pérdidas materiales relevantes y el sistema de protección y detección de incendios fue muy exitoso.

- 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 dos predios con mayor afectación, especialmente en las áreas de suelos más superficiales y en 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 epicórmicos³; 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.
- Respecto de la planta de Olimar, se avanza según lo planificado en la obra civil que el segundo semestre del año ya tenía un avance significativo. Ya se está montando la caldera y en el segundo semestre del año se instala la maquinaria.
- El costo inicial de la inversión se estima esté un 31% por encima del proyecto aprobado. Este aumento del costo de la inversión se debe principalmente a dos factores, una depreciación del valor del dólar frente al peso uruguayo y el incremento de algunos costos.
- El operador presentó una actualización del modelo Financiero del proyecto industrial y si bien se proyectan mayores costos de inversión y mayores costos operativos, se modifican también los coeficientes técnicos de producción y los precios de venta, con lo que la TIR del proyecto industrial no registraría mayores variaciones, siempre y cuando los precios de venta de las láminas cumplan con el objetivo planteado, ya que el resultado es altamente sensible a esta variable.

3. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- Balance con informe de auditoría al 31 de diciembre de 2022 de Agroempresa Forestal.
- Estados Contables intermedios del Fiduciario al 30 de junio de 2023.
- Estados Contables intermedios del Fideicomiso al 30 de junio de 2023.
- Informes del operador, el último a junio de 2023.
- Informes del Comité de Vigilancia, el último a junio de 2023.
- Calificaciones y actualizaciones de los Fideicomisos Financieros Forestales Bosques del Uruguay I, II y III realizadas por CARE.
- Información relevante del sector forestal.
- Tasaciones de tierra y plantaciones (Agroclaro y Woodlands Pacific) a diciembre de 2022.
- Proyecciones financieras actualizadas en marzo de 2023.

³. Brotes que crecen en el área ya podada como consecuencia del stress hídrico.

II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

Se ofrecieron en oferta pública certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 4, creado por contrato correspondiente de fideicomiso financiero. Este contrato, los certificados y los demás contratos citados se analizan en la presente sección.

1. Descripción general

Denominación: Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 4

Fiduciario: EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.

Operador administrador: Agroempresa Forestal S.A.

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

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

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

Organizador: Agroempresa Forestal S.A.

Títulos emitidos: Certificados de participación

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

Moneda: Dólar fondo

Importe de la Emisión: USD 330.000.000

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

Calificación de Riesgo: BBB+.uy

2. El análisis jurídico

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

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

El informe finalmente concluye: ***"...En conclusión y contemplando todos los aspectos involucrados, el negocio fiduciario cuenta con un razonable grado de cobertura, no advirtiendo riesgos jurídicos relacionados con el proceso de emisión"***.

3. Riesgos considerados

Riesgo jurídico de estructura. Comprende el análisis de la eventualidad de incumplimientos en el pago a los beneficiarios, derivado de defectos en la estructura jurídica por no cumplir con alguna norma vigente, así como eventualmente por la aplicación de sentencias judiciales derivadas de demandas de eventuales perjudicados por la creación oportunamente descrita. Visto el informe antes mencionado, que reitera en lo esencial el de los Fideicomisos anteriores I, II y III se concluye que el *riesgo jurídico de estructura se considera prácticamente inexistente.*

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

III. LA ADMINISTRACIÓN

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

1. Ef Asset Management (EFAM)

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

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

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

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

Situación económica y financiera

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

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

A continuación se presentan los EE.CC del Fideicomiso al cierre del primer semestre de 2023.

