

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

Montevideo, octubre de 2024

4	RESUMEN GENERAL
6	I INTRODUCCIÓN
10	II EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION
12	III LA ADMINISTRACION
17	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
22	V EL ENTORNO
33	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

Calificación Emisión de Oferta Pública 11 - octubre - 2024

Denominación:	Fideicomiso Financiero Forestal Terraligna
Fiduciario:	TMF Uruguay AFISA
Operador y estructurador:	Cambium Forestal Uruguay S.A.
Agente de Registro y Pago:	TMF Uruguay AFISA
Entidad Representante:	TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos AFISA
Títulos emitidos:	Certificados de participación
Moneda:	Dólares americanos
Importe de la emisión:	hasta USD 60.450.000
Distribuciones:	Según resultados acumulados de acuerdo a procedimiento establecido
Fecha de Suscripción:	2 de octubre de 2017
Activos del Fideicomiso:	Proyecto de compra y explotación de un patrimonio forestal.
Vigencia:	hasta el 30 de abril de 2025
Plazo del Fideicomiso	25 años a partir de la fecha de emisión
Comité Calificación:	Martín Durán, Julio Preve y Adrián Tambler.
Calificación de Riesgo:	BBB.+ uy ¹
Manual utilizado:	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros

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

Resumen General

CARE ha actualizado la calificación de los certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero Forestal Terraligna con la calificación BBB+.uy de grado inversor.

Este ligero incremento en la nota se debe fundamentalmente al cumplimiento de los hitos de compra de tierra y plantación y prendimiento de los montes.

El negocio consiste básicamente en la creación de un patrimonio forestal de aproximadamente 7.900 hectáreas netas de montes de Eucaliptus (dunnii o globulus preferentemente) que se manejan para la producción de madera pulpable.

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

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico, ofrece las garantías necesarias tal como se apreció en el informe jurídico anexo a la calificación original. (Véase www.care.com.uy).
- Un proyecto que desde el punto de vista físico y económico, supera diversas pruebas; y al mismo tiempo se destaca por el nivel de cobertura de múltiples variables consideradas. La última actualización del flujo financiero a diciembre de 2023 estimó una TIR de 6,0% para el escenario que considera los criterios de la calificadora en su visión del negocio para el largo plazo, porcentaje que se compara satisfactoriamente con el costo de oportunidad estimado para esta actualización.
- Los informes de la empresa operadora del proyecto (Cambium Forestal Uruguay S.A.), los del Fiduciario y los del Comité de Vigilancia, resultan satisfactorios para la marcha del mismo. La empresa sigue demostrando capacidad de llevar adelante el proyecto, posee una sólida reputación nacional e internacional, con clientes de primera línea, y se somete a diversos controles de gestión. Se destaca que la misma empresa lleva adelante otros dos Fideicomisos (Montes del Este y Boschetto) con similares características a éste, los cuales se vienen también desarrollando sin inconvenientes.
- Se destaca la alineación de incentivos entre el Fideicomiso y el Operador, ya que este último reforzó su compromiso con el proyecto adquiriendo el 3% de los certificados de participación, 1,81 millones de dólares; monto que ya fue integrado. Al 30 de junio de 2024 el operador contaba con un inversión acumulada total de 3,1 millones de dólares en CPs de los tres fideicomisos
- Culminada la etapa de inversión en tierras, la superficie total adquirida fue de 12.725 hectáreas superando lo establecido en el prospecto (12.000 hectáreas). Al 30 de junio de 2024 hay forestadas unas 7.924 hectáreas, valor que también supera levemente al establecido en el prospecto (7.800 has).

- Las inversiones realizadas hasta el momento se mantienen en los rangos previstos, con las salvedades planteadas en el punto anterior y los montes están en pleno crecimiento. Se realizan operaciones de mantenimiento, control de malezas, manejo de rebrotes, control de plagas, etc.
- La última tasación de las tierras y montes del fideicomiso fue realizada al 31 de diciembre de 2023, por parte de la misma empresa que el año anterior (Indufor). El resultado fue de 47,77 millones de dólares, conformado por un 8,88 millones de bosques y de 38,88 millones de tierra. Cabe aclarar que estas tasaciones consideran solamente los montes con más de 2 años.
- Se estima que la demanda mundial de los productos forestales crecería por encima del incremento de la población, mientras que por su parte la oferta está relativamente limitada en su crecimiento. Ante este panorama podría concluirse que la tendencia de largo plazo esperada para los precios de la madera debería mostrar una tendencia creciente, al menos en valores nominales. No obstante, los efectos derivados de la pandemia, las consecuencias del conflicto entre Rusia y Ucrania y el enfriamiento de la economía global, han contribuido a generar una alta volatilidad en el comercio internacional y en los precios de la madera y los productos forestales.
- En este contexto, los precios internacionales de la celulosa, principal producto forestal exportado por Uruguay y destino central de los productos de este fideicomiso, mostraron un cierto repunte durante el primer semestre del 2024, para luego comenzar a caer levemente a partir del mes de agosto.
- 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 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 1,1% en 2023². Estos últimos aumentos en los valores de la tierra se podrían explicar en parte como consecuencia del repunte de los precios internacionales en los años 2021 y 2022, por el fortalecimiento del peso uruguayo con respecto al dólar, así como también por la alta inflación internacional.
- 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.

² En 2023, vuelven a caer las superficies comercializadas por lo que los valores medios pueden estar muy influidos por la localización y calidad de los campos considerados.

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 Terraligna".

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 tener en cuenta 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 TIRs derivado de múltiples simulaciones, como razonable para el proyecto en la primera calificación, las siguientes no se vinculan estrictamente con la obtención de estas cifras. En efecto, no se trata en este caso de una emisión con compromiso de rentabilidad fijo. Por tanto la nota no dependerá estrictamente del alcance de las Tasas Internas de Retorno calculadas en el proyecto ni de los costos de oportunidad del capital de los inversores. En definitiva, la nota seguirá entre otros criterios el cumplimiento del proyecto y el alcance de una rentabilidad mínima que se juzgue aceptable en ocasión de cada recalificación.

CARE Calificadora de Riesgo es una calificadora con registros y manuales aprobados por el Banco Central del Uruguay a partir de abril de 1998. Califica conforme a su metodología oportunamente aprobada por dicha autoridad, seleccionando los profesionales necesarios para integrar en cada caso el comité de calificación, el que juzga en función de sus manuales. Estos, su código de ética, registros y antecedentes se encuentran disponibles en el sitio web: www.care.com.uy así como en el del regulador: www.bcu.gub.uy. El Comité de calificación estuvo integrado en este caso por Martín Duran, Julio Preve y Adrián Tamber. Asimismo, en oportunidad de la calificación original, CARE contrató los servicios del Dr. Leandro Rama para realizar el análisis de las contingencias jurídicas de la emisión.

