

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

Montevideo, octubre de 2022

| | |
|----|---|
| 4 | RESUMEN GENERAL |
| 7 | I INTRODUCCIÓN |
| 12 | II EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION |
| 14 | III LA ADMINISTRACION |
| 19 | IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS |
| 25 | V EL ENTORNO |
| 37 | VI CALIFICACIÓN DE RIESGO |

Actualización de la Calificación Emisión de Oferta Pública 05 - octubre - 2022

| | |
|--|---|
| Denominación: | Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 4 |
| Fiduciario: | EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A. |
| Operador (Administrador) y Organizador: | 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. |
| Títulos emitidos: | Certificados de participación escriturales |
| Moneda: | Dólares americanos |
| Importe de la emisión: | USD 330.000.000 |
| Fecha de Suscripción: | 10 de abril 2019 |
| 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. |
| Plazo de vigencia del fideicomiso: | máximo de 30 años. |
| Vigencia de la Calificación: | 30 de abril de 2023. |
| Calificación de Riesgo: | BBB+.uy ¹ |
| Comité de Calificación: | Julio Preve, Martín Durán Martínez y Adrián Tamber. |
| 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 fue presentada a marzo de 2022, estimando una TIR de 8,91% para el escenario más probable.
- Un proyecto que en sus líneas fundamentales repite otros tres con el mismo negocio y actores intervinientes, en los que se vienen cumpliendo sin mayores inconvenientes los planes de negocios establecidos. Los desvíos observados han sido debidamente justificados por el operador y el comité de vigilancia 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 2022 hay plantadas 34.318 has, y hay 1.311 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, será del orden de las 39.000 hectáreas.
- En este caso, se adquirió una extensión de tierras con un negocio en marcha, con la cual se mitigaron considerablemente los riesgos de adquisición y plantación, aunque el plan de negocio considera la reconversión de buena parte del área que estaba plantada con pinos, para ser plantada con Eucaliptus para obtener mayoritariamente madera de calidad.
- La capacidad de gestión de la empresa administradora del proyecto – Agroempresa Forestal – se mantiene bajo los estándares de eficiencia evaluados en los anteriores informes de actualización, lo que se ratifica en los distintos informes de las partes involucradas.
- Un diseño de gobierno corporativo que acota el riesgo a los inversionistas y que hasta la confección del presente informe ha funcionado en forma adecuada incluso se ha venido ajustando con la inclusión de los nuevos Fideicomisos.

- Se destaca la alineación de incentivos entre el Fideicomiso y el Administrador ya que este último adquirió Certificados de Participación (CP) por el 0,6% del monto total de la oferta pública en la primera emisión. Asimismo, Agroempresa Forestal se obliga a adquirir en cada año en el mercado secundario, los CP que sean ofrecidos, por un monto equivalente al 0,6% de la emisión inicial, hasta completar una participación total del 3% al quinto año de la fecha de emisión.
- Para el 2022 se espera que el Fideicomiso realice ventas por un monto cercano a los USD 50 millones, producto en mayor medida por las ventas de madera aserrable para exportación, y en menor medida por ventas de madera para pulpa a las plantas de celulosa. Al finalizar el primer semestre, los ingresos por ventas de madera han estado razonablemente alineados con lo presupuestado, con mayores ventas de pino y menores de eucalyptus. Cabe destacar que esto fue posible a pesar de la reducción en la demanda desde China, al aumento de los costos operativos y las dificultades logísticas que han venido erosionando los márgenes del negocio. Las inversiones en plantaciones vienen siendo más bajas y terminarán el año por debajo de lo presupuestado, esto es consecuencia de que no se han conseguido a tiempo algunas autorizaciones y por lo tanto no se podrá plantar lo previsto originalmente. Los costos operativos vienen siendo mayores a lo presupuestado, lo que se explica por mayores tarifas y también porque se incurrió en costos de cosecha y flete de madera que se mantiene en stock. Para el año, el operador estima un resultado de gestión levemente positivo (+1,4 MM de USD), sin considerar los resultados de las tasaciones.
- Se han logrado avances significativos en la implementación del proyecto industrial Olimar. La propuesta ya fue aprobada por el comité de vigilancia y por la asamblea de beneficiarios y se dio inicio al proceso de inversión. Se recibió el terreno por parte de la Intendencia de Treinta y Tres en comodato por 20 años, se firmaron los contratos para la compra de los principales equipos y se obtuvo un préstamo por 5,2 millones de dólares a 10 años con dos de gracia para el financiamiento de la inversión.
- La última tasación de las tierras y bosques del fideicomiso fue realizada por dos empresas. Una consultora nacional, Agroclaro tasó las tierras y una empresa neozelandesa (Woodlands Pacific) tasó los bosques. Esta tasación arrojó un valor total de 404,10 millones de dólares, conformado por 246,05 millones por la tierra, 3,66 millones por ingresos futuros de los pastoreos y 156,39 millones por concepto de ingresos forestales².
- Luego de la fuerte caída de los mercados de las materias primas en general, agravado por el Covid-19, los mercados de la madera evidenciaron un fuerte rebote al alza a partir de 2021. El precio internacional de la celulosa creció hasta fines del año 2021 para luego mantenerse relativamente estable durante los primeros meses de 2022, para volver a crecer en los meses más recientes. En este sentido, la demanda internacional por celulosa se ha recuperado y viene mostrando una buena perspectiva para los años próximos, manteniendo la tendencia a largo plazo. La demanda interna por madera con destino a las plantas de celulosa crecerá cuando se ponga en funcionamiento la tercera planta de celulosa en el país, pudiendo incluso generarse una cierta tensión sobre la oferta.

². Por su parte BEVSA realizó su estimación de valor razonable de los CPs del Fideicomiso ubicándolo un 9% por debajo de la tasación realizada. Ello se explica por la metodología y la tasa de descuento considerada.

