

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

Montevideo, marzo de 2025

4	RESUMEN GENERAL
7	I INTRODUCCIÓN
11	II EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION
13	III LA ADMINISTRACION
18	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
23	V EL ENTORNO
34	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

Calificación Emisión de Oferta Pública 26 - marzo - 2025

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 noviembre 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 manteniendo la calificación BBB+.uy de grado inversor.

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 fundamentalmente 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 calificadoradora 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 desarrollando sin inconvenientes, son calificados por CARE y tienen también nota de grado inversor.
- 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 entre 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 31 de diciembre de 2024 hay forestadas unas 7.917 hectáreas de eucaliptus, cifra que también supera levemente la establecida 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.

- Se presenta a diciembre de 2024 una nueva tasación de las tierras y montes del fideicomiso, por parte de la misma empresa que en los dos años anteriores (Indufor). El resultado fue de 56,67 millones de dólares, conformado por 14,93 millones de bosques y 41,75 millones de tierra. Este nuevo valor es un 18,6% superior al del año anterior, lo que se explica en gran medida por algunos cambios en la metodología y por la consideración montes que no fueron tasados en 2023 (menores de dos años).
- Se estima que el crecimiento del consumo de productos madereros será mayor al aumento de la población mundial impulsado por el aumento de los ingresos en las regiones emergentes del mundo. La mayor demanda deberá ser atendida aumentando la productividad a través de la gestión forestal sostenible en los bosques. No obstante, esa 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, contribuyen a generar un alta volatilidad en el comercio internacional y en los precios de la madera y los productos forestales. Por otra parte, no se puede descartar un incremento de la volatilidad de los precios y el comercio como consecuencia de un recrudescimiento de las políticas proteccionistas.
- En este contexto, los precios internacionales de la celulosa -principal mercado de este fideicomiso- y de la madera sólida han mostrado un comportamiento muy variable en los últimos años. Para el caso de la celulosa, principal producto forestal exportado por Uruguay, los valores mostraron un cierto repunte durante el primer semestre del 2024, para luego comenzar a caer a partir del mes de agosto y hasta fines del año, para probablemente iniciar una nueva recuperación. Las exportaciones de madera sólida de eucaliptus, que enfrentaron un mercado muy poco demandado en 2022 y parte de 2023, se han ido recuperando lentamente de la mano de China, India y Vietnam, mientras que las exportaciones de madera de pino siguen sin mostrar por el momento niveles sostenidos de demanda, con la excepción de India que es el único mercado activo. El mercado interno se encuentra con buena demanda por madera ya sea para pulpa o para aserrio.
- 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 varios años de aumentos. El precio promedio de la tierra en dólares corrientes reportado por DIEA-MGAP para el primer semestre del 2024, habrá prácticamente alcanzado el máximo histórico del 2014 (-0,6%).

- Respecto de las políticas públicas, el cambio de administración podría volver a considerar la implementación de algunos cambios en el marco regulatorio de la actividad, tendientes a limitar el uso del suelo para la forestación, con posibles efectos sobre la actividad. No obstante, este Fideicomiso en particular ya ha completado sus plantaciones y obtenido los permisos correspondientes, motivo por el cual no se advierten por el momento amenazas para este proyecto.

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para actualizar la calificación de los certificados de participación en el dominio fiduciario del fideicomiso financiero nominado "Fideicomiso Financiero Forestal 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	444		191		1.191
2023	410			8		418
TOTAL FORESTADO	6.287	1.217	77	303	33	7.917
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 total sufrió cambios mínimos desde la anterior actualización, debido a la existencia de zonas puntuales que no rebrotaron o se murieron (rebrotos), por lo que se baja 5,8 ha del área.

- Cambium como operador forestal adopta los principios FSC² 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.

o Hechos salientes del período

- Aún no se han cortado las 20 hectáreas de las 94,2 que se tienen bajo contrato con UPM, y que fueron fuertemente afectadas por la sequía pasada.
- Se realizó en setiembre de 2024 un llamado a licitación para tala rasa de 137 has de eucaliptus. Se recibieron 3 ofertas por encima del valor estimado en el presupuesto, pero se sigue analizando la conveniencia de cortar o postergar la venta.
- Se resolvieron forestar unas 80 has afectadas por heladas y por problemas sanitarios. Esa reforestación se realizará en el presupuesto de 2025.
- El Fideicomiso mantiene vigente treinta contratos de aprovechamiento ganadero sobre un total 12.337 hectáreas, previéndose un ingreso total anual de US\$ 174 mil dólares aproximadamente.

