

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

*Montevideo, abril de 2024*

---

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

---

## Actualización de la Calificación de Oferta Pública 10 - abril - 2024

<b>Denominación:</b>	Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 4
<b>Fiduciario:</b>	EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A.
<b>Operador (Administrador) y Organizador:</b>	Agro Empresa Forestal S.A.
<b>Agente de Registro y Pago:</b>	EF Asset Management. Administradora de Fondos de Inversión S.A.
<b>Entidad Representante:</b>	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.
<b>Títulos emitidos:</b>	Certificados de participación escriturales
<b>Moneda:</b>	Dólares americanos
<b>Importe de la emisión:</b>	USD 330.000.000
<b>Fecha de Suscripción:</b>	10 de abril 2019.
<b>Distribuciones:</b>	Cuando existan Fondos Netos Distribuibles según resultados y a partir del tercer año, de acuerdo a procedimiento establecido.
<b>Activos del Fideicomiso:</b>	Tierra y bosques forestales.
<b>Plazo de vigencia</b>	del fideicomiso: máximo de 30 años.
<b>Vigencia de la Calificación:</b>	30 de noviembre de 2024.
<b>Calificación de Riesgo:</b>	BBB+.uy <sup>1</sup>
<b>Comité de Calificación:</b>	Julio Preve, Martín Durán Martínez y Adrián Tamber.
<b>Manual Utilizado:</b>	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros

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

## Resumen General

***CARE ha actualizado la calificación de los certificados de participación en el dominio fiduciario del "Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 4" manteniendo la categoría BBB+.uy de grado inversor.***

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

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico ofrece las garantías necesarias tal como se aprecia en el informe jurídico del Anexo I de la calificación original.
- Un proyecto que desde el punto de vista físico y económico supera diversas pruebas a los que razonablemente la emisora y la calificadora han sometido el proyecto. La última actualización del flujo financiero a diciembre de 2023 estimó una TIR de 9,5% para el escenario que considera los criterios de la calificadora en su visión del negocio para el largo plazo, la que resultó mayor a la estimada en 2023 (8,6%).
- 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 inversor y son calificados por CARE. Los desvíos observados vienen siendo debidamente justificados por el operador y el comité de vigilancia, y 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 31 de diciembre de 2023 hay plantadas 34.331 has, y hay 630 disponibles para plantar, con lo que se obtendrá un aprovechamiento promedio del 63%. El Fideicomiso también arrienda un total de 6.030 hectáreas de las cuales hay plantadas unas 3.600. 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 – Agro Empresa 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, Agro Empresa 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 2023 la empresa ya ha adquirido CPs de los diferentes Fideicomisos “Bosques del Uruguay” por unos 13,8 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 (unas 300 has totales de 3 predios) se han recuperado en su totalidad en la medida que se regularizaron las lluvias, aunque en dos de ellos se debió realizar una poda de brotes epicórmicos para no perder el volumen podado y mantener el valor de los árboles. No se registraron pérdidas relevantes de superficie forestada en el Fideicomiso. Por otra parte, en enero 2023 se registró un foco de incendio, sin pérdidas relevantes para el Fideicomiso.
- El presupuesto para el año 2023 estimaba en principio ingresos por unos 45 millones de dólares, que serían en su mayor parte 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, al finalizar el año los ingresos reales se ubicaron un 34% por debajo de presupuesto, esta reducción ocurrió como consecuencia de la existencia de mercado externo con muy poca demanda, que impactó en el plan comercial de exportaciones de eucaliptos y pino. Por su parte, los ingresos por venta de pulpa estuvieron un 15% por encima de lo presupuestado, pero ello no pudo contrarrestar las menores exportaciones.
- Las inversiones en plantación estuvieron un 35% por debajo de lo presupuestado para el año, explicado por menores cosechas de pinos (reconversión), y por la falta de algunos permisos. Por su parte, los costos de producción se ubicaron un 24% por debajo de lo planificado, como consecuencia de las menores ventas.
- En el cuarto trimestre de 2023 finalizó la obra civil y el montaje del proyecto industrial Olimar, se contrató el personal, se realizaron las primeras pruebas y en diciembre se comenzó con la producción de láminas en línea de debobinado.
- Se presenta una nueva tasación de las tierras y bosques del fideicomiso a diciembre de 2023. Esa tasación arrojó un valor total de 502,91 millones de dólares, conformado por 167,80 millones por la tierra, 3,71 millones por ingresos futuros de los pastoreos y 331,40 millones por concepto de ingresos forestales. La nueva tasación da cuenta de un aumento del 11,1% en el total, explicado en mayor medida por el incremento en el valor de los montes forestales. El valor de estos activos que se considera en los estados contables se comenta en la Sección III El patrimonio que surge de los Estados Contables del fideicomiso al 31 de diciembre de 2023 era de USD 507,7 millones, valor superior a la emisión recibida de USD 330 millones.

- La economía mundial ha mostrado señales de enlentecimiento desde finales de 2022, y se proyecta que se mantengan niveles de crecimiento relativamente bajos, aunque con algunas tendencia a mejorar en los próximos años. Superada la pandemia, la economía mundial se viene recuperando más despacio de lo previsto, lo que se tradujo en un menor dinamismo del comercio mundial de bienes. Sumado a ello, se mantiene el conflicto entre Rusia y Ucrania que agrega interrogantes y efectos negativos sobre el comercio.
- En este contexto, los precios de la celulosa, principal producto forestal exportado por Uruguay, mostraron durante casi todo el año 2023 una evolución descendente en sus valores. Más allá de un leve repunte en los últimos meses, se espera que los valores se mantengan relativamente estables al menos durante el primer semestre de 2024. Por su parte, las exportaciones de madera sólida, debieron enfrentar un mercado poco demandante que implicó una significativa reducción en los volúmenes exportados y también en los ingresos, particularmente para el caso del pino. Las exportaciones de rolos de pino registraron durante 2023 una caída muy importante en los volúmenes y en los ingresos, explicado en gran medida por la muy escasa, o nula, presencia de China en el mercado. Por su parte, India se mantuvo en el mercado pero también con menor demanda. Las exportaciones de madera sólida de eucaliptus también cayeron, aunque en menor medida, enfrentando un mercado un poco más demandado que el pino.
- 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 tres años de aumentos: 6,2% en 2021, 6,9% en 2022 y 5% para el primer semestre de 2023, lo que lleva los valores medios a niveles muy cercanos al récord de 2014, aunque medido en dólares nominales. Estos incrementos se dan con un aumento en el número de operaciones, lo que le da mayor fortaleza, y en parte se explica en un principio 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, no se advierten por el momento cambios en la política hacia el sector forestal que pudieran suponer amenazas para este proyecto.