Cuadro 5: Estado de Situación del Fideicomiso (miles de USD)

Concepto	30/6/2023	31/12/2022	31/12/2021
Activo Corriente	17.065	13.401	13.024
Activo no Corriente	473.984	471.224	422.304
Total Activo	491.050	484.626	435.328
Pasivo Corriente	16.649	9.843	11.006
Pasivo no Corriente	11.189	11.122	5.785
Total Pasivo	27.837	20.965	16.791
Patrimonio	463.213	463.661	418.537
Total Pasivo y Patrimonio	491.050	484.626	435.328
Razon Corriente	1,02	1,36	1,18

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Como de costumbre, en un periodo intermedio no se realizan nuevas tasaciones, por lo que los valores contables de tierra y montes al 30/6/2023 son los estimados al cierre del ejercicio 2022 con las modificaciones propias de la operativa del semestre.

El patrimonio contable, puede observarse en el cuadro precedente era de USD 463.2 millones, valor muy superior, en términos nominales, a la emisión recibida de USD 330 millones.

En cuanto al pasivo, se registran diversos créditos bancarios con un saldo a la fecha de cierre del semestre de USD 17.5 millones de los cuales, USD 11.2 son de corto plazo.

Cuadro 6: Estado de Resultados Fideicomiso (miles de USD)

Concepto	30/6/2023	30/6/2022	31/12/2022
Ingresos operativos	15.039	27.218	37.458
Cambio valor activo biológico	-	-	42.396
Costo de los bienes vendidos	(11.784)	(21.985)	(30.198)
Resultado Bruto	3.254	5.233	49.656
Gastos administración y ventas	(4.485)	(5.943)	(10.258)
Resultados financieros	(675)	(919)	(1.253)
Resultados diversos	-	-	-
Resultados antes IRAE	(1.905)	(1.628)	38.146
IRAE	1.457	2.487	856
Resultado del periodo	(448)	859	39.001
Revaluación tierra	-	-	6.658
Impuesto diferido asociado	-	-	(536)
Resultado integral del periodo	(448)	859	45.123

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Los ingresos registrados en el periodo, según cuadro precedente, responden casi en su totalidad a venta de madera, marginalmente hay ingresos por pastoreos y otros. En este caso, no corresponde registrar cambios en el valor de activos biológicos (ni del valor de la tierra) 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 acotado. Por otra parte, se prevé su sustitución en caso de constatarse desvíos que así lo justifiquen. *Riesgo bajo.*

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

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

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

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

1. Bienes fideicomitidos y aspectos descriptivos del proyecto

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

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

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

La última actualización del flujo financiero se presentó con datos reales a diciembre de 2022 y una proyección para el período 2023-2039.

Se presentaron diferentes escenarios, suponiendo distintas evoluciones de precios de la madera, costos de producción y evolución del precio de la tierra a partir de 2023 y hasta la finalización del Fideicomiso en 2039. De los diferentes escenarios presentados, el que para CARE podría ser el más probable, considera los siguientes supuestos:

- Los precios de los productos ajustan según la Inflación de EEUU (proyectada por BEVSA)⁴. 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 futuros⁵.

Por otra parte, los rendimientos proyectados se mantienen alineados al comportamiento real que se viene observando en los montes, y los precios y costos parten de los niveles actuales. El valor final de los bosques es el flujo de 20 años de ingresos futuros descontados al 8,5%, superior al utilizado en la tasación (7,5%) y superior también al costo de oportunidad estimado por CARE en esta oportunidad (6,37%).

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

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

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

⁴. Se estima la inflación histórica de EEUU del entorno del 2,1-2,3%, asumiendo que se volvería a esos niveles.

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

Fuente: El Operador

Como puede observarse la tasa de retorno esperada en los diferentes escenarios tiene poca variación con los supuestos realizados.

El escenario 3, es el que se corresponde con el que para CARE podría ser el más probable. Sería con un aumento en el precio de la madera en el entorno de la inflación de EEUU, o sea un mantenimiento en términos reales. Las proyecciones del Banco Mundial para los próximos diez años suponen un aumento entre un 1,1 y un 1,5% anual dependiendo del origen (ver Sección V). Para el caso de la tierra un incremento de un 3% anual parece razonable, siendo el valor mínimo del rango que la calificadora en general utiliza para las proyecciones (entre 3 y 4%).