- Por su parte la demanda por madera sólida de eucalipto con destino a la exportación, objetivo final de este fideicomiso, ha mostrado un marcado crecimiento desde el segundo semestre del año 2020 y se mantuvo en buenos niveles durante 2021. Sin embargo, se espera que en la segunda mitad de este año, estos mercados se retraigan dado el contexto mundial de alta inflación, altos costos logísticos (elevados precios de los fletes) y la reducción de la demanda por parte de grandes países consumidores (Europa, China, EEUU) con problemas económicos y disminución de su consumo interno. Los precios de la madera aserrable de pino han mejorado respecto de los años anteriores al igual que las exportaciones, pero se espera un comportamiento similar al del eucalyptus, por similares motivos. En la Sección V se actualiza la información y se profundiza sobre estos aspectos, en particular la evolución del precio de la tierra y de la madera.
- Para el mercado de tierra agrícola (incluida la forestal), éste presenta para el largo plazo tendencias de incremento en sus precios, como consecuencia del aumento sostenido de la demanda de alimentos y madera y a que en general las posibilidades de expansión de la frontera agrícola está cada vez más limitada. Para el caso del Uruguay, los incrementos esperados en los precios de la tierra serán seguramente más moderados que los ocurridos en la década entre 2004 y 2014. No obstante, para el corto y mediano plazo podría verificarse un nuevo ciclo alcista en los valores nominales de la tierra, por encima de la tendencia de largo plazo. Esto sería como consecuencia de la suba en los precios de los productos, la caída del precio de la tierra en los últimos años y la elevada inflación internacional. DIEA publicó en marzo de este año los precios de la tierra para el año 2021, dando cuenta de un incremento de un 6,2% en relación al año anterior.
- 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 algunas 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 inversión con una duración aproximada de 20 años.
- El Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 4, quedó constituido el 17 de diciembre de 2018, mediante la firma del contrato respectivo entre EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A. en calidad de "Fiduciario", Agroempresa Forestal S.A. en calidad de "Administrador", y los Suscriptores Iniciales de los Valores en calidad de "Fideicomitentes".
- Con la emisión se adquirió un patrimonio que ya se encontraba forestado y en plena operación. Se compraron un total de 55.365 hectáreas, integrado por dos bloques: el Norte (Terena) con 18.802 hectáreas y el Noreste (Guanare) con 36.563 hectáreas. Los campos del Bloque Noreste se encuentran en Cerro Largo y Treinta y Tres y los del Bloque Norte en Tacuarembó y Rivera.
- La superficie plantada en campo propio actualmente es de unas 34.318 hectáreas y hay aproximadamente 1.311 hectáreas disponibles para plantar, lo que arrojaría un aprovechamiento promedio de 64%. Aproximadamente el 34% de la superficie sigue siendo de pino (12.500 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 eucalyptus orientado a la producción de madera para aserrío libre de nudos y en las zonas menos productivas se plantarán especies de eucalyptus 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.
- En diciembre de 2020 tuvo lugar la auditoría anual de la certificación FSC, la que transcurrió sin mayores novedades y el certificado fue renovado sin haberse detectado mayores observaciones. Cabe destacar que, a la fecha, BDU IV tiene el 66% de sus hectáreas certificadas
- A los efectos de atender los déficits de caja derivados de los costos de cosecha y el proceso de exportación, el Fideicomiso ha incurrido en la contratación de créditos de corto plazo con bancos privados de plaza (créditos de prefinanciación de exportaciones), los cuales en varias oportunidades se han ido renovando. Asimismo el Fideicomiso ha contraído un crédito de largo plazo que se viene amortizando sin inconvenientes. En todas las oportunidades, se ha contado con la aprobación del comité de vigilancia y el fiduciario lo ha comunicado a la Calificadora.
- El 28 de diciembre de 2020 se realizó una Asamblea de Titulares de los Certificados de Participación con la representación del 100% y se decidió modificar algunos términos y condiciones de los CPs. Los cambios refieren a la modificación de la paramétrica del ajuste de los honorarios de Agroempresa Forestal y también se acordó subir información una vez por año de los Fideicomisos a la WEB de Bosques del Uruguay.
- El 7 de Setiembre de 2021 se realizó la escrituración judicial de los padrones que faltaban por no tener certificado de BPS, con lo cual la totalidad del área quedó a nombre del fideicomiso.
- En enero de 2022 se firmó una nueva modificación del contrato de Fideicomiso cuyo principal objetivo fue el de incluir dentro del Plan de Negocios la realización de "Proyectos Industriales" que permitan la percepción de un mayor retorno a los inversores. Esta modificación fue realizada para habilitar avanzar en el proyecto Olimar, el cual consiste en la inversión de una planta de debobinado de rolos de eucalyptus
- La última tasación de los campos y bosques del fideicomiso fue a diciembre de 2021, en esa oportunidad realizada por dos empresas. Una consultora nacional, Agroclaro que tasó las tierras y una empresa neozelandesa (Woodlands Pacific) que tasó los bosques. Esta tasación arrojó un valor total de 404,10 millones de dólares, conformado por 246,05 millones por la tierra, 3,66 millones por ingresos futuros de los pastoreos y 156,39 millones por concepto de ingresos forestales.

b. Hechos salientes del período

- Durante el segundo trimestre de 2022 ingresaron al certificado de FSC un total de 2.354 hectáreas adicionales ubicadas en los 5 predios del Fideicomiso.
- Se acordó con un banco de plaza un acuerdo de sobregiro en cuenta de USD 2,5 millones a los efectos de financiar la operativa de corto plazo. Asimismo, se obtuvo financiamiento por un monto de USD 5,2 millones de largo plazo (10 años), para llevar adelante el Proyecto Olimar.
- El 16 de junio se realizó una asamblea de titulares del Fideicomiso Bosques del Uruguay 4. En esa asamblea se aprobó por unanimidad la venta anticipada de un predio de 139 hectáreas y también se aprobó por mayoría la ejecución del Proyecto Olimar.
- En relación con la construcción de la planta de Olimar, se presentó el proyecto a la Intendencia de Treinta y Tres y se firmó el contrato, que resultó en la entrega por parte de la Intendencia de un terreno de 19 hectáreas donde se instalará la planta. En cuanto a los temas operativos de la puesta en marcha del proyecto se han registrado los siguientes avances:
 - o Se firmó el contrato para la compra de la caldera la cual ya se está fabricando.
 - o Se firmó el contrato y la carta de crédito para la importación de a debobinadora y secadora.
 - o Se armó el layout de la planta para definir la ubicación de las distintas máquinas.
 - o Se organizaron los pedidos de precios para movimientos de suelo y se lanzó la licitación.
 - o Se obtuvo el financiamiento para la inversión
- El 16 de junio de 2022 la asamblea de beneficiarios aprobó la venta anticipada de un predio de 139 hás ubicado sobre la Ruta 27 a 3 km de la ciudad de Rivera. La decisión para esta venta, que cuenta con el visto bueno del comité de vigilancia, se sustenta en que el establecimiento está muy cerca de la ciudad de Rivera y por lo tanto sería muy difícil reforestarlo por el riesgo de incendio en cercanías de los centros poblados. Por otra parte ese predio tendría un importante valor inmobiliario.
- Se mantienen las demoras para la obtención de permisos para plantar nuevas áreas, lo que impide cumplir con las previsiones de plantación.
- Para el 2022 el operador proyecta que se percibirán ingresos en el entorno de los USD 50 millones en mayor medida por las ventas de madera aserrable para exportación, y en menor medida por ventas de madera para pulpa a las plantas, y marginalmente por pastoreos. La proyección de ingresos sería levemente mayor a lo presupuestado, siempre que se mantenga el dinamismo del mercado del pino de exportación que ocurrió durante el primer semestre.

- Las inversiones estuvieron muy por debajo de lo previsto, explicado por las relacionadas con implantación de bosques, ya que no se obtuvieron los permisos para reforestar 777 hectáreas, que deberán pasar para el año próximo. Esta demora en la obtención de los permisos atenta contra el normal desarrollo del proyecto.
- El área bajo pastoreo se mantuvo estable en el primer semestre, lográndose una ocupación del 74%, y se espera que los ingresos estén alineados con el presupuesto al cierre del año
- Los costos operativos en el primer semestre del año se ubicaron razonablemente en línea con el incremento de la producción. Mayores costos de cosecha y fletes, sumado a que se incurrieron todos los costos de producción (cosecha y flete) de una exportación que será facturada en el segundo semestre, explican la mayor parte de ese incremento. Las tarifas de cosecha y de fletes se vieron también incrementadas levemente como consecuencia del incremento de los precios del gasoil, la mano de obra y la caída del dólar en términos nominales con respecto al peso uruguayo. Esta situación ha contribuido a deteriorar los márgenes unitarios, lo que responde seguramente a un aspecto coyuntural. No obstante, el operador estima que al cierre de 2022, el fideicomiso logre un resultado de gestión positivo (previo a las tasaciones) en el entorno de USD 1.4 millones, una cifra levemente mayor a la presupuestada para el año.
- El comité de vigilancia plantea algunas alertas respecto del aumento de los costos, la reducción de los márgenes unitarios y la demora en la obtención de los permisos para plantar o reforestar. No obstante, establece en su último informe que el primer semestre finaliza con operaciones alineadas al plan y presupuesto en lo que refiere a volúmenes de madera comercializados y superficies de bosques intervenidas, lo que se logró a pesar de un marcado descenso en la demanda del mercado externo, aumento de costos y dificultades en conseguir fletes marítimos competitivos.

3. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- Balance con informe de auditoría al 31 de diciembre de 2021 de Agroempresa Forestal.
- Estados Contables intermedios del Fiduciario al 30 de junio de 2022.
- Estados Contables intermedios del Fideicomiso al 30 de junio de 2022.
- Informes del operador, el último a junio de 2022.
- Informes del Comité de Vigilancia, el último a junio de 2022.
- Calificaciones y actualizaciones de los Fideicomisos Financieros Forestales Bosques del Uruguay I, II y III realizadas por CARE.
- Información relevante del sector forestal.