## I. INTRODUCCIÓN

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

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

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

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

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

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

## 2. Antecedentes generales y hechos salientes del período

### a. Antecedentes generales

- El Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 4 tiene como objetivo proveer a los inversores retornos a largo plazo logrados esencialmente a través del producto de las ventas de la madera y bosques en pie y la valorización del activo tierra, y a la vez, aunque en menor medida, del producto de la venta de bonos de carbono y de pastoreo de las tierras no forestadas, siguiendo protocolos de inversión y administración, con adecuados estándares productivos, ambientales y sociales.
- Como antecedente más relevante hay que mencionar a los Fideicomisos Financieros Forestales Bosques del Uruguay I, II y III, que emitieron certificados de participación en agosto de 2011, en octubre de 2014 y en diciembre de 2016 por un monto de 50, 70 y 190 millones de dólares respectivamente. Estos fideicomisos, con idéntica administración que la del presente, vienen cumpliendo a satisfacción con los planes de negocios originales, análogos al que se presenta en esta oportunidad.
- El desarrollo del emprendimiento forestal comienza con la adquisición de tierras y bosques, sigue con el manejo silvicultural de los árboles y culmina con la cosecha y comercialización de la madera, sea ésta con destino a la producción de pulpa de celulosa o el aserrío.
- El plazo del Fideicomiso es de 30 años como máximo, o hasta el momento en que se liquiden en forma total los Certificados de Participación emitidos por el Fiduciario, y se cancelen las demás obligaciones del Contrato. No obstante, en virtud del alcance del proyecto y la edad actual del activo que se adquirió, se estima una 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 630 disponibles para plantar, lo que arrojaría un aprovechamiento promedio de 63%. 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 3.600. 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 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).

- Agro Empresa Forestal (AF) es miembro signatario desde 2022 de PRI (Principios de Inversión Responsable). En ese sentido debe presentar anualmente informes y evaluación relacionada con la inversión responsable, debiendo cumplir con requisitos mínimos y ciertos indicadores para mantener la membresía. En 2023 presentó su primer informe (voluntario en esta oportunidad, luego será obligatorio), obteniendo tres estrellas Policy Governance and Strategy (PGS) y 4 estrellas Confidence building measures (CBM). El máximo es 5 estrellas y el módulo más relevante es PGS.

### b. Hechos salientes del período

- El 7 de julio de 2023, se llevó a cabo una asamblea de titulares de certificados de participación en la cual el administrador presentó una actualización de la situación del proyecto Olimar y la proyección de los costos de inversión en la planta. La asamblea aprobó las proyecciones de los costos presentados por el administrador.
- El 12 de diciembre de 2023, se realizó una nueva una asamblea de titulares en la que se aprobó la modificación del contrato del fideicomiso. El motivo de modificar la paramétrica de ajuste del pago de los servicios del administrador del fideicomiso.
- Durante el año 2023, las ventas brutas de madera realizadas por el fideicomiso estuvieron muy por debajo de lo esperado en el plan y el presupuesto (-34%). Esto fue consecuencia en gran medida por el deterioro del mercado externo para la madera de pino y de eucaliptus, principal mercado y productos para este fideicomiso. Las ventas de madera aserrable en el mercado interno, también estuvieron muy por debajo de las previsiones, pero su impacto en las ventas totales es menor, al tener menor incidencia en la facturación total. En el período analizado enero-diciembre de 2023 los ingresos por exportaciones de pino estuvieron un 34% por debajo de lo planificado y los de eucalipto un 43%, también por debajo de lo planificado originalmente para el período.
- Por su parte, la demanda por madera para pulpa por parte de las plantas de celulosa se mantuvo según las previsiones, y sus ingresos de terminaron el año por encima de las previsiones (+15%), de cualquier manera las mayores ventas de madera para pulpa no logra compensar las menores ventas de madera para aserrío..

**Cuadro 1. Ventas brutas reales y presupuesto 2024 (USD).**

	Real	Presupuesto	Diferencia
Eucaliptus aserrable MI	1.338.085	5.404.892	-75,2%
Pino aserrable MI	969.002	2.705.932	-64,2%
Pulpa	10.235.016	8.878.599	15,3%
Eucaliptus aserrable ME	8.687.289	15.185.466	-42,8%
Pino aserrable ME	8.241.425	12.453.937	-33,8%
Pastoreo	380.702	437.783	-13,0%
<b>Total</b>	<b>29.851.519</b>	<b>45.066.609</b>	<b>-33,8%</b>

Fuente: el operador

- Entre las plantaciones de otoño y de primavera 2023 se forestaron unas 1333 hectáreas de eucaliptos en siete predios, un 36% que lo planificado inicialmente para el año (2075). Este desvío se explica por dos motivos: el menor avance en las cosechas de pino que impide que las mismas se reconviertan y la falta de permisos (autorizaciones de DGF y DINACEA) en dos predios del Fideicomiso.
- Las inversiones en manejo (podas y raleos) estuvieron levemente por encima de lo presupuestado (+9,5%), explicado en gran medida por mayores costos, ya que las áreas intervenidas estuvieron dentro de lo presupuestado.
- Los costos de producción se ubicaron por debajo de lo presupuestado (-24%), como resultado de una menor cosecha de pinos y eucaliptos para exportación. La baja no fue proporcional a la reducción de las áreas cosechadas porque quedó madera a ser vendida en 2024.
- Los gastos operativos estuvieron un 6% 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 reales y presupuesto 2024 (USD).**