En el escenario 6 se supuso que los precios de la madera y los costos de producción se mantuvieran constantes en términos nominales durante todo el período y solamente aumentara el precio de la tierra en un 1,5%.

En el escenario 6 se supuso que los precios de la madera y los costos de producción se mantuvieran constantes en términos nominales durante todo el período, al igual que los de la tierra. Es el escenario más desfavorable y como puede observarse, aún en el caso que no haya ningún aumento en los precios de la madera, ni en el precio de la tierra en los años que quedan, la TIR seguiría siendo aceptable (7,2%).

2. Nueva estimación del costo de oportunidad del capital.

El costo de oportunidad del capital propio teóricamente pone un piso a la rentabilidad esperada de un proyecto y es el indicador clave para descontar los flujos de fondos esperados. 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 menor a la TIR estimada para el escenario que CARE estima como más probable (8,6%), lo que indicaría que la rentabilidad sería mayor a la teórica.

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 Uruguay⁶. 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 también en este caso al costo de oportunidad, que solamente contempla el riesgo país.

Si bien estas comparaciones no pueden tomarse en sentido estricto, constituyen una referencia que – entre otras- ayuda a conformar un juicio acerca de la inversión.

3. Cumplimiento de los estándares mínimos del proyecto.

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

⁶ Curva Spot de Rendimientos de Títulos Soberanos Uruguayos emitidos en moneda nacional indexada a la inflación o en dólares, según sea el caso.

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.

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.

4. Tasación de la Tierra y los Montes Forestales

A diciembre de 2022 se presentó la última tasación de la tierra y plantaciones del Fideicomiso. Se presentaron dos tasaciones realizadas por empresas diferentes, que fueron las mismas que en el año anterior. Agroclaro realizó una tasación de las tierras sin considerar el valor de los bosques y la empresa Woodlands Pacific realiza la tasación de los montes considerando la tierra al valor estimado y definido por la primera.

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

En el siguiente cuadro se presenta la evolución de los valores de los campos y bosques del Fideicomiso, según la información proveniente de las tasaciones realizadas anualmente. Cabe aclarar que los valores del año 2020 fueron realizados por otra empresa y bajo una metodología diferente que subvaloraba el valor de la tierra.

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

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

Fuente: Tasaciones

Esta tasación se basa en la siguiente metodología:

- 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- se estima descontando los flujos futuros de ingresos a una tasa del 7,5%.

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

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

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

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

Riesgo de descalce de monedas. Los ingresos y egresos más relevantes están previstos en la misma moneda. *Riesgo casi nulo.*

V. EL ENTORNO

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

Por políticas públicas se entiende no solo las domésticas sino las de los países con los que existe comercio. Con relación a la política sectorial del país, 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).

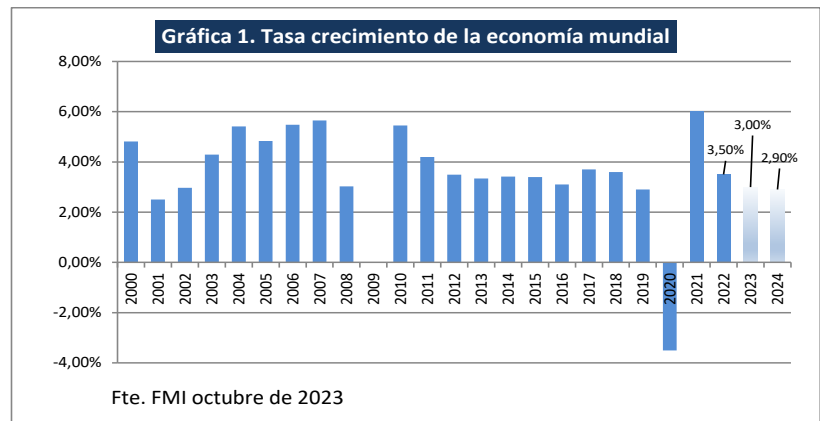
El incremento de la demanda enfrenta una oferta que se ha visto limitada por crecientes medidas de protección de los bosques nativos, así como también el control que se realiza sobre los de rendimiento. Por su parte, las políticas destinadas a atenuar los impactos del cambio climático también promueven 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 6,9% en 2023 y 5,8% 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.