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

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

| Concepto | 30/6/2022 | 31/12/2021 | 31/12/2020 |
|----------------------------------|----------------|----------------|----------------|
| Activo Corriente | 21.205 | 18.989 | 15.859 |
| Activo no Corriente | 240.950 | 281.068 | 228.346 |
| Total Activo | 262.154 | 300.057 | 244.205 |
| Pasivo Corriente | 38.262 | 33.484 | 27.348 |
| Pasivo no Corriente | 200.639 | 230.681 | 180.257 |
| Total Pasivo | 238.901 | 264.165 | 207.605 |
| Patrimonio | 23.253 | 35.891 | 36.600 |
| Total Pasivo y Patrimonio | 262.154 | 300.057 | 244.205 |
| Razon Corriente | 0,55 | 0,57 | 0,58 |

Fuente: EE.CC EFAM

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

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

| Concepto | 30/6/2022 | 30/6/2021 | 31/12/2021 |
|--------------------------------------|-----------------|--------------|---------------|
| Ingresos Operativos | 39.409 | 33.177 | 75.867 |
| Gastos Adm. y Vtas. | (30.976) | (26.312) | (63.018) |
| Resultado Operativo | 8.433 | 6.865 | 12.849 |
| Resultados Financieros | (20.984) | (6.143) | (12.734) |
| Resultados antes de impuestos | (12.551) | 722 | 116 |
| IRAE | (87) | (502) | (824) |
| Resultado del período | (12.638) | 219 | (709) |
| Res Operativos/Ingresos | 21,40% | 20,69% | 16,94% |
| Res Ejercicio/Ingresos | -32,07% | 0,66% | -0,93% |

Fuente: EE.CC de EFAM

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

2. Agroempresa Forestal S.A. (AF)

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Figuras clave

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

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

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

Situación económica financiera

La firma cierra balance el 31 de diciembre; en la oportunidad se contó con el último cierre disponible auditado por Deloitte al 31/12/21.

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 2021 un total de CP's, emitidos por EFAM, por un valor del orden de USD 8.8 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.

3. El Fideicomiso

Con fecha 17/12/18 se celebró el contrato de Fideicomiso entre EFAM (fiduciaria) y AF (administrador). El 18/3/19 el BCU autorizó la inscripción del Fideicomiso en el Registro del Mercado de Valores y consecuentemente la emisión de CP's por un monto de hasta USD 330 millones.

En virtud de lo antedicho, se emitieron CP's por USD 330 millones (el máximo autorizado) ya totalmente integrados en tres emisiones sucesivas realizadas entre el 11/4/19 y 26/8/19 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 intermedio del 30/06/2022.

| Cuadro 3: Estado de Situación del Fideicomiso (miles de u\$s) | | | |
|--|------------------|-------------------|-------------------|
| Concepto | 30/6/2022 | 31/12/2021 | 31/12/2020 |
| Activo Corriente | 19.806 | 13.024 | 10.259 |
| Activo no Corriente | 421.731 | 422.304 | 411.156 |
| Total Activo | 441.537 | 435.328 | 421.415 |
| Pasivo Corriente | 13.166 | 11.006 | 8.490 |
| Pasivo no Corriente | 8.974 | 5.785 | 5.439 |
| Total Pasivo | 22.140 | 16.791 | 13.929 |
| Patrimonio | 419.396 | 418.537 | 407.487 |
| Total Pasivo y Patrimonio | 441.537 | 435.328 | 421.415 |
| Razon Corriente | 1,50 | 1,18 | 1,21 |

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Las tasaciones de montes a fin del ejercicio pasado determinó una caída en el valor de los mismos del orden de USD 27 millones; en esta oportunidad como se sabe no se realizan nuevas tasaciones hasta el próximo mes de diciembre; si se producen altas y bajas propias de la operativa. Lo mismo ocurre con la tierra que mantiene el valor establecido en las tasaciones de diciembre 2021.

El patrimonio contable al cierre del semestre quedó en USD 419.4 millones, muy por encima de 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 12.9 millones. La mayoría son de corto plazo a excepción de uno contraído en abril del corriente año 2022 por USD 5.2 millones a 10 años de plazo.

Cuadro 4: Estado de Resultados Fideicomiso (miles de u\$s)

| Concepto | 30/6/2022 | 30/6/2021 | 31/12/2021 |
|---------------------------------------|----------------|--------------|-----------------|
| Ingresos operativos | 27.218 | 19.647 | 43.529 |
| Cambio valor activo biológico | - | - | (27.161) |
| Costo de los bienes vendidos | (21.985) | (15.904) | (35.441) |
| Resultado Bruto | 5.233 | 3.743 | (19.073) |
| Gastos administración y ventas | (5.943) | (3.722) | (7.876) |
| Resultados financieros | (919) | (93) | (224) |
| Resultados diversos | - | - | 3.188 |
| Resultados antes IRAE | (1.628) | (72) | (23.986) |
| IRAE | 2.487 | (556) | (391) |
| Resultado del periodo | 859 | (628) | (24.377) |
| Revaluación tierra | - | - | 38.218 |
| Impuesto diferido asociado | - | - | (2.790) |
| Resultado integral del periodo | 859 | (628) | 11.051 |

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Nota: el concepto Resultados diversos refiere también a revaluación de tierra

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. Como se ha dicho, al no haber tasaciones de activos en el periodo no se registran resultados por cambio de valor en los mismos como acontece al cierre anual.

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 fideicomitados y aspectos descriptivos del proyecto

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

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

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

El proyecto en el prospecto original para el escenario base presentaba una Tasa Interna de Retorno del 7,67% para el inversor. Posteriormente el operador fue ajustando los flujos esperados, que vienen arrojando valores más altos para la TIR. La última actualización del flujo financiero se presentó en marzo de 2022 con datos reales a diciembre de 2021 y una proyección para el período 2022-2039. Al no existir para esta actualización nuevas proyecciones ni modificaciones en los supuestos realizados, se presentan los mismos resultados.

El operador en la última actualización del flujo financiero presentó una serie de escenarios posibles, suponiendo distintas evoluciones de precios de madera, costos de producción y evolución del precio de la tierra a partir de 2022 y hasta la finalización del Fideicomiso en 2039. De los diferentes escenarios presentados, el que para CARE podría ser el más probable, consideró los siguientes supuestos:

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

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

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

³. Se estima la inflación histórica de EEUU del entorno del 2,3%. Actualmente la inflación está muy por encima de esos valores, pero por el momento no se ha modificado en las proyecciones.

Para CARE estos supuestos son compatibles en su totalidad.

En base a esta proyección, la TIR para todo el período del Fideicomiso en el escenario más probable para la calificadoradora sería de 8,91%, levemente más baja que la estimada un año atrás (10,1%), pero sigue siendo superior a la establecida en el prospecto.

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

| Cuadro 5: 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%. | 8.92% |
| 2 Madera ajusta por inflación USA. Los costos ajustan por Inflación USD UY, y la tierra tiene un aumento del 1,5%. | 8.75% |
| 3 Idem al 2 pero con aumento del 3% en el precio de la tierra | 8.91% |
| 4 Los precios de la madera y de la tierra aumentan un 1,5%. | 7.41% |
| 5 Aumento precio de Tierra 1,5% | 7.24% |
| 6 Todos los factores constantes | 7.05% |

Fuente: El Operador

Como puede observarse las tasas de retorno esperadas en los diferentes escenarios tiene poca variación lo que implica que la misma es relativamente robusta.

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

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 atractiva (7,05%).