	Real	Presupuesto	Diferencia
Costos de Producción	23.629.538	31.036.275	-23,9%
Inversiones Implantación	2.154.269	3.249.262	-33,7%
Inversiones Manejo	592.709	541.138	9,5%
Gastos	8.160.954	7.682.688	6,2%
<b>Total</b>	<b>34.537.470</b>	<b>42.509.363</b>	<b>-18,8%</b>

Fuente: el operador

- Finalmente, el resultado de gestión mostró un claro deterioro en comparación con lo esperado según el presupuesto para el año. Se proyectó un resultado positivo de USD 2,69 millones para el 2023 y finalmente fue negativo, del orden de los USD -5,0 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. Al cierre del 2023 las deudas por prefinanciación de exportaciones suman US\$ 6,1 millones, los préstamos para financiar el flujo de caja son de US\$ 10,3 millones y se tiene también un endeudamiento por el proyecto Olimar de US\$ 5.2 millones. En total al cierre del trimestre el endeudamiento es de US\$ 21,7 millones, un 4,3 % del patrimonio.
- 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, que ocupan entre los dos un área de poco más de 200 há. Estos predios afectados se recuperaron en su totalidad, aunque

se tuvo que realizar una poda de brotes epicórmicos<sup>2</sup> para no perder la poda y mantener el valor de la madera podada. No se observó pérdida de superficie forestada relevante en ningún predio del Fideicomiso como consecuencia del déficit hídrico.

- En relación con las plantaciones de pino, en los monitoreos periódicos que se realizan, se observaron algunos problemas sanitarios y se decidió en conjunto con el comité de vigilancia la tala rasa anticipada en 55.4 hectáreas que se destinaron al mercado interno.
- Respecto de la planta de Olimar, finalizó en el cuarto trimestre del año la obra civil y el montaje de la maquinaria. Se contrató el personal necesario se hicieron las pruebas necesarias y se comenzó con la producción de láminas en el mes de diciembre de 2023. Por su parte, Agro Empresa se encuentra realizando contactos en el exterior con futuros compradores.
- El costo final de la inversión fue de 6,98 millones de dólares un costo mayor al previsto originalmente que se debe principalmente a dos factores, una depreciación del valor del dólar frente al peso uruguayo y el incremento de algunos costos.
- Durante el primer semestre de 2023 ingresaron al certificado FCS® un total de 1.209 hectáreas y en el último trimestre del año ingresaron 3.179 hectáreas adicionales.
- Se presenta una nueva tasación de los campos y bosques del fideicomiso a diciembre de 2023, realizada por las mismas dos empresas que tasaron el activo en 2021 y 2022. La consultora nacional Agroclaro tasó las tierras y una empresa neozelandesa (Woodlands Pacific) los bosques. Esta tasación arrojó un valor total de 502,91 millones de dólares, conformado por 167,80 millones por la tierra, 3,71 millones por ingresos futuros de los pastoreos y 331,40 millones por concepto de ingresos forestales. El valor contable de estos activos se recoge en la Sección III.
- En el mes de marzo de 2024 se realizó en la BVM una venta de CP's por un valor nominal de 28,23 MM de dólares, por un valor efectivo de 35,52 MM (precio 125,84).

### 3. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- Balance con informe de auditoría al 31 de diciembre de 2023 de Agroempresa Forestal.
- Estados Contables del Fiduciario al 31 de diciembre de 2023.
- Estados Contables del Fideicomiso al 31 de diciembre de 2023.
- Informes del operador, el último a diciembre de 2023.
- Informes del Comité de Vigilancia, el último a diciembre 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 2023.
- Proyecciones financieras actualizadas a diciembre de 2023.

<sup>2</sup> 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:** Agro Empresa 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:** Agro Empresa Forestal S.A.

**Títulos emitidos:** Certificados de participación

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

**Moneda:** Dólar fondo

**Importe de la Emisión:** USD 330.000.000

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

**Calificación de Riesgo:** BBB+.uy

## 2. El análisis jurídico

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

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

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

## 3. Riesgos considerados

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

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

### III. LA ADMINISTRACIÓN

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

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

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

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

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

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

#### Situación económica y financiera

El análisis de los EE.CC al 31 de diciembre de 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	31/12/2023	31/12/2022	31/12/2021
Activo Corriente	26.198	26.974	18.989
Activo no Corriente	248.688	245.533	281.068
<b>Total Activo</b>	<b>274.886</b>	<b>272.507</b>	<b>300.057</b>
Pasivo Corriente	38.315	43.807	33.484
Pasivo no Corriente	211.246	204.187	230.681
<b>Total Pasivo</b>	<b>249.561</b>	<b>247.994</b>	<b>264.165</b>
<b>Patrimonio</b>	<b>25.325</b>	<b>24.512</b>	<b>35.891</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>274.886</b>	<b>272.507</b>	<b>300.057</b>
<b>Razon Corriente</b>	<b>0,68</b>	<b>0,62</b>	<b>0,57</b>

Fuente: EE.CC EFAM

Los resultados al término del ejercicio 2023 muestran una recuperación importante respecto al mismo periodo del año anterior.

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

Concepto	31/12/2023	31/12/2022	31/12/2021
Ingresos Operativos	85.442	80.546	75.867
Gastos Adm. y Vtas.	(71.408)	(66.556)	(63.018)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>14.033</b>	<b>13.990</b>	<b>12.849</b>
Resultados Financieros	(11.743)	(28.054)	(12.734)
<b>Resultados antes de impuestos</b>	<b>2.290</b>	<b>(14.064)</b>	<b>116</b>
IRAE	(1.477)	2.685	(824)
<b>Resultado del período</b>	<b>812</b>	<b>(11.379)</b>	<b>(709)</b>
Res Operativos/Ingresos	16,42%	17,37%	16,94%
Res Ejercicio/Ingresos	0,95%	-14,13%	-0,93%

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 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.

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.

### Figuras clave

La estructura básica se compone de un Directorio; un Comité de Auditoría y un Comité de Cumplimiento. La firma no ha informado de cambios relevantes en su organización

- 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
- **Ec. 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 Grant Thornton al 31/12/2023.