2. Antecedentes generales y hechos salientes del período

o Antecedentes generales

El Fideicomiso Financiero Forestal Terraligna 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 pastoreo de las tierras forestadas y no forestadas, siguiendo protocolos de inversión y administración, con adecuados estándares productivos, ambientales y sociales. Al cierre del proyecto el

ingreso total estimado por ventas corresponderá en un 82% a la venta de madera, un 15% a la venta de la tierra al final del proyecto, y 3 % a ingresos por pastoreo.

- El Plan de negocios proyectaba la compra de una superficie aproximada de 12.000 hectáreas, con un aprovechamiento estimado en 65% a forestarse con *Eucaliptus dunnii* o *Eucaliptus globulus*, con destino a pulpa de celulosa de fibra corta, fundamentalmente.
- El plazo del Fideicomiso es de 25 años desde la fecha de la emisión pudiéndose extender hasta 30 años según disposiciones contractuales. También puede haber una extinción anticipada una vez que se liquiden en forma total los Certificados de Participación emitidos por el Fiduciario, y se cancelen las demás obligaciones del Contrato.
- La suscripción de los certificados de participación se realizó el 2 de octubre de 2017 por un total de USD 60.450.000, (sesenta millones, cuatrocientos cincuenta mil dólares estadounidenses). Las integraciones se realizaron en sucesivas "Capital Calls" en la medida de las necesidades de inversión. La última integración se realizó el 15 de setiembre de 2022, fue la sexta, y con ella se completó la totalidad de la emisión (60,45 millones de dólares).
- La administración está a cargo de Cambium Forestal Uruguay S.A., una compañía con probada habilidad en la administración de patrimonios forestales, quien reforzó el compromiso con el proyecto con la adquisición de certificados de participación, por el 3% de la emisión (USD 1,81 millones).
- Importa destacar la existencia del Fideicomiso Financiero Forestal Montes del Este, que emitió certificados de participación por un monto de 56,5 millones de dólares y el del Fideicomiso Financiero Boschetto, por un monto de 79,6 millones de dólares, ambos administrados por Cambium Forestal Uruguay SA y calificados por CARE con nota de grado inversor.
- En febrero de 2021 con la adquisición de un último predio se cerró el proceso de compra de tierras del fideicomiso, alcanzando un total de 12.725 hectáreas localizadas en los departamentos de Lavalleja, Cerro Largo, Treinta y Tres, Durazno y Tacuarembó, adquiridas a un precio de USD 3.142 por hectárea, de las cuales aproximadamente 8.000 son forestales. La superficie total adquirida fue finalmente un 6% más que lo estimado en el prospecto. El aprovechamiento forestal de las tierras adquiridas fue de 63%, levemente menor al establecido en el prospecto (65%), pero las hectáreas efectivamente forestadas quedarán alineadas con lo proyectado (aproximadamente 8.000 hectáreas efectivas). Del total de la superficie comprada, unas 1.700 hectáreas ya se encontraban forestadas, incluyendo 94 has de uno de los predios que corresponde a un contrato de arrendamiento con UPM mediante el cual Terraligna será propietaria del 27% de la madera.

Cuadro 1. Superficie forestada por especie/destino y año de plantación

Año de plantación	Superficie de Eucaliptus (has)					TOTAL
	Dunni	Globulus	Grandis	Smithii	Otros	
2014 y anteriores			39		13	52
2015			30		20	49
2016	87	168	48	44		347
2017		45				45
2019	1.686			13	1	1.699
2020	3.207	522		21		3.750
2021	341			26		367
2022	556	450		191		1.197
2023	410			8		418
TOTAL FORESTADO	6.287	1.223	77	303	33	7.924
HECTAREAS TOTALES						12.725
Porcentaje forestado actual						62%

Fuente: El Operador

Nota: existe un contrato con UPM del 2015 por 94,2 has que hay que descontar de los totales.

La superficie no sufrió cambios significativos desde la anterior actualización, salvo por la venta de árboles aislados de un monte de abrigo de uno de los predios (-0.35 has).

- Cambium como operador forestal adopta los principios FSC³ tanto en los aspectos sociales, ambientales y económicos, y también tiene incorporados a nivel operativo todos los procedimientos. En setiembre de 2023 se realizó la Auditoría de seguimiento de Certificación FSC, para este Fideicomiso y se validó nuevamente el certificado.
- A partir del 2023 la firma auditora del Fideicomiso pasó a ser Ernst & Young Uy SRL, sustituyendo a Deloitte.
- La última tasación de la tierra y los montes del Fideicomiso se presentó al 31 de diciembre de 2023, por parte de la misma empresa tasadora que lo había realizado el año anterior. En esta oportunidad el resultado fue de 47,77 millones de dólares, un 12,0% mayor respecto de la tasación realizada hacia fines del 2022. Este aumento se explica en gran medida por el incremento en la superficie tasada de bosques que determina que ese componente aumente un 74,2%. Por su parte, la tierra, que mantiene la superficie con respecto al año anterior, aumenta un 3,5%.

o Hechos salientes del período

- Se resolvió de común acuerdo con UPM cortar 20 hectáreas de las 94,2 que se tienen bajo contrato con esa empresa, ya que fueron fuertemente afectadas por la sequía pasada.
- Se realizó la auditoría de prendimiento de la plantación realizada en la primavera 2023. El prospecto establece un promedio esperado mínimo del 80% de prendimiento, lo que implica 1.000 arboles/ha, ya que la densidad de plantación es de 1.250 arboles/ha. Los resultados arrojaron una densidad promedio de 1.129 arboles/ha, por lo que se logró con creces el objetivo planteado, alcanzando un 90% de prendimiento.

³ El Consejo de Administración Forestal, más conocido por sus siglas en inglés FSC (Forest Stewardship Council) es una organización no gubernamental de acreditación y certificación con sede en Bonn, Alemania.

- Al 30 de junio de 2024 el Fideicomiso mantiene vigente veintinueve contratos de aprovechamiento ganadero sobre un total 12.032 hectáreas, previéndose un ingreso total anual de US\$ 144.109 aproximadamente.

En el siguiente cuadro se presenta el presupuesto de ingresos, costos e inversiones para el año 2024.

Cuadro 2. Presupuesto de costos e ingresos para 2024 (miles de USD)	
	Proyección
Mantenimiento	99,2
Manejo rebrotes	265,0
Plagas	8,4
Gastos de Administración	528,6
Total de costos	901,2
Pastoreo	290,1
Venta de madera (bosques en pie)	291,0
Total de ingresos	581,1
Resultado del Plan Operativo	-320,1

Fuente: el operador

- El operador informa en sus reportes, con relación al presupuesto del año, que habrá una reducción en los costos de manejo de rebrotes y control de malezas como consecuencia de la negociación de tarifas más baratas con los contratistas. Por otra parte, hubo un mayor costo en el control de enfermedades por la necesidad de realizar aplicaciones de fungicidas e insecticidas, no previsto en el presupuesto.

3. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- Estados Contables de Cambium al 30/06/24 (versión preliminar).
- Estados Contables Intermedios del Fiduciario al 30/06/2024.
- Estados Contables Intermedios del Fideicomiso al 30/06/2024.
- Informes trimestrales del operador el último a junio de 2024.
- Informes del Fiduciario el último a junio de 2024.
- Informe del Comité de Vigilancia, el último a junio de 2024.
- Flujo Financiero Proyectado ajustado a diciembre de 2023.
- Información relevante del sector forestal.
- Informes de calificación de otros fideicomisos análogos.

II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

Se ofrecieron en oferta pública certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero Forestal Terraligna, 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 Terraligna

Fiduciario: TMF Uruguay AFISA.

Operador y estructurador: Cambium Forestal Uruguay S.A.

Agente de Registro y Pago: TMF Uruguay AFISA.

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

Plazo del Fideicomiso: 25 años desde la emisión, pudiéndose extender según disposiciones contractuales hasta 30 años.

Títulos a emitirse: Certificados de participación

Activos del Fideicomiso: El Fideicomiso invertirá en la creación de un patrimonio forestal. Esto incluye la compra de inmuebles rurales y la plantación de los montes.

Moneda: Dólares

Importe de la Emisión: Hasta USD 60.450.000

Distribuciones: Según resultados acumulados de acuerdo a procedimiento establecido, contingente durante el proyecto.

Calificación de Riesgo: BBB.+ uy

2. El análisis jurídico

El análisis jurídico del Dr. Leandro Rama se agregó en el Anexo I del informe original de calificación. El mismo descartó cualquier eventualidad de conflictos derivados por ejemplo de la construcción jurídica, los contratos respectivos, el cumplimiento con normas vigentes, la legitimación de las partes, etc.

La conclusión del informe fue:

“...En conclusión y contemplando todos los aspectos involucrados, el negocio fiduciario cuenta con un razonable grado de cobertura, no advirtiéndose riesgos jurídicos asociadas al 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 se concluye que el riesgo jurídico de estructura se considera prácticamente inexistente. *Riesgo casi nulo.*

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

III. LA ADMINISTRACIÓN

Las características de la emisión hacen necesario analizar dos empresas administradoras: TMF Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A. en su condición de emisora y fiduciaria del fideicomiso financiero, y Cambium Forestal Uruguay S.A. en su condición de operador del proyecto. Se trata de evaluar la capacidad de gestionar un patrimonio, para lograr el cumplimiento de las obligaciones de administración que se establecen en el contrato que constituye el fideicomiso.

1. TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A.

TMF Uruguay AFISA está autorizada por el Banco Central del Uruguay para desarrollar actividades como fiduciario financiero en Uruguay desde el 3 de mayo de 2007. Es una sociedad anónima uruguaya independiente, de capitales privados, cuyo único accionista es TMF Group B.V. según consta en los registros del BCU.

De acuerdo al Acta de Asamblea Extraordinaria de Accionistas del 3 de julio de 2012 se resolvió el cambio de estatutos de la Sociedad sustituyendo el nombre de Equity Trust Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A. por su denominación actual. La reforma de estatutos fue aprobada por la Auditoría Interna de la Nación en enero de 2013 e inscrita en el Registro Público de Comercio el 25 de febrero de 2013 siendo publicado en el Diario Oficial el 3 de abril del mismo año.

Un resumen de los principales rubros del estado de situación y resultados al cierre intermedio del 30/06/2024 y su comparativo con cierres anteriores se presenta en los cuadros siguientes.

Cuadro 3: Estado de Situación (en miles de \$)			
Concepto	30/6/2024	31/12/2023	31/12/2022
Activo	170.272	154.995	160.000
Activo Corriente	42.046	30.141	35.014
Activo no Corriente	128.226	124.854	124.986
Pasivo	145.696	130.795	137.112
Pasivo Corriente	35.953	23.879	28.271
Pasivo no Corriente	109.743	106.916	108.841
Patrimonio	24.576	24.200	22.888
Pasivo y Patrimonio	170.272	154.995	160.000
Razón Corriente	1,17	1,26	1,24

Fuente: EE.CC TMF

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

Concepto	30/6/2024	30/6/2023	31/12/2023
Ingresos operativos	18.447	18.916	35.903
Costo Servicios Prestados	(3.879)	(3.943)	(7.075)
Resultado Bruto	14.568	14.973	28.827
Gastos Administración y Vtas.	(7.716)	(6.440)	(16.290)
Resultado Operativo	6.852	8.533	12.537
Resultado Financiero	(4.034)	(5.629)	(7.342)
IRAE	(2.441)	(864)	(3.884)
Resultado del Periodo	377	2.041	1.312

Fuente: EE.CC TMF

Como se desprende de los cuadros precedentes, la firma mantiene patrimonio positivo. Se destaca que TMF forma parte de un grupo empresarial mucho más amplio y mantiene transacciones significativas con empresas de dicho grupo; por lo tanto los resultados que acá se exponen no son necesariamente indicativos de los resultados que hubiera obtenido de no ser así.

Al cierre del primer semestre de 2024, TMF Uruguay AFISA mantiene la administración de varios fideicomisos financieros (tanto de oferta pública como privada) que operan en diversas áreas y varios fideicomisos de administración y garantía.

Se concluye entonces que la firma posee la organización y el respaldo necesarios para llevar adelante la tarea de administradora fiduciaria de este emprendimiento.

2. Cambium Forestal Uruguay S.A.

Se trata en este caso de la evaluación acerca de su capacidad de ejecutar el proyecto productivo. CARE ha formado su juicio a través de distintas fuentes tal como se comentara detalladamente en el informe de calificación original. Su desempeño en la gestión operativa de este patrimonio forestal y otros análogos, también calificados por CARE, es desde entonces la principal fuente de evaluación; en la medida que no surjan novedades que ameriten cambiar dicho juicio, no se considera necesario reiterar acá los detalles de aquel análisis. Parte del seguimiento realizado refiere a su situación económica financiera en tanto asegura su continuidad en la gestión correspondiente.

Antecedentes

Cámbium Forestal Uruguay S.A. es un Operador Forestal Independiente, propiedad de la empresa chilena Cambium S.A., con base en la ciudad de Concepción, Chile formada en el año 2005.

En Uruguay, Cámbium Forestal Uruguay S.A. está presente desde el año 2007, tiene su oficina matriz en Montevideo y administra la propiedad de cuatro empresas, dedicadas al manejo de plantaciones forestales, tanto con objetivos de madera sólida (pino tadea y eucaliptus grandis), como de madera pulpable (eucaliptus globulus, maidennii y dunnii). En total administra unas 140 mil hectáreas distribuidas en casi 200 propiedades en 10 departamentos en el norte, centro y sur este del país.

En particular la sociedad administra el patrimonio de tres fideicomisos, éste y otros dos de análoga naturaleza también calificados por CARE y que hasta el momento se vienen desempeñando sin contratiempos. En conjunto se trata de tres emisiones de oferta pública por casi USD 197 millones para adquirir y realizar una explotación forestal en unas 40 mil hectáreas. En todos ellos, además, participa del riesgo del negocio a través de la adquisición de CP's; al 30/6/2024 contaba con una inversión total de unos USD 3.1 millones.