2. Nueva estimación del costo de oportunidad del capital.

El costo de oportunidad del capital teóricamente pone un piso a la rentabilidad esperada de un proyecto y es el indicador clave para descontar los flujos de fondos esperados. En este sentido CARE realizó una actualización de la estimación del costo de oportunidad del capital, utilizando el modelo de

valoración CAPM (Capital Asset Pricing Model) y, siguiendo a Damodaran⁴ se adicionó a éste una prima que contempla el riesgo específico del mercado en el que se ejecuta el proyecto (se consideró el riesgo país en este caso). En consecuencia para el cálculo del costo de los fondos propios se aplica la siguiente fórmula: la estimación del costo de oportunidad del capital, utilizando el modelo de valoración CAPM (Capital Asset Pricing Model) y, siguiendo a Damodaran⁶ se adicionó a éste una prima que contempla el riesgo específico del mercado en el que se ejecuta el proyecto (se consideró el riesgo país en este caso). En consecuencia para el cálculo del costo de los fondos propios se aplica la siguiente fórmula:

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

Donde:

E(ri): Tasa de retorno esperada del capital

β_{im} : Riesgo sistemático propio respecto del riesgo de mercado⁵.

rf: tasa libre de riesgo (Treasury Bonds de USA a 10 años).

E (Rm) – Rf: Prima de Riesgo de mercado. Es el premio por riesgo específico al mercado que opera el proyecto (diferencia entre los rendimientos de los activos de renta variable⁶ y la tasa libre de riesgo).

Erp: Prima por riesgo específico a la compañía o proyecto evaluado. Se considera el riesgo país de Uruguay (índice UBI).

Por lo general, se considera como la tasa libre de riesgo a los rendimientos de los Treasury Bonds 10 Years de la Reserva Federal de los Estados Unidos. Se opta normalmente por utilizar los promedios de 5 o 10 años de dichos rendimientos, evitando de esta manera los elevados valores de fines de la década de los noventa y comienzos de la década del 2000 (5 a 7%), así como también los valores muy bajos de los últimos años (cerca de cero en 2020). En los últimos diez años, ese rendimiento se ubicó en 2,07%, y en la actualidad se encuentra en aproximadamente un 3,4%⁷.

Por su parte para medir el riesgo del país se consideran los rendimientos de los bonos soberanos uruguayos medidos a través del índice UBI de República AFAP. En este caso deben evitarse también los valores “anómalos” del período de la crisis de 2002. Si bien es una realidad que la economía uruguaya atraviesa en determinados períodos crisis de esa magnitud, no se considera muy probable que ello pueda ocurrir en el futuro mediano plazo.

El parámetro “beta unlevered” de Damodaram, para enero de 2022 se ubica en 0,96 (1,07 para el promedio de los últimos 5 años), lo que indica que la inversión en la producción forestal tiene casi el mismo riesgo y variabilidad que el promedio de todas las actividades en ese mercado.

A los efectos de calcular estos indicadores se tuvieron en cuenta los valores promedio de los últimos 5 años, que son aquellos sobre los cuales los inversores deben tomar las decisiones. En este sentido, para el caso del rendimiento de los bonos americanos se consideró 1,96% y para el riesgo país (índice UBI), se consideraron 1,42 puntos básicos. Ambos valores son particularmente bajos en relación con los históricos.

⁴ A. Damodaran, “Estimating Equity Risk Premiums” Stern School of Business.

⁵ Se consideraron los betas promedio de empresas de producción primaria de bienes agrícolas en mercados emergentes según A. Damodaram

⁶ Equity Risk Premium del S&P 500. El promedio de los últimos 5 años fue 4,73%

⁷ En la actualidad los rendimientos de estos bonos están por encima de los valores promedio de los últimos 5 o 10 años. Durante la peor parte de la crisis sanitaria estuvieron mucho más bajas, por debajo del 1%, pero en la actualidad están en aumento.

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 6,68%. Este valor es menor a la TIR estimada para el escenario que CARE estima como más probable (8,91%), lo que indicaría que la rentabilidad sería mayor a la teórica. 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.

Esto indica que según estas metodologías, la tasa de descuento del proyecto es adecuada y reforzaría los cálculos del retorno del negocio para el inversor.

3. Manejo Económico- Productivo

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

En este Fideicomiso como ya se informó se adquirieron campos ya forestados por lo tanto ya desde los primeros años ya se verifican ingresos por concepto de venta de madera.

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

Se detalla a continuación la comparación de lo presupuestado de ingresos para el primer semestre del año y lo real obtenido, presentándose también lo esperado para el año completo (lo presupuestado inicialmente y lo estimado).

| Cuadro 6. Ingresos al primer semestre y proyección para 2022 (USD). | | | | | | |
|--|-------------------|-------------------|------------------|-------------------|-------------------|------------------|
| Actividad | Primer semestre | | | TOTAL 2022 | | |
| | Real | Presupuesto | Diferencia | Estimado | Presupuesto | Diferencia |
| Eucalyptus Pulpa | 5.816.579 | 6.900.394 | -1.083.815 | 8.339.375 | 8.339.375 | 0 |
| Pino Exportación y mercado interno | 8.353.145 | 6.429.017 | 1.924.128 | 18.174.863 | 14.515.300 | 3.659.563 |
| Eucalyptus Exportación y m. interno | 12.200.840 | 10.713.344 | 1.487.496 | 22.617.900 | 23.841.274 | -1.223.374 |
| Ventas en pie mercado interno y Leña | 563.134 | 579.547 | -16.413 | 818.902 | 713.462 | 105.440 |
| Pastoreo | 279.493 | 218.891 | 60.602 | 437.783 | 437.783 | 0 |
| Total | 27.213.191 | 24.841.193 | 2.371.998 | 50.388.823 | 47.847.194 | 2.541.629 |

Fuente: El Operador

La proyección de ingresos para cierre de año fue ajustada por el operador al alza respecto al presupuesto inicial, dado el dinamismo del mercado del pino de exportación, ya que se espera incrementar las exportaciones, siempre que se mantengan las mismas condiciones de demanda que en el primer semestre.

En el siguiente cuadro se presenta la comparación de lo presupuestado de inversiones y costos para el primer semestre del año y lo real obtenido, presentándose también lo esperado para el año completo (lo presupuestado inicialmente y lo estimado).

Cuadro 7. Costos e Inversiones al primer semestre y proyección al año 2022 (USD).

| Actividad | Primer semestre | | | TOTAL 2022 | | |
|--------------------------|-------------------|-------------------|------------------|-------------------|-------------------|------------------|
| | Real | Presupuesto | Diferencia | Estimado | Presupuesto | Diferencia |
| Costos de Producción | 23.466.061 | 17.609.738 | 5.856.323 | 39.221.791 | 36.094.990 | 3.126.801 |
| Inversiones Implantación | 796.671 | 1.322.391 | -525.720 | 1.399.043 | 2.831.179 | -1.432.136 |
| Inversiones Manejo | 130.841 | 166.732 | -35.891 | 289.244 | 289.244 | 0 |
| Gastos | 3.476.292 | 3.416.611 | 59.681 | 6.431.785 | 6.344.905 | 86.880 |
| Total | 27.869.865 | 22.515.472 | 5.354.393 | 47.341.863 | 45.560.318 | 1.781.545 |

Fuente: El Operador

Las inversiones en implantación durante el primer semestre del año estuvieron muy por debajo de lo presupuestado y terminarán con ese comportamiento. Como ya fuera comentado, ello se explica por una menor área de plantación como consecuencia de que no se obtuvieron los permisos correspondientes.

Por su parte los costos de producción estuvieron por encima del presupuesto, lo que se explica por las mayores cosechas y exportaciones que las presupuestadas, sumado a que hay producción cosechada cuya venta se cobrará en el segundo semestre del año. Al finalizar el año estas diferencias se acortarán, pero igualmente los costos en inversiones será aproximadamente un 9% más altas que lo proyectado inicialmente.

Si se cumplen la previsiones de costos e ingresos el fideicomiso terminaría en año con un resultado de gestión levemente positivo, sin considerar la revaluación de los bosques.

La empresa ha demostrado capacidad de avance en los procesos propuestos, las actividades se ejecutan con una adecuada calidad y con un cronograma ajustado a lo

4. Tasación de la Tierra y los Montes Forestales

La última tasación de la tierra y los montes del Fideicomiso se presentó a diciembre de 2021. Se presentan dos tasaciones realizadas por empresas diferentes. 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.