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 2023 un total de CP's, emitidos por todos ellos, por un valor del orden de USD 13.8 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 ejercicio 2023.

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

Concepto	31/12/2023	31/12/2022	31/12/2021
Activo Corriente	17.629	13.401	13.024
Activo no Corriente	526.001	471.224	422.304
<b>Total Activo</b>	<b>543.631</b>	<b>484.626</b>	<b>435.328</b>
Pasivo Corriente	24.340	9.843	11.006
Pasivo no Corriente	11.580	11.122	5.785
<b>Total Pasivo</b>	<b>35.919</b>	<b>20.965</b>	<b>16.791</b>
<b>Patrimonio</b>	<b>507.711</b>	<b>463.661</b>	<b>418.537</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>543.631</b>	<b>484.626</b>	<b>435.328</b>
<b>Razon Corriente</b>	<b>0,72</b>	<b>1,36</b>	<b>1,18</b>

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Las tasaciones de fin de año supusieron revaluaciones positivas en activos biológicos por USD 42.5 millones y USD 6.8 millones en el valor de la tierra. De esta forma, los activos por estos conceptos según se refleja en el activo no corriente del cuadro precedente son activos biológicos por un valor de USD 331.4 millones mientras que por propiedades, planta y equipos es de USD 194.6 millones, de este último valor, USD 167.8 millones refiere a la tierra. En este rubro también se incluye la inversión realizada en la denominada planta de Olimar. Esta planta comenzó a construirse en 2022 y culminó sobre fines de 2023, los costos activados en el pasado ejercicio fueron USD 6 millones; el total, como se comenta en otra sección, fue algo menos de USD 7 millones.

El patrimonio contable, puede observarse en el cuadro citado, era de USD 507.7 millones, valor muy superior, en términos nominales, a la emisión recibida de USD 330 millones.

En cuanto al pasivo financiero, se registran diversos créditos bancarios con un saldo a la fecha de cierre del año de USD 21.7 millones. Buena parte de esos préstamos tienen vencimientos de corto plazo lo que determina que al cierre del ejercicio la razón corriente quedara por debajo de la unidad; es posible que para afrontar esta circunstancia el Fideicomiso deba realizar alguna operación financiera adicional.

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

Concepto	31/12/2023	31/12/2022	31/12/2021
Ingresos operativos	30.075	37.458	43.529
Cambio valor activo biológico	42.470	42.396	(27.161)
Costo de los bienes vendidos	(24.045)	(30.198)	(35.441)
<b>Resultado Bruto</b>	<b>48.500</b>	<b>49.656</b>	<b>(19.073)</b>
Gastos administración y ventas	(9.624)	(10.258)	(7.876)
Resultados financieros	(1.085)	(1.253)	(224)
Resultados diversos	-	-	3.188
<b>Resultados antes IRAE</b>	<b>37.790</b>	<b>38.146</b>	<b>(23.986)</b>
IRAE	81	856	(391)
<b>Resultado del periodo</b>	<b>37.871</b>	<b>39.001</b>	<b>(24.377)</b>
Revaluación tierra	6.756	6.658	38.218
Impuesto diferido asociado	(578)	(536)	(2.790)
<b>Resultado integral del periodo</b>	<b>44.050</b>	<b>45.123</b>	<b>11.051</b>

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Los ingresos operativos registrados en el periodo, según cuadro precedente, responden casi en su totalidad a venta de madera. Además, como ocurre siempre a fin de ejercicio, se registran las variaciones de valor de los principales activos del Fideicomiso todo lo cual conforma un resultado final ligeramente menor al del año anterior<sup>3</sup>.

### Riesgos considerados

**Riesgo administración**, considerando la idoneidad para cumplir con la función de AF S.A. y de EFAM, en virtud que todos los análisis practicados, se considera que el riesgo de incumplimiento de la administradora y del fiduciario con las responsabilidades del proyecto es acotado. Por otra parte, se prevé su sustitución en caso de constatare desvíos que así lo justifiquen. *Riesgo bajo.*

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

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

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

<sup>3</sup>. En el caso de la revaluación de la tierra se acumula en la cuenta de reservas dentro del patrimonio.

## 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

El proyecto en el prospecto original para el escenario base presentaba una Tasa Interna de Retorno del 7,67% para el inversor. Posteriormente el operador fue ajustando los flujos esperados, que vienen arrojando valores más altos para la TIR. La última actualización del flujo financiero se presentó con datos reales a diciembre de 2023 y una proyección para el período 2024-2039.

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 2024 y hasta la finalización del Fideicomiso en 2039. De los diferentes escenarios presentados, el que contempla los criterios que tiene CARE, para realizar proyecciones de largo plazo, considera los siguientes supuestos:

- Los precios de los productos ajustan según la Inflación de EEUU (proyectada por BEVSA)<sup>4</sup>. No se proyectan aumentos reales en los precios, ni en madera con destino a pulpa ni en la sólida.
- El aumento en el precio de la tierra es de un 3% anual en dólares corrientes.
- Los costos internos ajustan por la inflación de EEUU y Uruguay. Se proyecta la devaluación y la inflación de Uruguay en base a los criterios de BEVSA para realizar las valuaciones.

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 (6,0%).

Los ingresos del inversor en CPs son los proyectados en el nuevo flujo que comenzarían a partir de 2025 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 considerando los criterios de la calificadora sería de 9,5%, más alta que la estimada un año atrás (8,6%).

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

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

## Cuadro 7: Resultados de la TIR en diversos escenarios

Escenario	TIR
<b>1</b> Madera ajusta por inflación USA, más un crecimiento del 1,5%. Los costos ajustan por inflación USD UY y la tierra tiene un aumento del 1,5%.	9,4%
<b>2</b> Madera ajusta por inflación USA. Los costos ajustan por inflación USD UY, y la tierra tiene un aumento del 1,5%.	9,3%
<b>3</b> <i>Idem al 2 pero con aumento del 3% en el precio de la tierra</i>	<b>9,5%</b>
<b>4</b> Los precios de la madera y de la tierra aumentan un 1,5%.	7,8%
<b>5</b> Aumento precio de Tierra 1,5%	7,6%
<b>6</b> Todos los factores constantes	7,4%

Fuente: El Operador

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

El escenario 3, es el que se corresponde con los criterios de CARE para realizar proyecciones. 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 seguirá siendo aceptable (7,4%).