A la fecha los accionistas directos de Cambium Forestal Uruguay S.A. son Cambium Ltda., una sociedad de responsabilidad limitada constituida en la República de Chile, con un 99,9% de tenencia accionaria y Cambium S.A., una sociedad anónima constituida en la República de Chile con un 0,1% de tenencia.

Cambium Forestal Uruguay S.A. cuenta con una organización descentralizada con diversas gerencias según área del país que cubren, básicamente el este y noreste del territorio nacional. En Uruguay subcontrata la mayoría de los servicios vinculados a la plantación y mantenimiento de las mismas limitándose a una supervisión de los trabajos a través de un equipo profesional propio y altamente calificado.

A su vez, Cambium subcontrata en Uruguay a CPA Ferrere la función de contabilidad y finanzas y a Ferrere Abogados la función de asesorías legales.

La Gerencia General es desempeñada por Simón Berti. Ingeniero Forestal, con más de 40 años de experiencia en el Sector Forestal e Industrial Maderero

Situación económica y financiera

En cuanto a la evaluación de la capacidad económica y financiera de Cambium se tienen en cuenta sus estados contables. La firma cierra balance los 30 de junio; el último cierre disponible correspondió al 30/6/2024 (versión preliminar) y del mismo no surge nada que permita suponer riesgo alguno para su continuidad.

A juicio de CARE la firma presenta una situación de solvencia que no permite suponer dificultades que pongan en riesgo la administración de esta operación.

Por otra parte, el grado de cumplimiento del plan de inversiones es un buen indicador del correcto desempeño del operador; en ese sentido, como se informa en otra sección, Cambium viene cumpliendo satisfactoriamente con el mismo.

3. El Fideicomiso

El Fideicomiso se constituyó formalmente mediante contrato celebrado el 20 de febrero de 2017 con modificaciones acordadas en julio de 2017 y agosto de 2018.

El 2 de octubre de 2017 se llevó a cabo en la Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A., la colocación de 60.450 Certificados de Participación a ser emitidos por el Fideicomiso por un valor nominal de USD 1.000 cada uno.

De la totalidad de dichos certificados, 58.640 fueron adjudicados a beneficiarios institucionales y 1.810 fueron adjudicados a Cambium Forestal Uruguay S.A., con quienes se celebraron los correspondientes Compromisos de Integración, en los cuales se establecían los montos, plazos y condiciones para la integración de los mismos.

Como se informara en anteriores actualizaciones, en setiembre 2022 se completó el total autorizado a emitir (totalmente integrado desde esa fecha), esto es USD 60.45 millones.

En los cuadros siguientes se presentan en forma resumida los estados de situación y resultados intermedios del Fideicomiso al 30/06/2024.

Cuadro 5: Estado de Situación Fideicomiso			
Concepto (miles USD)	30/6/2024	31/12/2023	31/12/2022
Activo	62.718	63.157	62.797
Activo Corriente	11.867	12.445	14.011
Activo no Corriente	50.851	50.712	48.786
Pasivo	451	339	423
Pasivo Corriente	451	339	424
Pasivo no Corriente	-	-	-
Patrimonio	62.267	62.818	62.373
Pasivo y Patrimonio	62.718	63.157	62.797
Razón Corriente	26,31	36,71	33,04

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Puede observarse que el patrimonio contable al cierre del semestre informado era de USD 62.3 millones, mayor, en términos nominales, al monto recibido por la integración de los valores emitidos (USD 60.45 millones).

En esta oportunidad, por tratarse de un cierre intermedio, no corresponde realizar tasaciones de los principales activos del Fideicomiso.

Los resultados al cierre del semestre, se presentan en el cuadro siguiente.

Cuadro 6: Estado de Resultados Fideicomiso			
Concepto (miles USD)	30/6/2024	30/6/2023	31/12/2023
Ingresos Operativos varios	156	169	314
Resultado valuación activo biológico			(89)
Resultado valuación tierra			
Gastos Operativos	(191)	(170)	(350)
Gastos de Administración	(695)	(1.089)	(1.517)
Resultado Operativo	(730)	(1.089)	(1.643)
Resultado Financiero	46	188	198
Resultado por valuación de tierras			313
Resultado antes de IRAE	(684)	(901)	(1.132)
IRAE	134	1.233	818
Resultado del periodo	(550)	332	(314)
Reserva revaluación tierras	-	-	1.012
Efecto impuesto diferido s/tasación	-	-	(253)
Resultado Integral del periodo	(550)	332	444

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Los ingresos refieren básicamente a servicios de pastoreo y son marginales pero consistentes con la fase de maduración en que se encuentra el proyecto.

4. Riesgos considerados:

Riesgo jurídico, por incumplimiento de alguna disposición por parte del fiduciario o del administrador. El mismo se encuentra pormenorizadamente analizado y acotado en los contratos analizados. *Riesgo bajo.*

Riesgo administración, considerando la idoneidad para cumplir con la función de TMF Uruguay AFISA y Cambium. En virtud de todos los análisis practicados incluso in situ; teniendo presente su reputación en el medio en el que actúa; considerando su experiencia previa; considerando su compromiso con el proyecto; teniendo presente el seguimiento que hará el fiduciario de aspectos centrales para su desempeño así como el comité de vigilancia con amplias atribuciones; se considera que la posibilidad de incumplimiento de la administradora con las responsabilidades del proyecto es prácticamente inexistente, especialmente al ser ésta la segunda de las tres operaciones desarrolladas por los mismos administradores. *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, y teniendo presente el informe del Anexo 1, resulta poco probable que aun dándose conflictos, el fiduciario y la administradora no pudieran resolverlos a satisfacción del proyecto. *Riesgo bajo*

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

Riesgo por cambio de operador, se encuentra también previsto en función de diversas contingencias. Si bien la eventualidad de un cambio de operador sería una contingencia relevante para la marcha del proyecto la probabilidad de ocurrencia se considera muy baja. *Riesgo bajo.*

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

El objeto principal del Fideicomiso Financiero Forestal Terraligna es la generación de utilidades para los tenedores de CP a partir de la compra de tierra, su forestación y la posterior comercialización de todos los activos, madera, bosques y tierra.

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

En esta oportunidad, el Fiduciario presenta una actualización de las proyecciones financieras, considerando las inversiones y costos operativos reales al 31 de diciembre de 2023 y proyectando hasta la finalización del fideicomiso.

El flujo financiero presentado se basa en una serie de supuestos que si bien podían ser razonables considerando la trayectoria pasada; hoy resultan un poco elevados. Estos supuestos fueron: un aumento anual en términos nominales de un 5,1% para la tierra y un incremento de un 2,6% (también nominal) para el precio de la madera. Esto supone un aumento real de un 0,5% para la madera y de un 3% para la tierra, ya que estimó una inflación en EEUU de 2,1% (a partir de 2024 y hasta el final del fideicomiso).