En el siguiente cuadro se presenta la evolución de los valores de los campos y bosques del Fideicomiso, según la información proveniente de las tasaciones realizadas anualmente. Cabe aclarar que los valores de las tasaciones fueron realizados bajo diferentes metodologías y considera la tierra y los bosques en conjunto

Cuadro 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 |

Fuente: Tasaciones

Entre 2020 y 2021 el valor de los campos y los montes tiene un aumento de un 4% en conjunto. Sin embargo, la distribución de los valores es muy diferente y ello se explica por las metodologías utilizadas. En 2021 el valor de la tierra tiene un crecimiento de un 37%, mientras que el valor de los montes cae un 11%. Si consideramos el ingreso de los pastoreos valorizando el activo bosques la caída es algo menor, un 9%.

Como ya fuera comentado en profundidad en anteriores calificaciones CARE tenía alguna dificultad con la metodología utilizada en el año 2020 ya que castigaba al precio de la tierra estimándole un valor menor al vigente en el mercado; la metodología utilizada en 2021 es más compartible.

Esta última tasación se sustenta en lo siguiente:

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

Bajo estos supuestos, el valor de tasación de las tierras y bosques del fideicomiso a diciembre de 2021 es de 404,10 millones de dólares, compuesto de 246,05 MM de bosques, 3,66 MM por pastoreos y 154,39 MM de tierra.

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 de descalce de monedas. Los ingresos y egresos más relevantes están previstos en la misma moneda, por lo que este riesgo es *casi nulo*.

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

Riesgo de descalce de monedas: *los ingresos y egresos más relevantes están previstos en la misma moneda, por lo que este riesgo es casi nulo.*

V. EL ENTORNO

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

Por políticas públicas se entiende no solo las domésticas sino las de los países con los que existe comercio. Con relación a la política sectorial del país, quedaron despejadas las interrogantes que se habían planteado respecto del proyecto de ley que proponía limitar la forestación a los suelos de prioridad forestal y poner un tope a la plantación de montes de rendimiento. Esta medida no hubiera tenido efectos sobre el plan de negocios que se plantea en esta oportunidad ya que el activo forestal se encontraba en gran medida con sus áreas ya plantadas. No obstante hubiera sido un cambio en la política sectorial, con probables efectos sobre 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.

La pandemia derivada del Covid-19 tuvo inicialmente un impacto negativo en la oferta en la demanda internacional de la madera, pero a partir de 2021 ha mostrado una marcada recuperación en la demanda y los precios han recuperado en gran medida los registros más elevados de los años más recientes.

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 calificadoradora es el de la madera. Esto se fundamenta en que el 84% de los retornos de la inversión se explican por el valor de la madera.

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

durante los primeros años. Finalmente, como en todos los proyectos forestales hay superficies plantadas con destino a celulosa y también tienen ese destino los raleos y desechos comerciales de los montes de calidad.

La tendencia de largo plazo esperada para los precios de la madera, es que todo indica que los precios deberían mostrar una tendencia creciente, al menos en valores nominales, y ello se sustenta en el hecho de que la demanda crecerá de la mano del incremento de la población mundial y del crecimiento económico 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).

Ese incremento de la demanda enfrenta una oferta que se ha visto limitada por crecientes medidas de protección de los bosques nativos, así como también el control que se realiza sobre los de rendimiento. Por su parte, las políticas destinadas a atenuar los impactos del cambio climático también promueven la protección de los montes al ser éstos importantes sumideros de carbono. En este sentido, cabe destacar que finalmente parece estar consolidándose el mercado de carbono, por lo que la venta de certificados por parte de este tipo de emprendimientos forestales se podría constituir en nuevos ingresos para los proyectos. Las negociaciones que se vienen llevando a cabo en los ámbitos internacionales siguen avanzando en relación a asegurar compromisos ambientales de reducción de emisiones por lo que todo indica que el mediano largo plazo la demanda por certificados de carbono debería crecer también.

No obstante, esa tendencia de largo plazo puede verse afectada por coyunturas desfavorables que tengan efectos depresivos sobre la demanda y en consecuencia sobre los precios, como lo ocurrido entre 2019 y 2020. Fue así, que luego de un marcado pico al alza de precios durante 2018, los valores de la madera a nivel internacional, regional y doméstico, mostraron una caída muy significativa del orden del 35-40%, la mayor caída se verificó en 2019 para luego atenuarse o mantenerse en esos niveles deprimidos, prácticamente durante todo el año 2020. Como se verá, esa caída fue coyuntural, y en 2021 los precios se recuperaron rápidamente y retomaron la tendencia de largo plazo.

En lo que tiene que ver con madera con destino final a pulpa de celulosa, la reducción en el consumo de distintos tipos de papel (impresión, packaging, papel de oficina), no fue compensada inicialmente por el aumento en el consumo del papel tissue, asimismo algunas industrias tuvieron que parar como consecuencia de casos de Covid 19 en sus empleados. Esta situación llevó a un descenso en flujo de importación de pasta de celulosa y madera con destino a la producción de celulosa (rolos y chips) por parte de los principales mercados (China, Japón, Europa). Durante el 2021, superadas las dificultades citadas la demanda y los precios se recuperaron sostenidamente para alcanzar a partir del segundo semestre del año niveles muy cercanos a los más elevados de 2018.

Para el caso de la madera de eucaliptus con destino aserrío, el comportamiento de los precios y de la demanda ha mostrado un comportamiento similar al de la celulosa, aunque la recuperación de la demanda comenzó antes que en el caso de la celulosa. Tras un comienzo de año 2020 muy incierto, marcado por el enlentecimiento en las exportaciones

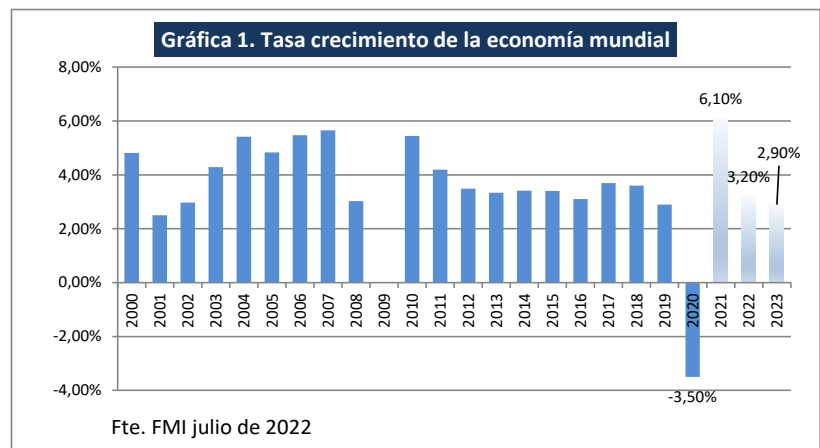
registrado sobre fines de 2019 y la declaración de pandemia a comienzos de 2020, el segundo semestre de ese año ya mostró un gran empuje, consolidando la recuperación que se mantuvo durante todo el año 2021 y parte de 2022. Sin embargo, para este segundo del 2022 se espera que los mercados para madera de calidad de eucaliptus se retraigan levemente, dado el contexto mundial de alta inflación, altos costos logísticos y grandes países consumidores (Europa, China, EEUU) con problemas económicos y disminución de su consumo interno.

Para el caso de la madera de pino aserrable, la demanda se recupera a partir de mediados de 2020 y ese comportamiento se mantiene durante todo el año 2021 y también durante el primer semestre de 2022. Para el segundo semestre del 2022, se espera un comportamiento similar que para el caso del Eucaliptus, esto es un enlentecimiento en los flujos comerciales. Esto es provocado por una menor actividad en China y el incremento de los costos de transporte marítimo, que ajustan en gran medida los márgenes comerciales.

Para el largo plazo no existen elementos para suponer cambios en las tendencias planteadas en el prospecto de emisión, aunque no habría que descartar puntualmente coyunturas desfavorables como la verificada entre 2019 y 2020.