## 2. Nueva estimación del costo de oportunidad del capital.

Una forma de evaluar si una TIR es atractiva o no, es compararla con el costo de oportunidad del capital propio, ya que es la tasa que le pone un piso a la rentabilidad esperada de un proyecto y es el indicador clave para descontar los flujos de fondos esperados.

Para estimar el costo de oportunidad del capital, CARE utiliza el modelo de valoración CAPM (Capital Asset Pricing Model)<sup>5</sup>, 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 producción forestal. Para evitar variaciones bruscas en la tasa, y tener una visión de mediano plazo, se consideraron valores promedios de los últimos 5 años en todas las variables. Para considerar el riesgo sistémico se utiliza el "beta"<sup>6</sup> promedio de empresas de producción forestal en mercados emergentes, el cual se ubica en 1,04, lo que indica que la inversión en la actividad tiene un mayor riesgo y variabilidad que el promedio de todas las actividades en ese mercado. Para la tasa libre de riesgo se considera el rendimiento de los Treasury Bonds a 10 años de EEUU (2,30%), para el riesgo país (índice UBI) se consideraron 124 puntos básicos<sup>7</sup> y para la prima de riesgo del mercado accionario se consideró 4,68%.

<sup>5</sup> El modelo de valoración de activos financieros, denominado en inglés Capital Asset Pricing Model (CAPM) es un modelo utilizado para calcular la rentabilidad que un inversor debe exigir al realizar un inversión en un activo financiero, en función del riesgo que está asumiendo

<sup>6</sup> Valor proporcionado por Damodaran.

<sup>7</sup> Es el promedio de 5 años, en la actualidad el riesgo país está ubicado en el entorno de 80 puntos básicos

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 6,01%. Este valor es menor a la última TIR estimada para el escenario que considera los criterios de la calificadora (9,5%), lo que indica que la inversión tendría una rentabilidad mayor al costo de oportunidad.

En la coyuntura actual, la tasa libre de riesgo es mayor al promedio de los últimos 5 años, pero en contrapartida el riesgo país es menor al período considerado. En consecuencia, si se aplican los valores actuales, el costo de oportunidad del capital sería menor (5,52%).

Otros indicadores con los que podría compararse la TIR esperada del Fideicomiso podrían ser las curvas de rendimiento, que serían opciones posibles de inversión ya que están estimadas para el caso del Uruguay<sup>8</sup>. En la actualidad la curva en UI (CUI) a 10 años se ubica en 3,23% y la curva en dólares (CUD) a 10 años está en 4,89%. En este caso, la TIR estimada en el escenario 3 también supera al valor de la curva en dólares.

Considerando estos criterios, la rentabilidad del proyecto para el inversor sigue estando por encima de los costos de oportunidad considerados.

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

### **3. 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.

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).

<sup>8</sup> Curva Spot de Rendimientos de Títulos Soberanos Uruguayos emitidos en moneda nacional indexada a la inflación o en dólares, según sea el caso

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 2023 se presentó una nueva tasación de la tierra y plantaciones del Fideicomiso. Se presentaron dos tasaciones realizadas por empresas diferentes, que fueron las mismas que en 2021 y 2022. 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, la variación en el número de hectáreas plantadas, ajustes de precios de la madera y de los costos, etc.

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

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

	Tierra	Bosques	Pastoreo	Total
2020	112,98	275,46		<b>388,44</b>
2021	154,39	246,05	3,66	<b>404,10</b>
2022	161,05	288,43	3,16	<b>452,64</b>
2023	167,80	331,40	3,71	<b>502,91</b>
Variación 2023/2022	4,2%	14,9%	17,4%	<b>11,1%</b>

Fuente: Tasaciones

Esta tasación se basa en la siguiente metodología:

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

Bajo estos supuestos, el valor de tasación de las tierras y bosques del fideicomiso a diciembre de 2023 es de 502,91 millones de dólares, compuesto de 331,40 MM de bosques, 3,71 MM por pastoreos y 167,80 MM de tierra.

Entre 2022 y 2023 el valor de los campos y los montes tiene un aumento de un 11% en conjunto. Ese aumento se explica en gran medida por el aumento del valor de los bosques que es del 14,9% mientras que el de la tierra es de un 4,2%. Por su parte, los ingresos futuros por pastoreo aumentan en 17,4%, pero estos inciden marginalmente en el valor total

El aumento en el valor de los bosques expresado en la tasación de diciembre de 2023 es básicamente como consecuencia del aumento de los precios futuros de la madera, el crecimiento de los bosques y los costos más eficientes de cosecha. Por su parte actúan en sentido contrario un aumento en la proyección de los costos de transporte y logísticos, los costos indirectos, los costos del uso de la tierra 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, ya que es el objetivo central de este fideicomiso. No obstante importa también el precio esperado por la madera con destino a celulosa ya que siempre un cierto porcentaje de la madera tiene ese destino, especialmente durante los primeros años.

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

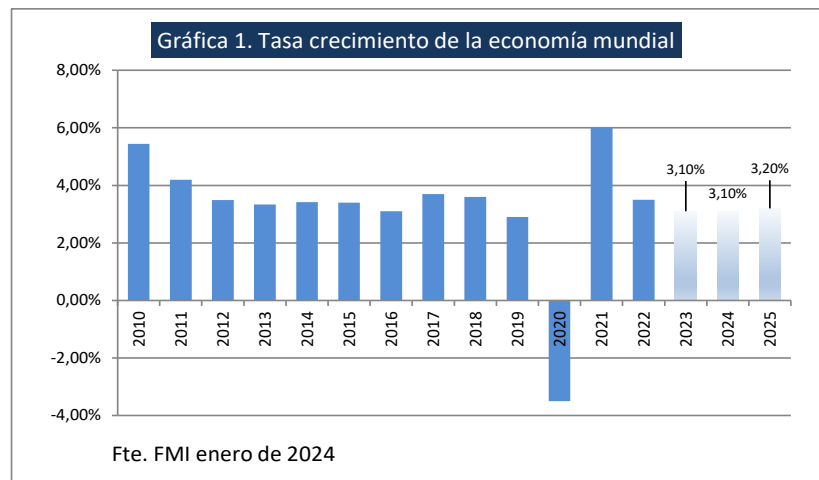
políticas destinadas a atenuar los impactos del cambio climático también promueven la protección de los montes al ser éstos importantes sumideros de carbono. En este sentido, se abre una nueva oportunidad para el sector que es la consolidación del mercado de carbono, lo que implica que la venta de certificados 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 crecer.