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

². 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.

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

- Los principales desvíos respecto de lo presupuestado inicialmente para el año fueron los siguientes:
 - Se redujo el área de manejo de rebrotes en 151 hás, que será realizada en 2025, también se lograron menores tarifas. Ahorro total USD 122.000).
 - Se debió realizar una aplicación de insecticida no prevista (+23 mil USD).
 - Menores gastos administrativos (ahorro de 252 mil USD).
- A diciembre de 2024 se presenta una nueva tasación de la tierra y los montes del Fideicomiso. En esta oportunidad el resultado fue de 56,7 millones de dólares, un 18,6% mayor respecto de la tasación realizada hacia fines del 2023. Este aumento se explica en gran medida por el incremento en la superficie tasada de bosques que determina que ese componente aumente un 68,0%. Por su parte, la tierra, que mantiene la superficie con respecto al año anterior, aumenta un 7,4%.

3. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- Estados Contables de Cambium al 30/06/24
- Estados Contables Intermedios del Fiduciario al 30/06/2024.
- Estados Contables del Fideicomiso al 31/12/2024³.
- Informes trimestrales del operador el último a diciembre de 2024.
- Informes del Fiduciario el último a setiembre de 2024.
- Informe del Comité de Vigilancia, el último a setiembre de 2024.
- Información relevante del sector forestal.
- Informes de calificación de otros fideicomisos análogos.

³. Versión preliminar.

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 y del mismo no surge nada que permita suponer riesgo alguno para su continuidad o para el desarrollo 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 del Fideicomiso al 31/12/2024⁴.

⁴. Según versión no auditada

Cuadro 5: Estado de Situación Fideicomiso

Concepto (miles USD)	31/12/2024	31/12/2023	31/12/2022
Activo	68.616	63.157	62.797
Activo Corriente	11.251	12.445	14.011
Activo no Corriente	57.365	50.712	48.786
Pasivo	4.485	339	423
Pasivo Corriente	2.304	339	424
Pasivo no Corriente	2.181	-	-
Patrimonio	64.131	62.818	62.373
Pasivo y Patrimonio	68.616	63.157	62.797
Razón Corriente	4,88	36,71	33,04

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Puede observarse que el patrimonio contable al cierre del último ejercicio era de USD 64.1 millones, 6% mayor, en términos nominales, al monto recibido por la integración de los valores emitidos (USD 60.45 millones).

Conforman este patrimonio, entre otros, casi USD 10 millones en inversiones financieras (activo corriente); USD 14.9 millones en activos biológicos y USD 41.9 millones en tierra y mejoras. Por tratarse del cierre anual, estos valores recogen las tasaciones regulares que se producen sobre fin de cada ejercicio. Esto se comenta con más detalle en otra sección.

Los resultados al cierre del año 2024, se presentan en el cuadro siguiente.

Cuadro 6: Estado de Resultados Fideicomiso

Concepto (miles USD)	31/12/2024	31/12/2023	31/12/2022
Ingresos Operativos varios	483	314	261
Resultado valuación activo biológico		(89)	2.495
Resultado valuación tierra	30		(166)
Gastos Operativos	(370)	(350)	(287)
Gastos de Administración	(1.587)	(1.517)	(1.437)
Resultado Operativo	(1.444)	(1.643)	867
Resultado Financiero	62	198	151
Resultado por valuación de activos biológicos	4.567	313	
Resultado antes de IRAE	3.185	(1.132)	1.017
IRAE	(1.998)	818	847
Resultado del periodo	1.187	(314)	1.864
Reserva revaluación tierras	2.835	1.012	272
Efecto impuesto diferido s/tasación	(709)	(253)	
Resultado Integral del periodo	3.313	444	2.137

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Los ingresos operativos refieren básicamente a servicios de pastoreo y son marginales pero consistentes con la fase de maduración en que se encuentra el proyecto. El resultado final positivo se explica por la revaluación de los principales activos, fundamentalmente, los activos biológicos.