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

El Fondo Monetario Internacional (FMI), en sus previsiones de crecimiento de la economía mundial para los próximos años ha venido ajustando sus proyecciones las cuales califican de altamente inciertas, primero como consecuencia del impacto de la pandemia del Covid 19 y más recientemente por los efectos que ha y tendrá la guerra entre Rusia y Ucrania. En su último informe de julio de 2022 el FMI estima que la economía mundial habría crecido un 6,1% en 2021 y proyecta un crecimiento de 3,2% para 2022, esto implica una significativa reducción respecto de su anterior estimación de abril de 2022.

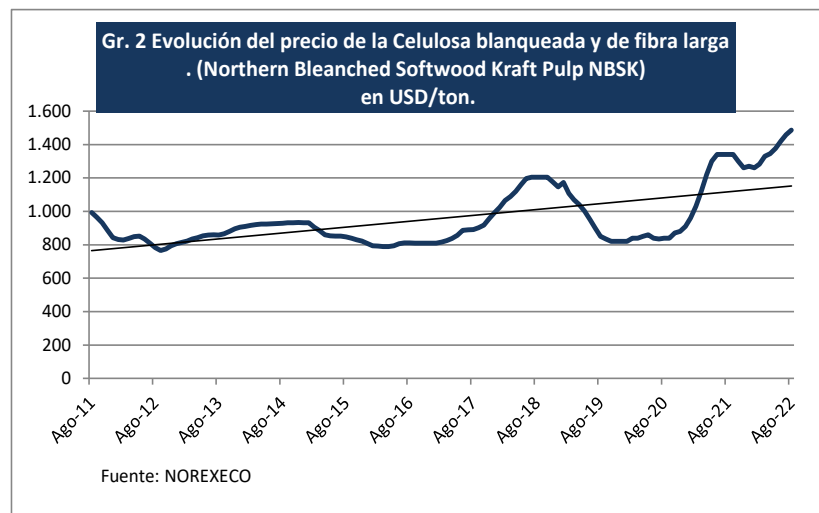


El FMI establece en su último informe que a partir del segundo trimestre de este año el producto mundial se contrajo, debido a la desaceleración de China y Rusia, mientras que el gasto de los hogares en Estados Unidos no

alcanzó las expectativas. Varios shocks han sacudido una economía mundial ya debilitada por la pandemia: una inflación superior a lo previsto en todo el mundo —sobre todo en Estados Unidos y las principales economías europeas— que ha provocado el endurecimiento de las condiciones financieras; una desaceleración peor de lo previsto en China, consecuencia de los brotes de la COVID-19 y los confinamientos, y las nuevas repercusiones negativas de la guerra en Ucrania. En consecuencia se proyecta que el crecimiento mundial se desacelere del 6,1% estimado para 2021 a 3,2% en 2022 y a 2,9% en 2023. La inflación mundial se sigue ajustando al alza debido a los precios de los alimentos y la energía y los persistentes desequilibrios entre la oferta y la demanda; se prevé que este año se sitúe en 6,6% en las economías avanzadas y 9,5% en las economías de mercados emergentes y en desarrollo.

Luego de un período de precios internacionales de la celulosa relativamente bajos en términos históricos, durante todo el 2021 se observó un proceso de marcado crecimiento, con señales de estabilización en los últimos meses de ese año. Así, luego de transitar por varios meses en un nivel cercano a los US\$ 800 por tonelada, el precio de referencia de la celulosa NBSK⁸ (principal cotización internacional, correspondiente a pulpa de coníferas de fibra larga), alcanzó un nuevo máximo de US\$ 1.340 la tonelada entre junio y agosto, para caer luego levemente hasta USD 1.270 a diciembre de 2021. El promedio de 2021 fue de USD1.234 mostrando una apreciación interanual de 45%.

En el primer semestre de 2022 el mercado vuelve a mostrar un nuevo impulso que se debería a una coyuntura derivada de una serie de condiciones particulares: problemas de abastecimiento de algunas plantas europeas que trabajan con madera de Rusia, problemas de logística y huelgas en algunas plantas. Esta situación ha llevado los precios a un récord histórico (1.486 USD/tt) que se estima pueda durar algún tiempo más, no obstante en el mediano plazo debería retroceder para ubicarse en el entorno de 1.200 USD/tt⁹.

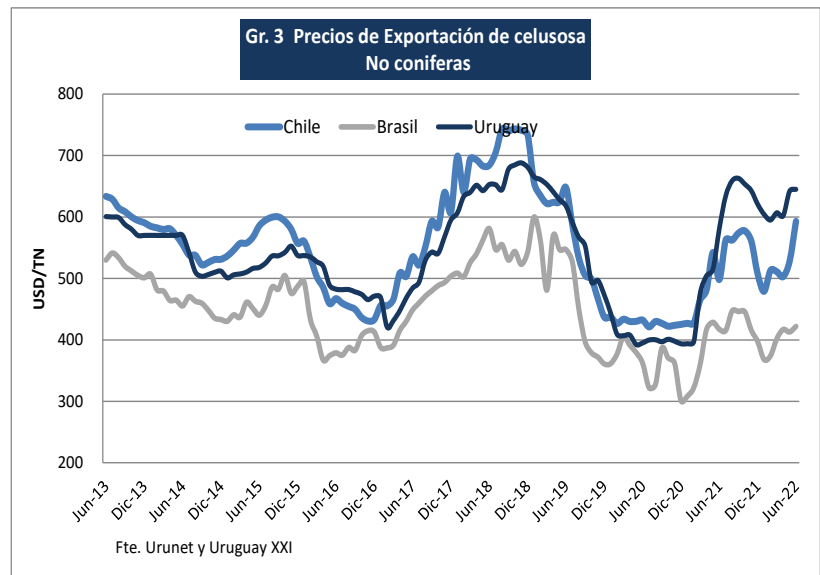


⁸. Northern Bleached Softwood Kraft. Pulpa de celulosa blanqueada de fibra larga

⁹. Bloomberg Línea, julio 2022.

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

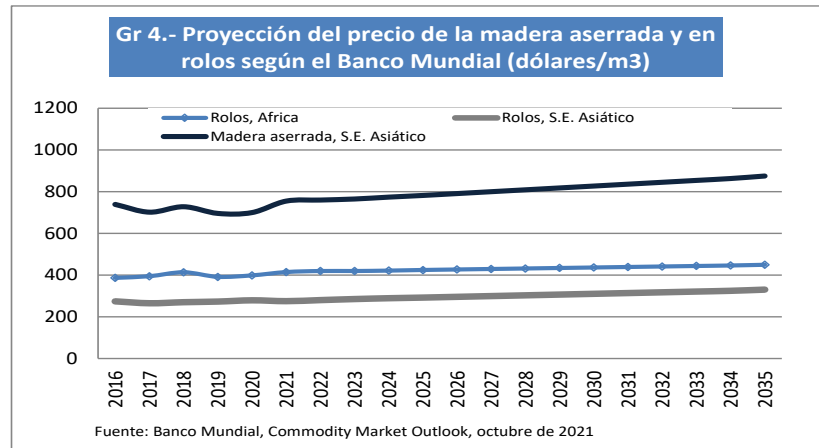
Los precios regionales de exportación acompañan en términos generales las oscilaciones del mercado internacional, mostrando también una tendencia al alza durante el transcurso de todo el año 2021, una cierta estabilización en los primeros meses del año 2022, mostrando también un nuevo impulso en los meses más recientes. De manera que, el precio promedio de exportación de celulosa de no coníferas para el promedio enero-junio de 2022 se incrementó 29% para Uruguay, 10% para Chile y 6% para Brasil, con respecto al mismo período del año anterior.



No se dispone de información que proyecte las perspectivas de la evolución de precios internacionales para la celulosa en el mediano plazo. En los últimos 10 años el incremento anual del precio internacional de la celulosa fue del 3,2%, esto es un valor indicativo, aunque no existe la certeza de que para el futuro se cumpla lo verificado en el pasado.