La nueva tasa de retorno esperada para el inversor con esta última proyección fue de 6,97%, valor menor al estimado en el Prospecto de emisión (9,62%).

2. Replanteo del flujo de fondos y sensibilidad.

Como se verá en la Sección V, las perspectivas para la demanda de la madera son buenas para el mediano y largo plazo. No obstante, no son tan claras las expectativas de crecimiento de los precios en magnitudes similares a las del pasado. En general, quienes proyectan precios lo hacen sobre la base de un 1,5 a 2% en términos nominales, apenas cubriendo la devaluación histórica del dólar. Son proyecciones preliminares y a 10-15 años, cuando este plan de negocios tiene una duración bastante mayor. Las últimas proyecciones disponibles realizadas por el Banco Mundial hacia 2035 suponían un aumento entre un 1,1 y un 1,5% anual dependiendo del origen. En este sentido, podría ocurrir que la trayectoria esperada para la evolución de los precios de la madera esté levemente por debajo de las proyecciones realizadas.

Para el caso de la tierra, como se verá, los precios en el Uruguay se ajustaron a la baja, se estabilizaron y han comenzado a recuperarse. No obstante ya no parece muy probable que en el mediano plazo se vuelvan a verificar tasas de crecimiento como las que se dieron hasta el 2014. Esto es consecuencia de que las proyecciones de precios internacionales y las perspectivas de largo plazo para las principales commodities (alimentos), más allá de las volatilidades coyunturales, son de un crecimiento moderado en términos nominales, manteniéndose probablemente en moneda constante.

Para CARE un valor razonable de incremento anual del precio de la tierra debería contemplar a la inflación americana de largo plazo (1,5 a 2%)⁴ más el incremento en la productividad de la tierra (aproximadamente un 2%), por tal motivo el incremento de largo plazo en el precio de la tierra debería ubicarse para una hipótesis razonable para realizar proyecciones entre un 3 y un 4% en dólares corrientes.

⁴ La inflación actualmente está aún levemente por encima de esos valores, pero tendiendo a sus niveles históricos..

Considerando este panorama de precios esperados para la madera y la tierra CARE realizó en esta oportunidad y con el nuevo modelo financiero presentado por el fiduciario, un análisis de sensibilidad suponiendo trayectorias de precios diferentes a los proyectados. Las sensibilizaciones se basan en los siguientes supuestos:

- Aumento nominal del precio de la tierra entre 1 y 4%
- Aumento nominal del precio de la madera entre 1 y 3%.
- Se supuso también que para el futuro el dólar evolucionaría alineado a la inflación doméstica, o sea no habría más inflación en dólares.
- Se supuso que los costos de producción estarían alineados con la inflación americana.

Los resultados se presentan en el siguiente cuadro.

Cuadro 7: TIR del inversor bajo diferentes situaciones			
Variación nominal del precio de la Tierra	Variación nominal del precio de la madera		
	1,0%	2,0%	3,0%
1,0%	4,0%	5,4%	6,5%
3,0%	4,9%	6,0%	7,0%
4,0%	5,4%	6,4%	7,3%

Fuente: CARE

Las tasas internas de retorno estimadas bajo estos supuestos se ubicarían entre 4,0% y 7,3%, siendo positivas incluso en las situaciones más desfavorables en las cuales se supone que los incrementos de precios tanto en la tierra como en la madera estarían por debajo de la inflación esperada del dólar, situación de muy baja probabilidad en una tendencia de más de 20 años.

Para CARE la TIR que más de ajusta a su visión actual del negocio en el largo plazo se ubicaría en torno al 6,0%. Esto supondría un aumento real en el precio de la tierra del entorno de 1% y un mantenimiento de los precios de la madera y los costos en términos reales y para el largo plazo (o levemente por debajo), en línea con los que se proyecta para las principales commodities.

3. 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)⁵, 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"⁶ 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 riesgo algo mayor y variabilidad que el promedio de todas las actividades en ese mercado. Para

⁵ 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.

⁶ Valor proporcionado por Damodaran.

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 115 puntos básicos⁷ y para la prima de riesgo del mercado accionario se consideró 4,68%.

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 5,9%. Este valor es apenas inferior a la TIR esperada del inversor para el escenario que CARE considera como más probable (6,0%) lo que estaría indicando que el proyecto sería equivalente al costo de oportunidad, según esta metodología.

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 (5,42%).

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. En la actualidad la curva en dólares (CUD) a 10 años está en 4,89%. La TIR esperada está en este caso por encima de la curva en dólares, pero cabe aclarar que la CUD contempla solamente el riesgo soberano.

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.

En cualquier caso la Tasa de Retorno para el inversor en este proyecto iguala o supera levemente los costos de oportunidad del capital.

4. Riesgos asociados al desempeño productivo forestal.

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

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

El riesgo de manejo productivo es mínimo dado que está mitigado por la trayectoria y experiencia del Operador mencionada en la sección III de este documento. 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,

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

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

en el país y en la región existe una importante dotación de recursos humanos calificados en lo que respecta a la Investigación básica y aplicada adecuada tanto en la órbita del Instituto Nacional de Investigación Agropecuaria como en la Universidad de la República (básicamente Facultad de Agronomía y Facultad de Ciencias).

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

Para el caso de los incendios, es un riesgo ya muy presente en la actividad 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 de incendio, ya que si éstos llegaran a ocurrir quedarían acotados a ese predio.

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

5. Tasación de la Tierra y los Montes Forestales

A diciembre de 2023 se presentó la última tasación de la tierra y los montes del Fideicomiso, realizada por la misma consultora que el año anterior (Indufor). Los resultados se presentan en el siguiente cuadro.

Cuadro 8. Valores de Tasación a Diciembre de cada año en dólares.					
	Poyry 2020	Pike&Co 2021	Indufor 2022	Indufor 2023	Variación
Plantaciones	6.049.655		5.100.000	8.886.570	74,2%
Tierra	31.637.858		37.560.000	38.881.363	3,5%
TOTAL	37.687.513	38.038.766	42.660.000	47.767.933	12,0%

Fuente: En base a tasaciones

Es importante destacar que en lo que refiere a las plantaciones, las tasaciones de 2023 no son comparables con las del año anterior, ya que solamente se tasan los bosques de más de dos años, y en 2023 hay 20 predios con plantaciones mientras que en 2022 había diez. Las tasaciones muestran un incremento importante en el valor, cuando en la realidad la valuación del total de los activos biológicos (incluyendo también los montes de menos de 2 años), mostró en 2023 una pequeña caída (-89 mil dólares). La caída en los valores se explica por menores precios de la madera y mayores costos de cosecha y arrendamiento de la tierra.

La metodología aplicada valoró el activo forestal (bosques) utilizando el método de flujo de fondos descontado a una tasa del 7,5% y asignándole el pago de una renta teórica a la tierra. El valor asignado a través de esta metodología para los bosques forestales fue de 8,9 millones de dólares.