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. Se tuvo en cuenta, además, el ser ésta una segunda operación (de un total de tres) desarrollada por los mismos administradores, hasta ahora, satisfactoriamente. *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.

La última actualización de las proyecciones financieras se presentó en mayo de 2024, considerando las inversiones y costos operativos reales al 31 de diciembre de 2023 y proyectando hasta la finalización del fideicomiso. La 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%).

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).

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%)⁵ 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.

⁵. 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 recalculó con el último 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)⁶, 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"⁷ promedio de empresas de producción forestal en mercados emergentes, el cual se ubica en 1,13, lo que indica que la inversión en la actividad tiene un mayor riesgo y variabilidad que el promedio de todas las actividades en ese mercado. Para la tasa libre de riesgo se considera el rendimiento de los Treasury Bonds a 10 años de EEUU

⁶ 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

⁷ Valor proporcionado por Damodaran.

(2,78%), para el riesgo país (índice UBI) se consideraron 110 puntos básicos⁸ y para la prima de riesgo del mercado accionario se consideró 4,51%.

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 5,83%. 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 (5,38%).

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 Uruguay⁹. En la actualidad la curva en dólares (CUD) a 10 años está en 5,24%. 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, en el país y en la región existe una importante dotación de recursos humanos

⁸. Es el promedio de 5 años, en la actualidad el riesgo país está ubicado en el entorno de 80 puntos básicos

⁹. Curva Spot de Rendimientos de Títulos Soberanos Uruguayos emitidos en moneda nacional indexada a la inflación o en dólares, según sea el caso

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 2024 se presentó la última tasación de la tierra y los montes del Fideicomiso, la que al igual que en los dos años anteriores fue realizada por la misma consultora forestal (Indufor). Los resultados se presentan en el siguiente cuadro.

Cuadro 8. Valores de Tasación a Diciembre de cada año en millones de dólares.

Año	Plantaciones	Tierra	TOTAL	Tasador
2020	6,05	31,64	37,69	Poyry
2021	-	-	38,04	Pike/Co
2022	5,10	37,56	42,66	Indufor
2023	8,89	38,88	47,77	Indufor
2024	14,93	41,75	56,67	Indufor
Variación	67,98%	7,37%	18,64%	

Fuente: Tasaciones

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 14,9 millones de dólares, lo que implicó un incremento de un 68% con respecto al año anterior.

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 41,75 millones, lo que resulta en un valor promedio de USD 3.281/ha. Para el caso de la tierra, la empresa tasadora le asigna un aumento de un 7,4% respecto del año anterior.

En conjunto los activos tuvieron fuerte incremento (18,6%) explicado en gran medida por el aumento del valor de los bosques.

Esta variación en los valores tiene su explicación en los siguientes factores, entre otros:

- En esta oportunidad, a diferencia de 2023 se incluyen todos los montes, incluso aquellos de menos de dos años.
- En la tasación del año pasado se incluyó un flujo de efectivo negativo previsto para 2024. Al eliminar ese año, se elimina ese efecto.
- Se valoró el activo en función de los flujos de efectivo perpetuos, por lo que se consideran los volúmenes de cosecha de las rotaciones futuras.
- Se considera un aumento general de los precios de la madera.
- Se consideraron menores gastos generales, de venta y administrativos (que provoca un aumento del valor).

CARE no tiene objeciones con la metodología aplicada.

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, el cambio de administración podría volver a considerar la implementación de cambios en el marco regulatorio de la actividad, tendientes a limitar el uso del suelo para la forestación, iniciativa parlamentaria que fuera propuesta en 2021, pero vetada por el Presidente de la época. Las nuevas regulaciones podrían llegar a afectar el actual desarrollo y crecimiento de la actividad forestal.

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"¹⁰ 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 estaría consolidando el desarrollo de un mercado de carbono, lo que implica que la venta de certificados se constituye en un nuevo ingreso para estos emprendimientos. Las negociaciones que se vienen llevando a cabo en los ámbitos internacionales siguen avanzando en relación a asegurar compromisos ambientales de reducción de emisiones por lo que todo indica que en el mediano y largo plazo la demanda por certificados de carbono debería seguir creciendo.