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 en los últimos años. Superados los efectos de la pandemia, la demanda y los precios se comenzaron a recuperar, pero a mediados de 2022 las condiciones volvieron a cambiar. 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 un primer 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 efecto 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, situación que se mantuvo durante todo el 2023.

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 enero de 2024 proyecta el crecimiento mundial en 3,1% en 2024 y en 3,2% en 2025, lo que supone un leve aumento (0,2 puntos porcentuales) respecto de la anterior proyección de octubre de 2023. Sin embargo, las previsiones para 2024–25 siguen estando por debajo del promedio histórico de 3,8% (2000–19).



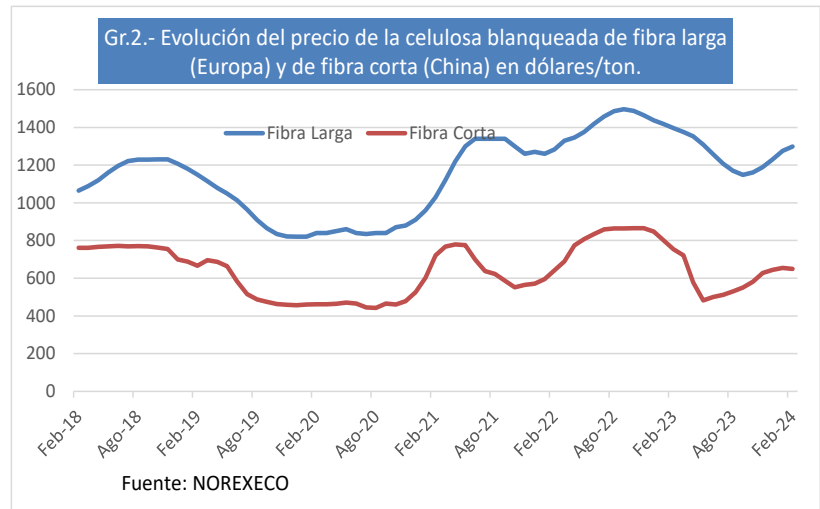
Este leve aumento en la perspectiva de crecimiento de la economía se debe a una mayor resiliencia de lo esperado en Estados Unidos y en varias economías de mercados emergentes y en desarrollo, así como al estímulo fiscal en China. No obstante se mantienen los efectos negativos de las elevadas tasas de interés para combatir la inflación, el repliegue del apoyo fiscal en un entorno de fuerte endeudamiento que frena la actividad económica y el bajo crecimiento de la productividad. Como dato positivo, la inflación estaría disminuyendo más rápidamente de lo previsto en la mayoría de las regiones, mientras se disipan los problemas en el lado de la oferta y se aplica una política monetaria restrictiva. Se prevé que el nivel general de inflación a escala mundial descienda a 5,8% en 2024 y a 4,4% en 2025.

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, los precios internacionales cayeron fuertemente durante buena parte de año, para comenzar con una leve recuperación sobre finales del año. 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 incidió 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 NBSK<sup>9</sup> (principal cotización internacional, correspondiente a pulpa de coníferas de fibra larga en Europa), y de la BHKP<sup>10</sup> (pulpa de fibra corta en China). Puede observarse el comportamiento comentado en el párrafo anterior.

<sup>9</sup>. Northern Bleached Softwood Kraft Pulp. Pulpa de celulosa blanqueada de fibra larga

<sup>10</sup>. 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 segunda planta de UPM en Uruguay.

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.

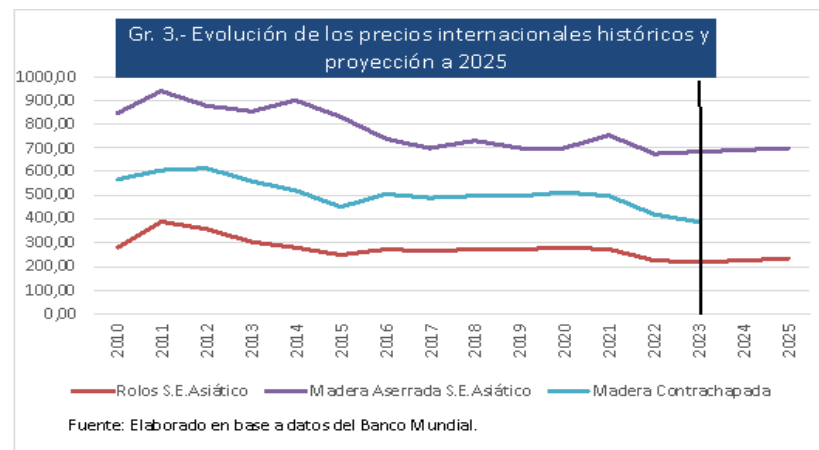
Algunas proyecciones a las que CARE tuvo acceso, estiman que la tendencia descendente en los precios de la celulosa habría culminado y podría esperarse un mantenimiento en los niveles actuales, al menos para el corto plazo.

No se dispone de información que proyecte las perspectivas de la evolución de precios internacionales para la celulosa para el largo plazo. En los últimos 10 años el incremento anual del precio internacional de la celulosa de fibra larga (NBSK) fue del 3,6%, 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, se genera una importante caída en la demanda, que afecta fuertemente a las exportaciones uruguayas. Este debilitamiento de la demanda, que responde también a la situación de la economía mundial, se mantiene durante todo el año 2023.