Para definir el valor de la tierra se consideró la porción forestal de cada predio y se le dio un valor a cada una de las porciones (forestal y no forestal). En todos los casos se utilizaron como referencia los datos del MGAP, transacciones recientes del INC y valores de arrendamiento. Para la porción no forestable se utilizó el retorno del pastoreo para estimar su valor, mientras que para el área plantable se consideró una combinación de datos de transacciones recientes. La evaluación de Indufor es que la tierra podría tener un valor de USD 38,9 millones, lo que resulta en un valor promedio de USD 3.059/ha. Para el caso de la tierra, la empresa tasadora le asigna un aumento de un 3,5% respecto del año anterior. CARE comparte la metodología aplicada.

En conjunto los activos tierra y bosques se valorizaron un 12,0%, respecto de la tasación del año anterior. No obstante, como ya se comentó, las tasaciones no serían comparables, ya que la de 2023 incluye un área mayor de bosques, los plantados en 2020 (3.743 has).

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 *casi nulo*.

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

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.

El crecimiento del consumo de productos madereros, se estima que será mayor al aumento previsto de la población mundial, lo que sería impulsado por el aumento de los ingresos en las regiones emergentes del mundo. Esta mayor demanda deberá ser atendida aumentando la productividad a través de la gestión forestal sostenible en los bosques. 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.

Existe evidencia y razones fundadas para sostener el crecimiento a largo plazo del precio de la tierra, como consecuencia del aumento en la demanda de alimentos y fibras, de la mejora de la productividad y de la inexistencia de margen para la expansión de la frontera agrícola. Por su parte, las crecientes medidas vinculadas con la protección del medio ambiente, también podrían poner en el mediano plazo restricciones al uso de la tierra.

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.

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.

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 aproximadamente el 82% 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 con destino a la producción de celulosa, ya que la madera se produce principalmente para ese destino comercial.

La Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura (FAO), en su informe “Perspectivas del sector forestal mundial 2050”⁹ prevé que el consumo global de productos primarios de madera procesada crecería 37% para 2050. Este crecimiento del consumo de productos madereros -en comparación con el aumento previsto del 25% de la población- “se verá impulsado por el aumento de los ingresos en las regiones emergentes del mundo, lo que provocará un efecto de convergencia en los bienes de consumo (por ejemplo, papel, envases, ropa y muebles) y en más actividades del sector de la construcción”.

El informe establece también que la satisfacción de la futura demanda de madera debería lograrse mediante una combinación de aumento de la producción sostenible en los bosques templados y boreales de regeneración natural y en los bosques plantados, cada vez más en el hemisferio sur.

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.

En base a este panorama, puede concluirse que 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.

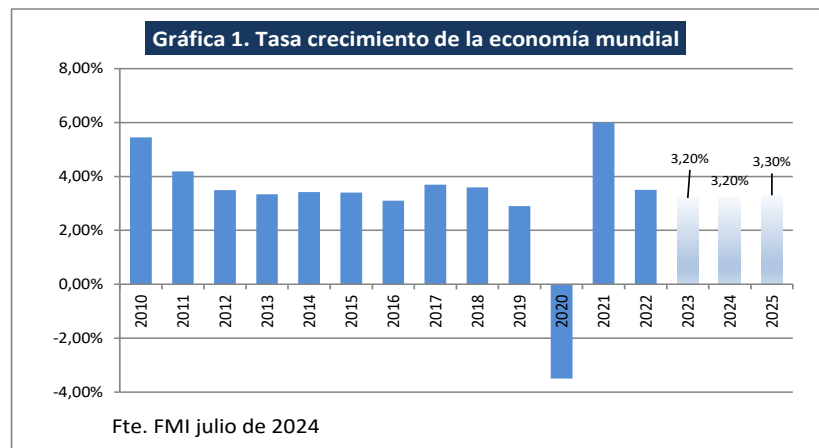
No obstante, la tendencia esperada de largo plazo puede verse afectada por coyunturas desfavorables que tengan efectos depresivos sobre la demanda y en consecuencia sobre los precios. Los efectos derivados de la pandemia, las consecuencias del conflicto entre Rusia y Ucrania, el enfriamiento de la economía global y de China en particular, han contribuido a generar un alta volatilidad en el comercio internacinal y en los precios de la madera y los productos forestales.

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.

Perspectivas de crecimiento de la economía mundial

El Fondo Monetario Internacional en su último informe de julio de 2024 proyecta que la economía mundial crecería un 3,2% en 2024 y 3,3% en 2025, se mantiene sin cambios en términos generales respecto al pronóstico de abril. De esta forma, la proyección de crecimiento mundial sería la menor de las últimas décadas, por debajo del promedio histórico de 3,8% (2000–19).

⁹. FAO 2022.

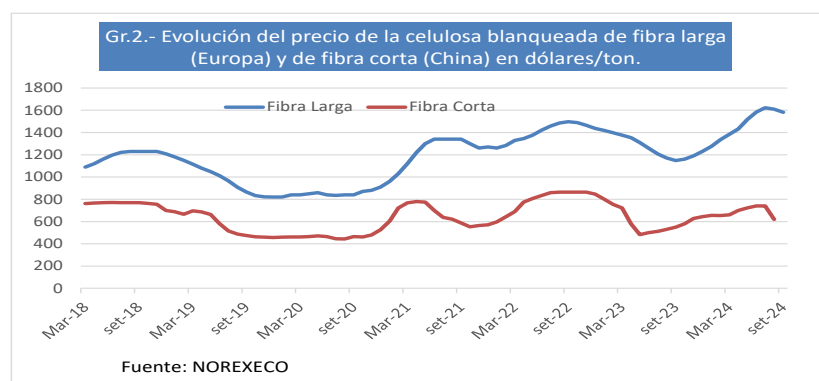


Se mantienen los efectos negativos de las elevadas tasas de interés para combatir la inflación, el repliegue del apoyo fiscal en un entorno de fuerte endeudamiento que frena la actividad económica y el bajo crecimiento de la productividad.

Evolución histórica de los precios

Para el caso de la 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 a recuperarse sobre finales del año y durante todo el primer semestre de 2024. A partir del mes de los meses de julio/agosto los precios de la celulosa habrían alcanzado una meseta e incluso han comenzado a retroceder.

En la siguiente gráfica se presta información de los precios por tonelada para dos tipos de pasta de celulosa: la NBSK¹⁰ (principal cotización internacional, correspondiente a pulpa de coníferas de fibra larga en Europa), y de la BHKP¹¹ (pulpa de fibra corta en China). Puede observarse el comportamiento comentado en el párrafo anterior.



¹⁰. Northern Bleached Softwood Kraft Pulp. Pulpa de celulosa blanqueada de fibra larga

¹¹. Bleached Hardwood Kraft Pulp. Pulpa de celulosa blanqueada de fibra corta.