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, contribuyen a generar un alta volatilidad en el comercio internacinal y en los precios de la madera y los productos forestales.

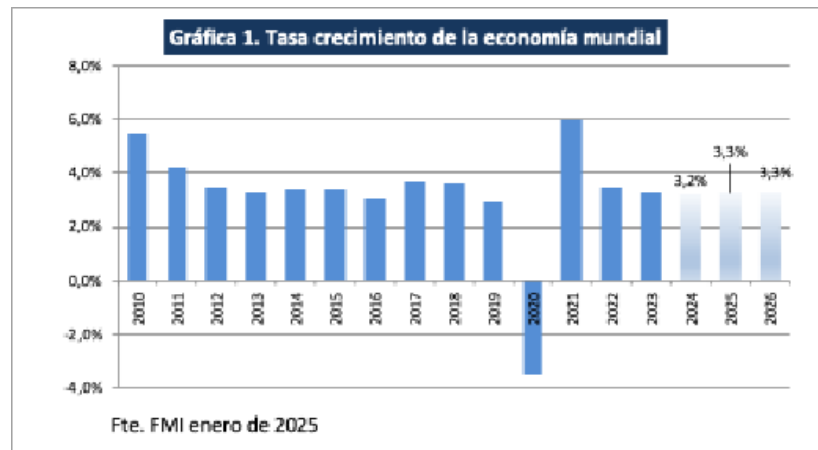
Para el largo plazo no existen elementos para suponer cambios en las tendencias planteadas en el prospecto de emisión, aunque no habría que descartar puntualmente coyunturas desfavorables como las comentadas.

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.

¹⁰. FAO 2022.

Perspectivas de crecimiento de la economía mundial

El Fondo Monetario Internacional en su informe de enero de 2025 prevé que el crecimiento mundial sería del 3,3% para 2025 y también para 2026, por debajo de la media histórica (2000–19) del 3,7%. Por otra parte, ese organismo espera que la inflación general mundial disminuya al 4,2% en 2025 y al 3,5% en 2026, logrando el nivel fijado como meta más pronto en las economías avanzadas que en las economías de mercados emergentes y en desarrollo.



Evolución histórica de los precios

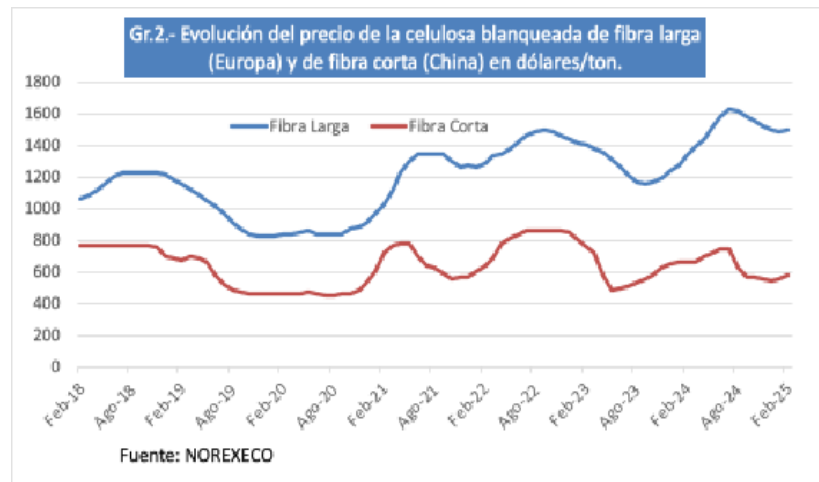
En los últimos años, los precios internacionales de los productos forestales han mostrado una muy alta volatilidad, como consecuencia de la ocurrencia de una serie de factores que han afectado la demanda: la pandemia, los conflictos bélicos, el magro crecimiento de la economía mundial, acumulación de stocks, entre otros.

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 mercado 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 de los meses de julio/agosto de 2024 los precios de la celulosa vuelven a caer y habrían alcanzado su piso en los primeros meses de 2025.

En la siguiente gráfica se presenta información de los precios por tonelada para dos tipos de pasta de celulosa: la NBSK¹¹ (principal cotización internacional, correspondiente a pulpa de coníferas de fibra larga en Europa), y de la BHKP¹² (pulpa de fibra corta en China). Puede observarse el comportamiento comentado en el párrafo anterior.