Las perspectivas para el mediano plazo para la madera en bruto para aserrío o aserrada, muestra un leve crecimiento en valores nominales en el largo plazo. Las proyecciones del Banco Mundial muestran un leve crecimiento en valores nominales al 2035; para el caso de los rollos 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 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).

¹⁰. World Bank Commodities Price Forecast. Octubre de 2021.



Las exportaciones forestales tuvieron un muy buen desempeño en 2021, incluso superando los valores pre pandemia y lográndose un nuevo récord histórico. La celulosa se ubicó como el segundo bien de exportación del país, solo por debajo de la carne bovina (1.576 millones; 42% más respecto a 2020). Esta suba se explicó casi exclusivamente por mejores precios de exportación, que se recuperaron luego de ubicarse en niveles reducidos en 2020. El precio promedio de exportación de la celulosa alcanzó los USD 562 por tonelada en 2021, subiendo 39% frente al promedio de 2020.

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

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 1er Sem.2022 |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Celulosa | 1.222 | 1.310 | 1.660 | 1.527 | 1.107 | 1.576 | 776 |
| Rolos (excepto eucalipto) | 5 | 88 | 150 | 89 | 132 | 204 | 79 |
| Tableros de madera contrachapados | 58 | 64 | 76 | 55 | 67 | 105 | 59 |
| Chips (eucalipto y pino) | 82 | 64 | 95 | 102 | 21 | 74 | 56 |
| Madera Aserrada coníferas y no coníferas | 65 | 93 | 115 | 97 | 104 | 159 | 100 |
| Papel y Cartón | 52 | 34 | 32 | 36 | 25 | 26 | 14 |
| Rolos de eucalipto | 17 | 21 | 29 | 14 | 21 | 23 | 14 |
| Total | 1.500 | 1.673 | 2.158 | 1.921 | 1.477 | 2.167 | 1.098 |

Fuente: Care en base a datos de URUNET, Uruguay XXI y OPYPA

Nota: No están consideradas las exportaciones a Zona Franca, ya que se consideran las exportaciones de pulpa de celulosa que salen de ese destino.

La recuperación de las exportaciones en 2021 respecto del año anterior alcanzó a todos los productos

exportados de la cadena, destacándose el fuerte incremento en las exportaciones de pino, alcanzándose un nuevo récord de ingresos. También se recuperaron fuertemente las exportaciones de chips, que se habían detenido en buena parte del año 2020 por falta de mercado; sin embargo aún se mantienen por debajo del récord de 2019.

En los primeros meses del 2022, las exportaciones de madera y sus productos mantienen niveles similares a los del año anterior, para prácticamente todos los productos. Para el caso de la celulosa los ingresos las ventas se ubicaron en USD 776 millones, siendo el tercer producto exportado. En este caso, el aumento se explica únicamente por mejores precios, mientras que las toneladas exportadas se redujeron frente a igual período de 2021. En los primeros 5 meses del año 2022 el precio promedio de las exportaciones se

ubicó en 616 USD/tt, un 9,6% mayor al promedio del año 2021. Los montos y volúmenes exportados de rolos de eucalipto mantienen niveles similares a 2021. Así, las exportaciones de este producto se situaron en USD 14 millones en el primer semestre de 2022. Por su parte, el volumen de pino colocado en el exterior se muestra un menor registro de exportaciones respecto de 2021, para los primeros meses del año, debiéndose tener en cuenta que en 2021 la exportación de este producto fue récord.

En madera aserrada las exportaciones registradas en los primeros meses del año son superiores en volumen y también en precio respecto de igual período del año anterior, comportándose en forma más dinámica. Por su parte, los tableros contrachapados, vienen mostrando niveles muy similares a los del año anterior, en volumen y en valor.

Para el caso concreto de los chips, las exportaciones en la mitad del año 2022 vienen siendo más altas que las de igual período del año anterior, estimándose que seguramente termine el año con mayores valores que 2021.

3.- El precio de la tierra

El precio de la tierra, el segundo en nivel de importancia, mostró una muy fuerte apreciación dólares a partir de 2004 y hasta 2014, para caer a partir de 2015 y mostrar en los últimos años una cierta estabilidad con las variaciones propias de un escaso número de operaciones; según reporta la Dirección de Estadísticas Agropecuarias del MGAP para el promedio de las operaciones en todo el país.

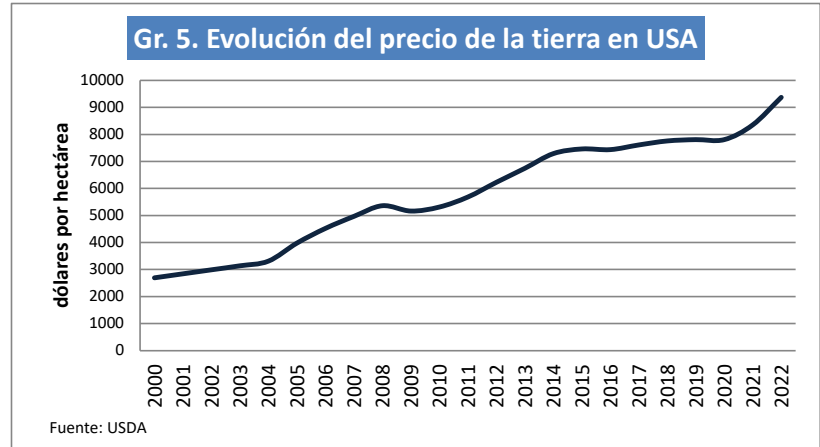
Las perspectivas de demanda internacional por tierra siguen siendo alentadoras y ubicarían los precios en niveles crecientes para el corto y mediano plazo, pero a tasas más moderadas que en el pasado. Sin embargo cabría esperar para el corto plazo incrementos en los precios por encima de la tendencia, como consecuencia de los elevados precios de las commodities y la alta inflación internacional, sumado a que prácticamente no ha habido aumentos en los precios desde 2014.

En este caso se actualiza el comportamiento de los precios en diferentes países considerados de importancia.

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

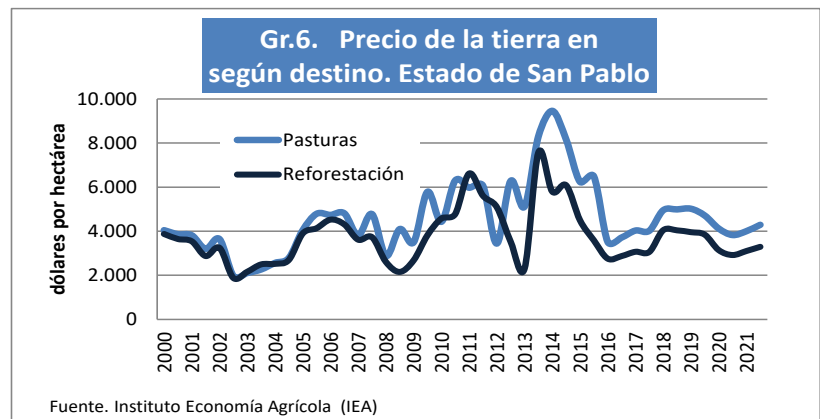
El precio de la tierra (promedio) se había mantenido relativamente estable entre 2017 y 2020, con aumentos en el entorno a la inflación del dólar, pero en los últimos dos años parece recuperar una tendencia alcista en términos reales. En el año 2021 los precios promedio de la tierra aumentaron un 7%, y en el año 2022 el aumento fue del 12%. Si se analiza por separado las tierras agrícolas de las ganaderas, las primeras tuvieron entre 2022 y 2021 un

aumento del 14,3% mientras que las segundas un 11,5%; esto se explicaría por los aumentos de precio de los productos agrícolas. El aumento de la inflación en EEUU, también explicaría estos recientes aumentos en el precio de la tierra, especialmente el de 2022.



El comportamiento del precio de la tierra en Brasil, está afectado por el efecto del tipo de cambio, en la medida que en ese país la cotización del recurso se realiza en moneda nacional. Por ello, las fluctuaciones son amplificadas por este efecto. En el año 2014 comenzó una fuerte caída de los precios de la tierra, que comenzó a revertirse en 2017.