La recuperación de los precios ocurrida durante todo el primer semestre de 2024 se explica por la reducción en los stocks de pulpa que estaban afectados a los precios durante buena parte del 2023.

En el primer semestre del 2024, el precio implícito¹² recibido por las exportaciones de pulpa del Uruguay fue de 604 dólares por tonelada FOB, lo que resultó en un 6,5% superior al promedio de las exportaciones realizadas en 2023, pero un 14,4% por debajo de los valores recibidos en 2022.

Algunas proyecciones a las que CARE tuvo acceso, estiman que para el corto plazo los precios internacionales de la celulosa podrían mantenerse en los niveles actuales, en base a la reducción de los stocks y las perspectivas de crecimiento de China, principal país comprador de pulpa de celulosa.

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.

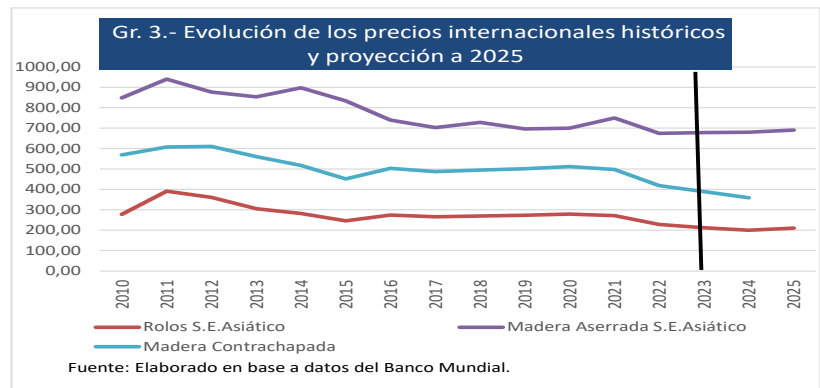
Para el caso de la madera de eucalipto en bruto con destino aserrío, el comportamiento de la demanda ha mostrado una evolución similar al de la celulosa, aunque menos marcada. Por su parte, los precios mantienen una leve tendencia al crecimiento viéndose afectados mayormente los volúmenes comercializados. 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 parte de 2022.

A partir del segundo semestre de 2022, se genera una importante caída en la demanda externa de rolos de eucalipto para aserrío que comienza a recuperarse lentamente recién en el segundo trimestre de 2023. En el primer trimestre de 2024, nuevamente se nota una caída respecto del final del año anterior, tanto en valor como en volumen, pero vuelve a recuperarse a partir del segundo trimestre, básicamente en lo referente a los precios. India, China, Vietnam y Malasia siguen siendo los principales mercados para el producto uruguayo.

Para el caso de la madera de pino aserrable, el mercado externo para el producto uruguayo, no muestra señales claras de recuperación. A partir del segundo trimestre de 2023 las exportaciones de rolos de pino disminuyeron considerablemente tanto en volumen como en valor, situación que se mantiene sin mayores cambios relevantes en el primer semestre de 2024. 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 y prácticamente único mercado importador de nuestros pinos.

Según el último informe de previsión de precios del Banco Mundial de abril de 2024, 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. Por su parte la madera contrachapada mantendría para 2024 su tendencia a la baja.

¹². Valor FOB de exportación/toneladas exportadas



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 plazo¹³. Para el caso de los rolos 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 estarían 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 alcanzarán seguramente un nuevo récord en 2024, principalmente porque habrá un año completo con funcionamiento pleno de las tres plantas de celulosa. En el primer semestre de 2024 el valor total de las exportaciones de los productores forestales estuvo un 8% por encima del mismo período del año anterior.

Se destaca un aumento del 14% en las exportaciones de celulosa en el primer semestre, pero es probable que esa diferencia se reduzca al final el año ya que en el segundo semestre no habría mayores diferencias en los volúmenes exportados respecto de ese mismo período en el año anterior. Por su parte, se observa una importante reducción en los ingresos por las exportaciones de rolos de pino y de chips con relación al primer semestre de 2023.

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

¹³ World Bank Commodities Price Forecast. En informes posteriores solamente se proyectan precios para 2024 y 2025.

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

	2019	2020	2021	2022	1er semestre		Variación	
					2023	2024		
Celulosa	1.527	1.107	1.576	1.818	2.019	1.015	1.159	14%
Rolos de pino	89	132	204	127	67	58	33	-43%
Tableros de madera contrachapados	55	67	105	102	74	41	51	26%
Chips (eucalipto y pino)	102	21	74	113	98	58	24	-59%
Madera Aserrada coníferas y no coníferas	97	104	159	184	157	87	95	9%
Papel y Cartón	36	25	26	35	30	20	17	-15%
Rolos de eucalipto	14	21	23	34	24	12	19	61%
Total	1.921	1.477	2.167	2.412	2.469	1.290	1.398	8%

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

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

Cabe destacar la tendencia al crecimiento de las exportaciones de madera aserrada, en conjunto (coníferas y no coníferas), que se constituyeron 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, tales como, las tasas de interés, la devaluación de las monedas, la inflación internacional o el precio de los commodities.

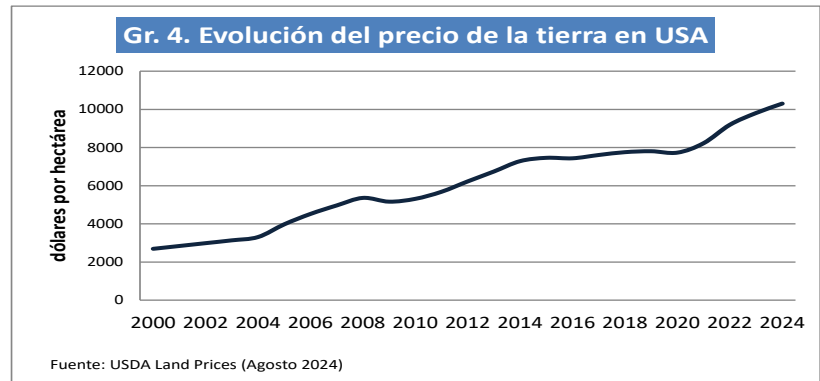
En este caso se actualiza el comportamiento de los precios en diferentes países considerados de importancia, en el entendido de que sus tendencias podrían generar información respecto de lo que podría ocurrir en nuestro país.

En lo que respecta al precio de la tierra en Estados Unidos, en lo que va del siglo XXI se observa una continua fase ascendente, con alguna excepción (2009 y 2015) en donde se verificaron mínimas reducciones, pero que no modifican la tendencia. El precio en Estados Unidos cayó únicamente en los primeros años de la década del ochenta ante el cambio de la política monetaria denominado "Plan Volcker" y en menor medida, en la crisis financiera de Lehman Brothers y en el pandemia del Covid 19. En todos los casos las reducciones de precios fueron muy moderadas y se revirtieron en pocos años.