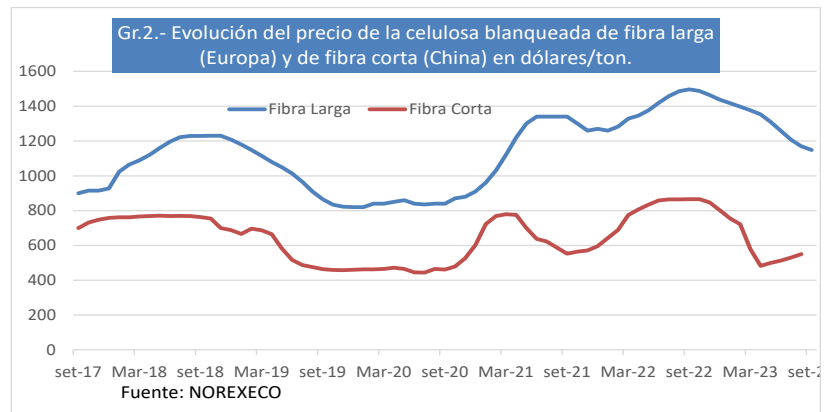
Por el lado positivo, la inflación podría disminuir más rápidamente de lo previsto, reduciendo así la necesidad de una política monetaria restrictiva, y la demanda interna podría ser más resiliente.

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 NBSK⁷ (principal cotización internacional, correspondiente a pulpa de coníferas de fibra larga en Europa), y de la BHKP⁸ (pulpa de fibra corta en China). Puede observarse el comportamiento comentado en el párrafo anterior.

⁷. Northern Bleached Softwood Kraft Pulp. Pulpa de celulosa blanqueada de fibra larga

⁸. 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.

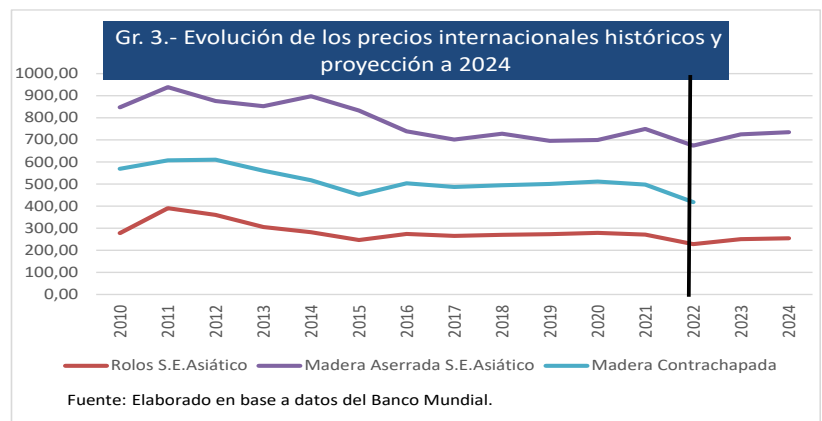
Algunas proyecciones a las que CARE tuvo acceso, estiman que la tendencia descendente en los precios de la celulosa habría culminado y podría esperarse una leve recuperación en el corto plazo al menos para el caso de la fibra corta (entre 7 y 10%), ya que se encuentra bajo en términos históricos.

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.