¹¹ . Northern Bleached Softwood Kraft Pulp. Pulpa de celulosa blanqueada de fibra larga

¹². 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 afectando a los precios durante buena parte del 2023.

En 2024, el precio implícito¹³ recibido por las exportaciones de pulpa del Uruguay fue de 624 dólares por tonelada FOB, lo que resultó en un 12% superior al promedio de las exportaciones realizadas en 2023, pero aun un 11% 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 mejorar respecto del nivel actual (febrero 2025), pero quedaría por debajo del promedio de 2024.

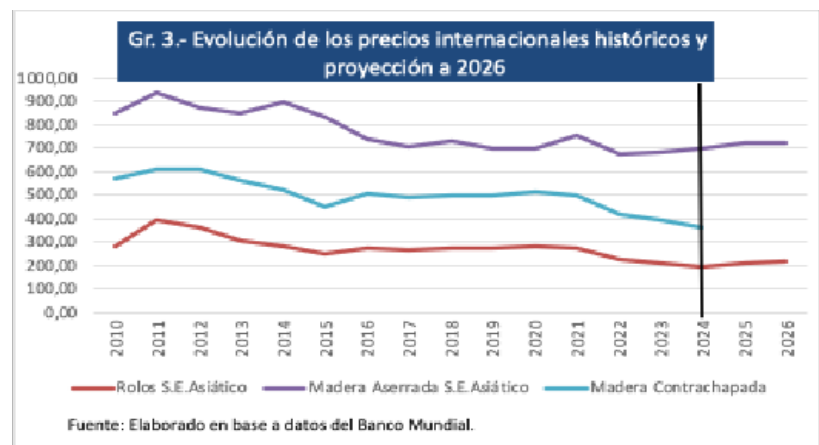
No se dispone de información que proyecte las perspectivas de la evolución de precios internacionales para la celulosa para el largo plazo. En los últimos 10 años el incremento anual del precio internacional de la celulosa de fibra larga (NBSK) fue del 3,6%, esto es un valor indicativo, ya que no existe 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 volatilidad 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. A partir En el 2024, las exportaciones tanto en valor como en volumen, vuelven a recuperarse a partir del segundo trimestre, básicamente en lo referente a los precios. China, Vietnam, India 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 mantuvo sin mayores cambios relevantes en el 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. Alguna información relevada, da cuenta de que al cierre de 2024, la capacidad de consumo de India podría estar por encima de la cantidad de producto que está recibiendo, lo que podría generar presión a la baja de los precios a futuro.

Según el último informe de previsión de precios del Banco Mundial de octubre 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 2 al 3% anual, pero mantienen una tendencia decreciente desde el año 2011.



En el año 2021 el Banco Mundial presentó una proyección de largo plazo para la madera en bruto para aserrío y para la aserrada, mostrando un leve crecimiento en valores nominales hacia el 2035 en el largo plazo¹⁴. 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 alcanzaron en 2024 un nuevo récord, como consecuencia de un año completo con funcionamiento pleno de las tres plantas de celulosa. El valor total de las exportaciones de los productores forestales estuvo un 20% por encima del mismo período del año anterior.

En 2024 la celulosa lideró por primera vez el ranking de productos exportados, desplazando a la carne bovina, como resultado tanto del aumento de su precio como del incremento en el volumen exportado.

Se destaca un también un aumento en las exportaciones de tableros contrachapados, madera aserrada y rolos de eucaliptos, mientras que hay una reducción significativa en las exportaciones de chips.

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

Cuadro 9. Exportación de productos forestales seleccionados (en millones de dólares FOB)							
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Variación
Celulosa	1.527	1.107	1.576	1.818	2.019	2.545	26%
Rolos de pino	89	132	204	127	69	64	-7%
Tableros de madera contrachapados	55	67	105	102	80	89	11%
Chips (eucalipto y pino)	102	21	74	113	109	56	-49%
Madera Aserrada coníferas y no coníferas	97	104	159	184	171	188	10%
Papel y Cartón	36	25	26	35	30	27	-11%
Rolos de eucalipto	14	21	23	34	24	39	62%
Total	1.921	1.477	2.167	2.412	2.503	3.009	20%

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, como por ejemplo: las tasas de interés, la devaluación de las monedas, la inflación internacional o el precio de los commodities.