Para el caso de la madera de pino aserrable, el comportamiento es similar al del eucalipto, pero con una mayor variabilidad y con marcados problemas de demanda. El desempeño exportador del país durante 2023 fue claramente a la baja consolidando dos años consecutivos de retracción. Tanto los precios manejados como la competencia internacional han dificultado el cierre de negocios, en donde China prácticamente se ha retirado del mercado, manteniéndose India como principal mercado importador de nuestros pinos.

Según el último informe de previsión de precios del Banco Mundial de octubre 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, pero mantienen una tendencia decreciente desde el año 2011.



En el año 2021 el Banco Mundial presentó una proyección de largo plazo para la madera en bruto para aserrío y para la aserrada, mostrando un leve crecimiento en valores nominales hacia el 2035 en el largo plazo<sup>11</sup>. Para el caso de los rollos se proyectó 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).

Las exportaciones forestales del Uruguay alcanzaron un nuevo récord en el 2023 explicado exclusivamente por el aumento en la exportación de celulosa consecuencia de la puesta en funcionamiento de la tercer planta de celulosa en el país. El resto de los productos forestales mostraron una significativa caída, consecuencia de una menor demanda internacional y en general también menores precios de exportación. El aumento en el valor de las exportaciones de celulosa se explica por mayores volúmenes exportados, ya que el precio de exportación también fue más bajo en 2023.

En el siguiente cuadro se presentan las exportaciones forestales en valor para los últimos años donde puede observarse una clara tendencia al crecimiento.

**Cuadro 9. Exportación de productos forestales seleccionado (en millones de dólares FOB)**

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Variación
Celulosa	1.310	1.660	1.527	1.107	1.576	1.818	2.019	11%
Rolos de pino	88	150	89	132	204	127	67	-48%
Tableros de madera contrachapados	64	76	55	67	105	102	74	-27%
Chips (eucalipto y pino)	64	95	102	21	74	113	98	-13%
Madera Aserrada coníferas y no coníferas	93	115	97	104	159	184	157	-15%
Papel y Cartón	34	32	36	25	26	35	30	-12%
Rolos de eucalipto	21	29	14	21	23	34	24	-30%
Total	1.673	2.158	1.921	1.477	2.167	2.412	2.469	2%

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.

Se observa la fuerte baja en las exportaciones de pino, lo que como ya fuera comentado responde a las dificultades del mercado.

Cabe destacar el 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. 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.

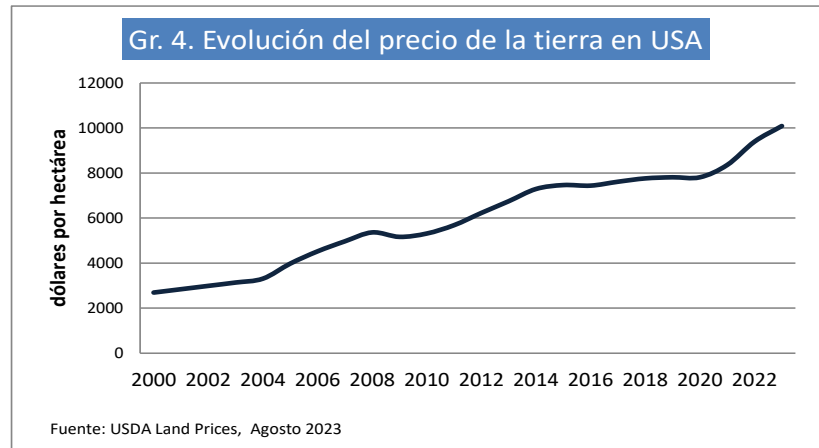
En este caso se actualiza el comportamiento de los precios en diferentes países considerados de importancia, en el entendido de que sus tendencias podrían generar información respecto de lo que podría ocurrir en nuestro país.

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.

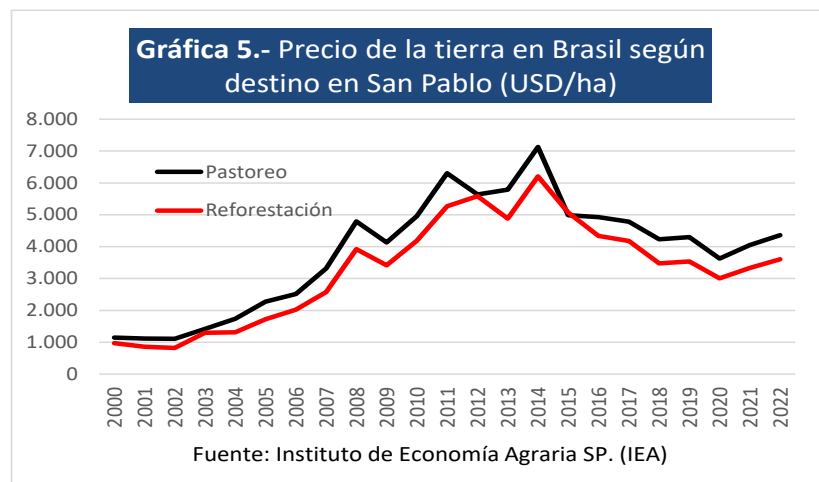
Durante el período 2000-2023, el incremento acumulativo anual del precio de la tierra en EEUU en dólares corrientes fue de un 5,9% anual, valor superior al de la inflación de la moneda norteamericana (2,49%), lo que determina un incremento real del 3,3%.

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 mayor 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 pueden ser amplificadas por este efecto. El precio en dólares muestra un crecimiento sostenido hasta el año 2014 para luego comenzar a caer hasta 2020, en un comportamiento similar al ocurrido en Uruguay. A partir de 2020 comienza a recuperarse en forma importante (12 y 8% en 2021 y 2022), pero aún se mantiene muy por debajo de los valores máximos.



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, generaron distorsiones en los valores que nada tienen que ver con la tendencia que deberían tener los precios de los campos. Los cambios que se están realizando

en la política económica probablemente permitan en el mediano plazo retomar las series.

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.