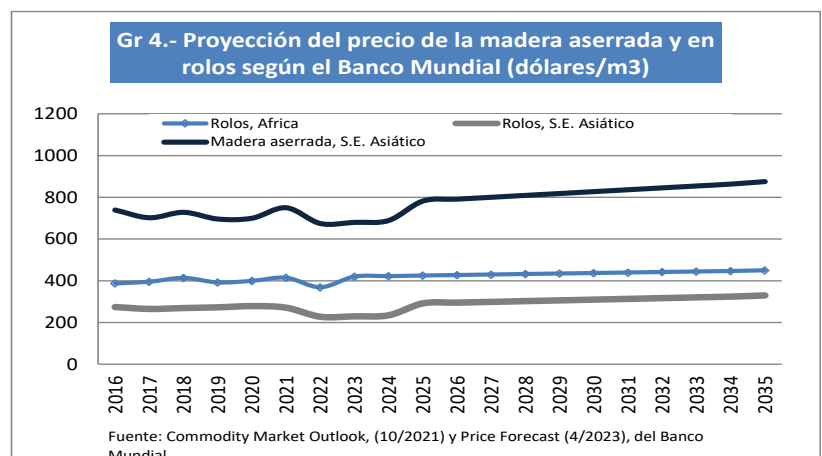
Para el caso de la madera de eucaliptus en bruto con destino aserrío, el comportamiento de la demanda ha mostrado una evolución similar al de la celulosa, aunque menos marcada. Por su parte, los precios mantienen una leve tendencia al crecimiento viéndose afectados mayormente los volúmenes comercializados. 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 Mundial⁹ 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).



⁹ 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 9. 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

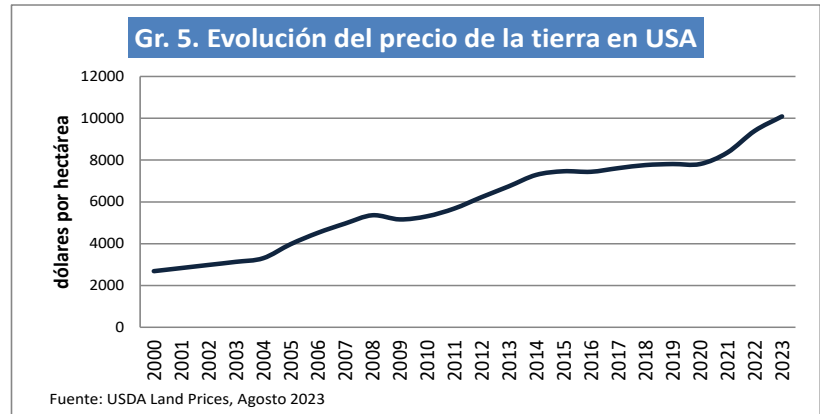
Las perspectivas de demanda internacional por tierra siguen siendo alentadoras y ubicarían los precios en niveles crecientes para el corto y mediano plazo, pero a tasas más moderadas que en el pasado. Esto es consecuencia de las dificultades que existen para la expansión de la frontera agrícola, sumado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

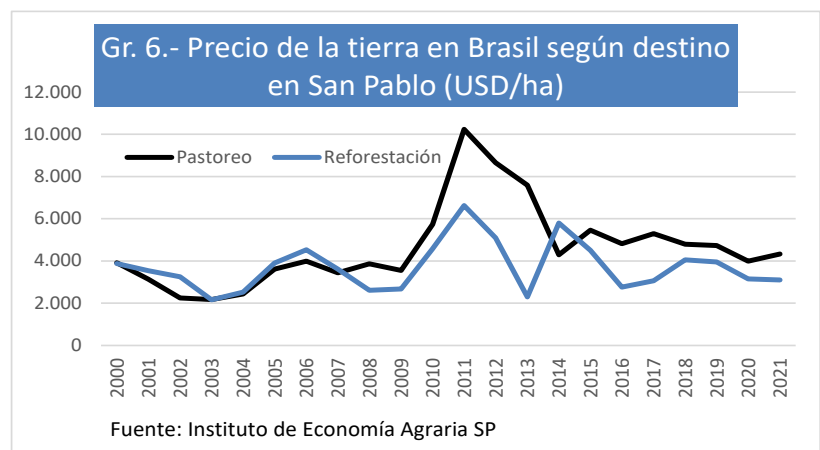
En lo que respecta al precio de la tierra en Estados Unidos, en lo que va del siglo XXI se observa una continua fase ascendente, con alguna excepción (2009 y 2015) en donde se verificaron mínimas reducciones, pero que no modifican la tendencia. El precio en Estados Unidos cayó únicamente en los primeros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