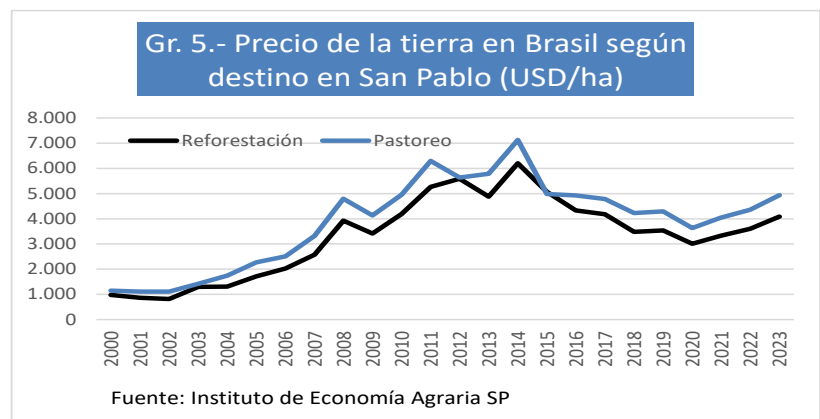
Durante el período 2000-2024, el incremento acumulativo anual del precio de la tierra en EEUU en dólares corrientes fue de un 5,75% anual, valor superior al de la inflación de la moneda norteamericana (2,54%), lo que determina un incremento real anual del 3,14% en los últimos 24 años.

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 4 años los valores se recuperan fuertemente mejorando en términos reales, y también acompañando la mayor inflación. Entre 2020 y 2024 el valor de la hectárea promedio lleva acumulado un aumento de un 33,2%; si

se analizan por separado las tierras agrícolas de las ganaderas, las primeras tuvieron entre 2021 y 2024 un aumento del 37,2% mientras que las segundas un 30,7%.



El comportamiento del precio de la tierra en Brasil, está por lo general afectado por el efecto del tipo de cambio, en la medida que en ese país la cotización del recurso se realiza en su moneda (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% en 2021, 8% en 2022 y 13% en 2023), pero aún se mantiene muy por debajo de los valores máximos. El aumento de precios del año 2023 en dólares se explica en parte por el incremento del precio en la moneda local y también por un fortalecimiento del real frente al dólar.



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 series confiables.

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

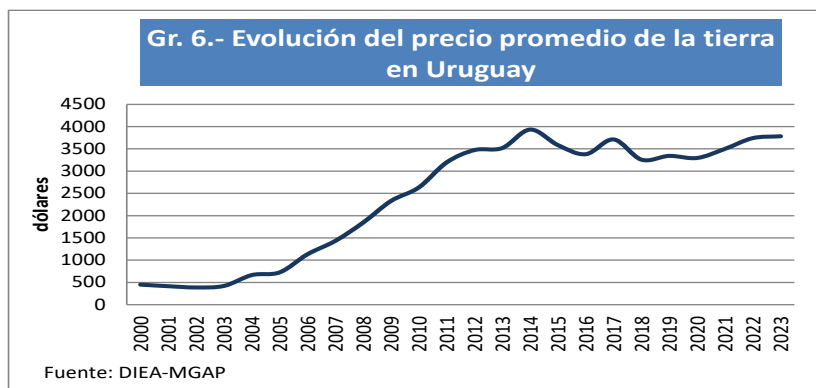
muy buena calidad) en Argentina, aumentó a un ritmo promedio de 3,5% acumulativo anual en términos reales.

La Cámara Argentina de Inmobiliarias Rurales (CAIR), institución que analiza la evolución de ese mercado, estima que la actividad se viene recuperando lentamente en este año 2024 luego del cambio de administración. El índice de actividad que estima la Cámara¹⁴, se ubicaba en julio de 2024 en 45,55 puntos frente a los 21,52 puntos en que había cerrado en diciembre de 2023. Según informa la Cámara, el mercado está demandando campos agrícolas buenos a muy buenos, aunque se mantiene muy poca oferta por el momento.

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 incidencia 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 15 de abril de 2024 da cuenta de un leve incremento en los valores respecto del año anterior, en este caso del 1,1%. Cabe destacar que en este último año la superficie de campos vendida vuelve a caer en forma significativa por lo que la localización y/o la calidad de los suelos vuelve tener importancia al momento de la definición del precio medio.

Estos últimos aumentos en los valores de la tierra se podrían explicar en parte como consecuencia del repunte de los precios internacionales en los años 2021 y 2022, 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.



¹⁴ 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 mercado¹⁵, 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 comprobada¹⁶ 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 o forestación), rubros considerados para determinar el valor del índice.

La valorización del precio de la tierra es un componente relativamente importante de ingreso final del fideicomiso (15%) por lo tanto lo que finalmente ocurra con la evolución de su precio tendrá también incidencia con el retorno final de la inversión. El modelo financiero supuso una valorización acumulativa anual de un 5,1% (en dólares corrientes) durante 25 años, 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 5% para el caso de los campos que se vendieran entre 1999 y 2003, y si se hubieran comprado entre 1979 y 1983.
- Para el resto del período, el crecimiento anual del precio de la tierra supera el 5%.

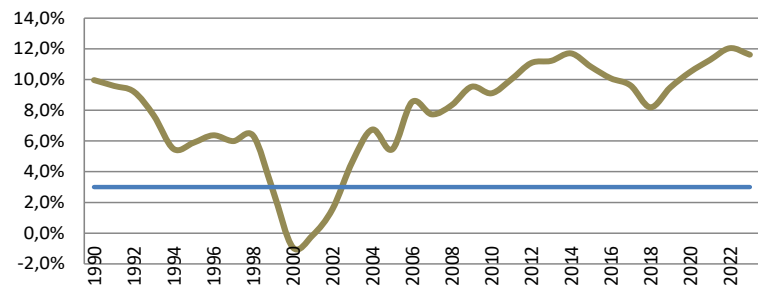
Si el mismo análisis se realiza para períodos de 30 años la tasa de crecimiento anual cae levemente (7,3%), y el mínimo crecimiento anual es de 5% y por lo tanto en ningún período estaría por debajo del valor considerado en la última proyección.

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 aún se mantiene en valores por encima del 3,6% (en el entorno del 12% de crecimiento anual).

¹⁵. SERAGRO, Agroclaro, Consur y operadores privados

¹⁶. 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 Unidos¹⁷, más un pequeño componente por incremento de la productividad de la tierra, de esta forma se deberían ubicar entre el 3 y el 4% anual. Esto no implica que existan períodos de mayores o menores tasas anuales de crecimiento.

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 adicional 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.

¹⁷. La inflación en EEUU aún está levemente por encima de su nivel histórico, aunque se espera que en breve vuelva su nivel.

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 tienen mayor impacto para este fideicomiso ya que no se tiene prevista la incorporación de nuevos predios, aunque si probablemente lo tendrá para la actividad.

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

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

VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

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

En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos - tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación BBB+.uy¹⁸ de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez

¹⁸. **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. **El signo de + indica que la calificación se acerca más a la categoría superior de acuerdo al puntaje. Grado de inversión mínimo.**



Ing. Agr. Adrián Tamber