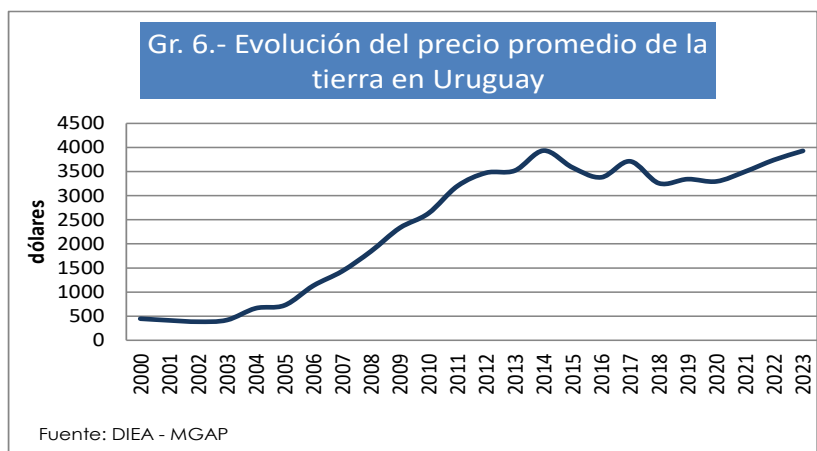
La Cámara Argentina de Inmobiliarias Rurales (CAIR), institución que analiza la evolución de ese mercado, estima que la actividad se encuentra en el mínimo histórico desde que se computa el InCAIR (índice de actividad que estima la Cámara)<sup>12</sup>. En su último informe de diciembre de 2023, el índice se ubicó en 21,52/100 lo que muestra que la incertidumbre económica tuvo más fuerza frente a las eventuales expectativas positivas del mercado.

En el caso de Uruguay, la información reportada por DIEA-MGAP para el promedio de las transacciones de tierras muestra que se verificó una muy fuerte valorización de los campos a partir de 2004 y hasta el 2014. A partir de 2015 comenzó un 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. En 2022 el precio medio vuelve a crecer en este caso 6,9%, verificándose un aumento significativo en las superficies transadas anualmente, lo que indicaría un mayor nivel de actividad en un mercado en alza. El último informe de "Precio de la Tierra" de DIEA, publicado el 22 de noviembre de 2023 da cuenta de un nuevo incremento en los valores para el primer semestre de 2023 respecto del año anterior, en este caso del 5%.

Estos últimos aumentos en los valores de la tierra se podrían explicar en parte como consecuencia del repunte de los precios internacionales, por el fortalecimiento del peso uruguayo con respecto al dólar, moneda con la que se realizan las transacciones de campos, así como también por la alta inflación internacional. Los valores promedio de los campos para el primer semestre de 2023 se estarían ubicando ya en igual nivel que en el récord de 2014.

<sup>12</sup>. El "Índice de actividad del mercado inmobiliario rural" (InCAIR) es un índice mensual que refleja la "actividad" del mercado. Se toma como base de referencia máxima 100 puntos, correspondientes al pico de máxima actividad histórica. No refleja precios/valores, solo actividad de mercado. Se comenzó a medir a partir del mes de noviembre del 2013.





Existen otras fuentes de información realizadas por consultoras y operadores del mercado<sup>13</sup>, que utilizando diferentes criterios de tasación estiman valores de campos de características similares y teniendo en cuenta los diferentes destinos productivos. Las metodologías más utilizadas son: la comparación de ventas reales de campos similares y la valuación según las rentas esperadas. En general el valor de mercado surge de la integración de ambas metodologías. Del estudio de varias tasaciones de campos a las cuales CARE tuvo acceso, los resultados obtenidos están alineados con la información suministrada por DIEA.

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

La valorización del precio de la tierra es un componente significativo de ingreso final del fideicomiso (16%) por lo que lo que finalmente ocurra con su comportamiento tendrá una contribución con el retorno final de la inversión. El modelo financiero supuso una valorización acumulativa anual de un 3% nominal a partir de 2024, 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 más de 50 años (1970 a 2023) 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 7,9%.
- 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%.

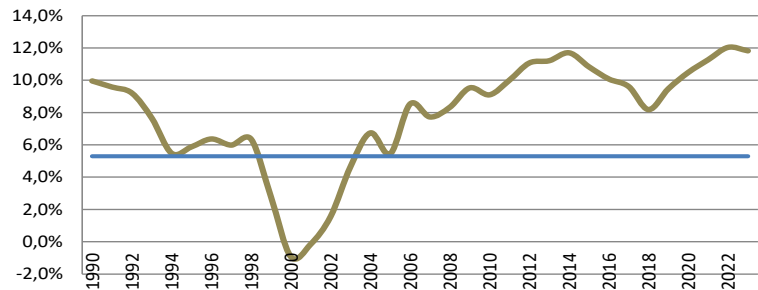
Si el mismo análisis se realiza para períodos de 30 años la tasa de crecimiento anual cae levemente (7,3%), y el mínimo crecimiento anual es de 5% y en ningún período estaría por debajo del valor considerado.

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).

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

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

Gr. 7.- 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 Unidos<sup>15</sup>, más un pequeño componente por incremento de la productividad de la tierra, de esta forma se deberían ubicar entre el 2 y el 4% anual. Esto no implica que existan períodos de mayores tasas anuales de crecimiento, como pudiera ser en los próximos años. La elevada inflación internacional, el valor del dólar en país 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.

<sup>15</sup> 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.

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

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

En la actualidad, no surgen nuevos elementos que pudieran suponer que el gobierno pueda tomar medidas de política que atenten contra este tipo de emprendimiento, y no se perciben condiciones que permitan advertir mayores amenazas de las que se mencionaron líneas arriba.

**Riesgo de Entorno:** *En conclusión el riesgo de entorno tanto en lo que refiere a los mercados como a las políticas públicas se considera bajo. 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<sup>16</sup> de la escala de nuestra metodología. La inclusión del signo + indica que la calificación se acerca más a la categoría superior Se trata de una calificación de grado inversor.*

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez

<sup>16</sup>. **BBB.+ uy.** Se trata de instrumentos que presentan un riesgo medio bajo para la inversión, ya que evidencian un desempeño aceptable y suficiente capacidad de pago en los términos pactados. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, 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. Podría incrementarse el riesgo del instrumento ante eventuales cambios previsibles en los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, 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 administradora 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.**



Ing. Agr. Adrián Tambler