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.



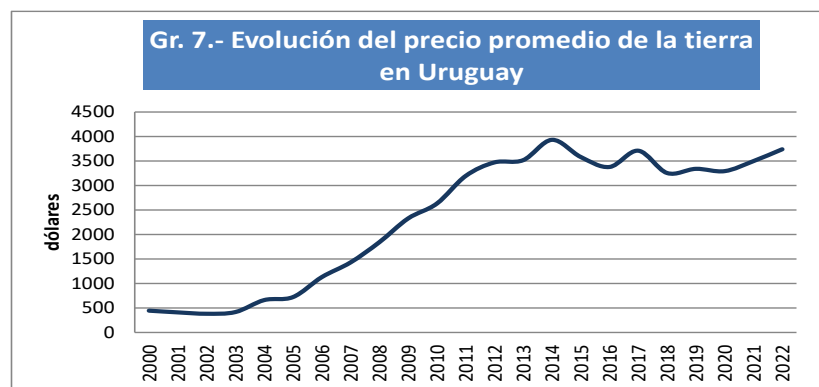
Para el año 2021, último reportado por el Instituto de Economía Agrícola de San Pablo los precios de la tierra aumentaron en dólares, en el entorno del 8%, recuperando parte de la reducción que se había verificado en el año anterior (16% para las tierras de pastoreo), como consecuencia de la devaluación 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 mercado¹⁰, 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 comprobada¹¹ 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%.

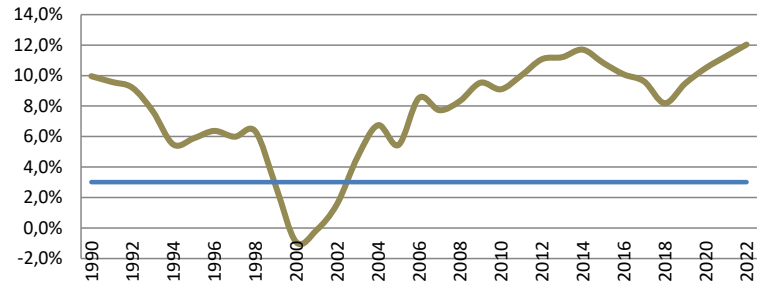
Si el mismo análisis se realiza para períodos de 30 años la tasa de crecimiento anual cae levemente (7,3%), y el mínimo crecimiento anual es de 5% y en ningún período estaría por debajo del valor considerado.

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).

¹⁰. SERAGRO, Agroclaro, Consur y operadores privados

¹¹. 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 Unidos¹², 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

2. 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

¹². 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.

bajó de 100 a 40 hectáreas el límite mínimo para requerir la autorización ambiental previa ante la DINACEA y también requerir esa misma autorización para las reforestaciones que no hubieran requerido originalmente esa autorización porque fueron realizadas previo a ese requerimiento. Asimismo se modificaron algunas categorizaciones de suelos y modificaron criterios para las evaluaciones de impacto ambiental.

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

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. Riesgo bajo.*

VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

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

En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos - tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación BBB+. ^{uy}¹³ de la escala de nuestra metodología. La inclusión del signo + indica que la calificación se acerca más a la categoría superior. Se trata de una calificación de grado inversor.

Comité de Calificación



Ing. Julio Freyre



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrian Tambler

¹³. **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.**