Para el año 2021, último reportado por el Instituto de Economía Agrícola de San Pablo los precios de la tierra aumentaron en forma importante en dólares, en el entorno del 12%, recuperando parte de la reducción que se había verificado en el año anterior (18% para las tierras de pastoreo y un 21% para las de que tienen por destino la silvicultura y pasturas naturales), lo que se debió en gran medida a la devaluación del real.



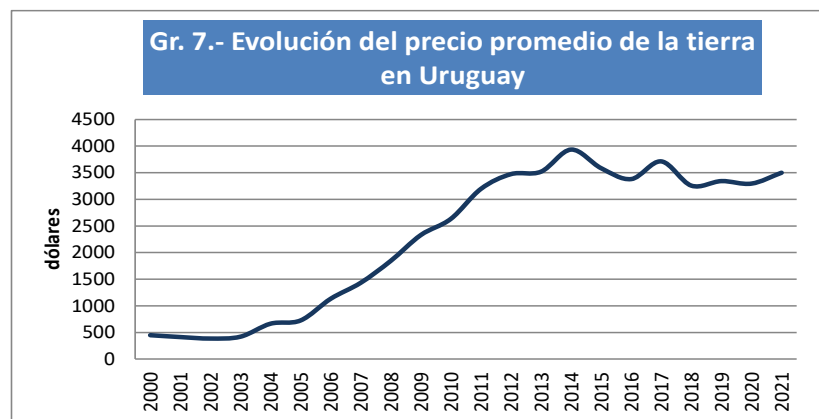
La particular situación de Argentina hace imposible disponer de una serie de precios actualizada y confiable de la tierra. La alta volatilidad de las políticas, las elevadas detracciones a las producciones agrícolas, los desajustes macroeconómicos y las restricciones al manejo de las divisas, generan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

En el caso de Uruguay, la información reportada por DIEA-MGAP para el promedio de las transacciones de tierras da cuenta de una muy fuerte valorización a partir de 2004 y hasta el 2014 cuando se verifica el valor máximo. A partir de 2015 comienza un cierto ajuste a la baja pero con un comportamiento un tanto errático, consecuencia seguramente de un bajo número de transacciones en donde la calidad y la localización de los campos comercializados tienen una gran influencia en los valores medios. Fue así que en 2017 DIEA reportó un aumento de un 9,8% en el valor de la tierra, luego en 2018 la misma oficina da cuenta de una reducción de un 12,3%, en 2019 se reporta un leve aumento de un 2,6%, en 2020 el precio promedio de la hectárea media del país vuelve a caer (-1,4%) y para el 2021 DIEA reporta un incremento del 6,2%¹¹.

El escaso número de transacciones verificado en estos últimos años genera algunas dudas en cuanto a los valores obtenidos, lo que deberá ser corroborado en los siguientes años. No obstante, en el 2021 se observa un repunte (52%) en la superficie comercializada respecto del año anterior, aunque aún se mantiene por debajo de las hectáreas comercializadas anualmente entre 2000 y 2014

En base a la información recogida por algunos operadores de mercado, cabría esperar para este año 2022 un nuevo repunte en los precios, consecuencia de una mayor demanda derivada de los buenos precios de los commodities, especialmente teniendo en cuenta la alta inflación internacional y los niveles actuales de precio de los campos que no muestran incrementos sostenidos desde 2014.



Existen otras fuentes de información realizadas por consultoras y operadores del mercado¹², 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 los cuales CARE tuvo acceso, surge que para el año 2021 los campos se habrían valorizado entre un 3 y un 4%, coincidiendo en gran medida con la información publicada por DIEA para el promedio de tierras del país.

Existe una proporcionalidad comprobada¹³ entre el índice de CONEAT y el

¹¹. "Precio de la Tierra" Compraventas año 2021, publicado el 29 de marzo de 2022.

¹². SERAGRO, Agroclaro, Consur y operadores privados

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.

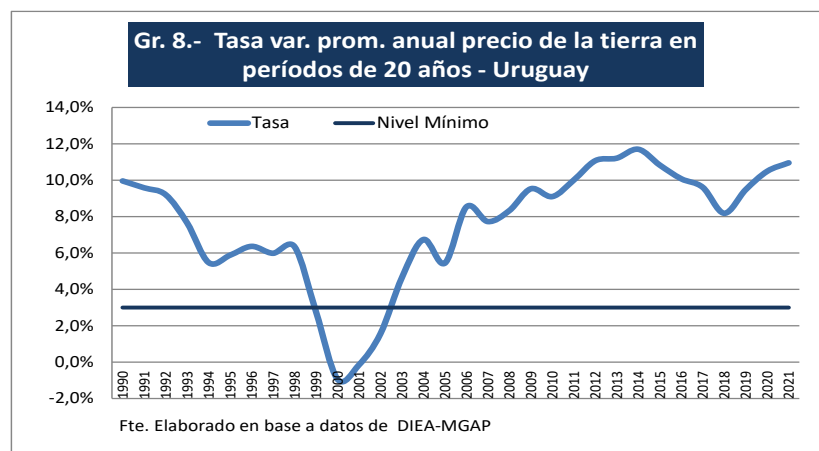
La valorización del precio de la tierra es un componente significativo de ingreso final del fideicomiso (20%) por lo que lo que finalmente ocurra con su comportamiento tendrá una contribución con el retorno final de la inversión. La última actualización del modelo financiero supuso una valorización acumulativa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

Para ello CARE analizó con la información de los precios de la tierra (en dólares corrientes) de una serie de 52 años (1970 a 2021) la variación anual en períodos de 20, en donde se observa lo siguiente:

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

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

La evolución anual de este indicador –para intervalos de 20 años- muestra una tendencia al alza hasta el 2014, para luego comenzar a caer pero se mantiene en valores muy por encima del 3% (en el entorno del 11% de crecimiento anual).



¹³ B. Lanfranco y G. Sapriza (Serie Técnica N° 187 de INIA, "El índice CONEAT como medida de productividad y valor de la tierra" 2011)

CARE entiende que si bien cabe esperar para el mediano y largo plazo

aumentos sostenidos en los precios de la tierra, éstos no serían de similar magnitud que el pasado. Muy probablemente los aumentos de precios compensarán la inflación de largo plazo de Estados Unidos¹⁴, 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.

4.- Las políticas públicas, el riesgo político

El riesgo de políticas públicas refiere a la amenaza, de parte del Estado, de actuar contra las modalidades de propiedad y explotación que propone el fideicomiso.

La forestación está fuertemente regulada a través de la Ley Forestal (No 16.466), la Ley de Ordenamiento Territorial y Desarrollo Sostenible (No 18.306) y la Ley de Protección de Medio Ambiente (No 17.283), sus modificativas y sus decretos reglamentarios. En general las sucesivas modificaciones en las normas le han ido agregando nuevas regulaciones y restricciones al crecimiento, a través de las exigencias de las Autorizaciones Ambientales Previas y las especiales para plantaciones forestales establecidas en el último decreto de diciembre de 2021.

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

También en diciembre de 2021, el Poder Ejecutivo dictó un decreto (No 405/021) que propuso algunos cambios en las regulaciones de la actividad forestal, seguramente en respuesta a parte de los planteos de la Ley vetada. Este decreto bajó de 100 a 40 hectáreas el límite mínimo para requerir la autorización 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

¹⁴. Se estima en aproximadamente un 2%. En la actualidad está muy por encima de esos valores pero razonablemente debería volver a sus valores históricos.

gobierno pueda tomar medidas de política que atenten contra este tipo de emprendimiento, y no se perciben condiciones que permitan advertir mayores amenazas de las que se mencionaron líneas arriba.

Riesgo de Entorno: *En conclusión el riesgo de entorno tanto en lo que refiere a los mercados como a las políticas públicas se considera bajo.*

VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

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

En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos - tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación BBB+. uy ¹⁵ 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



Ing. Agr. Adrian Tambler

¹⁵ **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.**