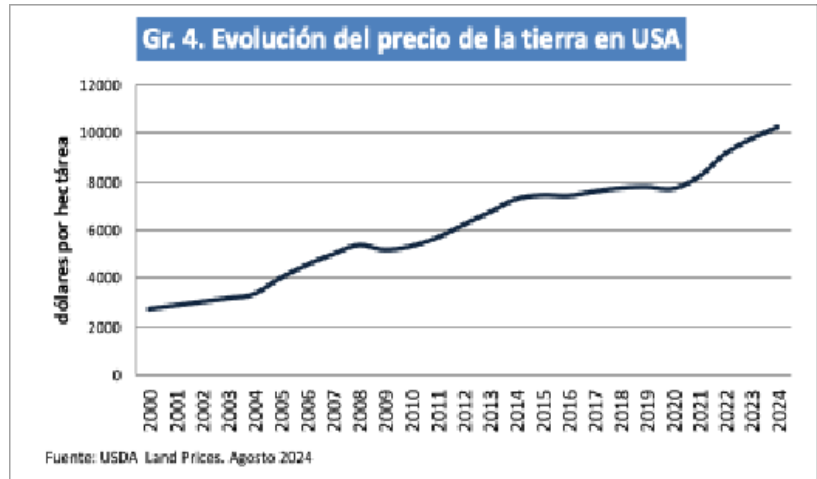
En este caso se actualiza el comportamiento de los precios en diferentes países considerados de importancia, en el entendido de que sus tendencias podrían generar información respecto de lo que podría ocurrir en nuestro país.

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.

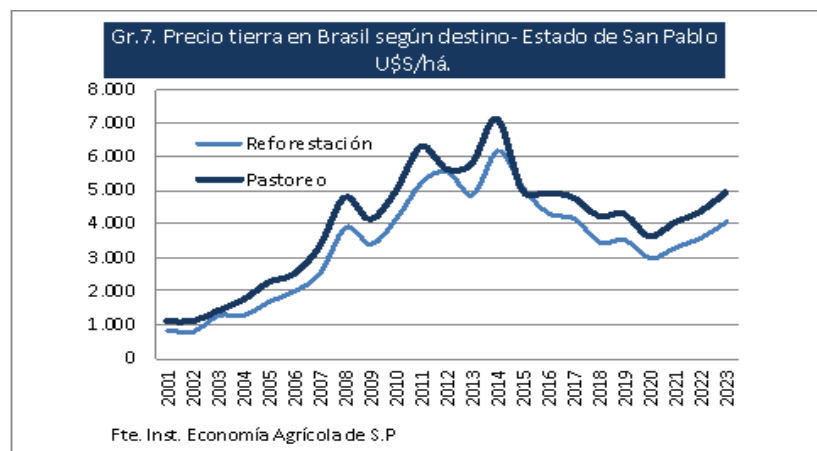
Durante el período 2000-2024, el incremento acumulativo anual del precio de la tierra en EEUU en dólares corrientes fue de un 5,75% anual, valor superior al de la inflación de la moneda norteamericana (2,54%), lo que determina un incremento real anual del 3,14% en los últimos 24 años.

¹² Banco Mundial-Commodity Prices (octubre 2024) y Banco Mundial Commodity Price Data (febrero 2025).

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 32%; si se analizan por separado las tierras agrícolas de las ganaderas, las primeras tuvieron entre 2020 y 2024 un aumento del 36% mientras que las segundas un 31%.



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. No se dispone aún de información para el 2024, pero es muy probable que se verifique una reducción de los valores de la tierra en dólares corrientes, como consecuencia de la fuerte devaluación que ha tenido el Real en ese año.



La historia económica reciente de Argentina ha hecho 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, informa que la actividad del mercado (no refiere a precios sino a transacciones) se ha recuperado en forma sostenida en el 2024, como resultado directo del cambio de administración. El índice de actividad que estima la Cámara¹⁵, se ubicaba en diciembre de 2024 en 49,69 puntos frente a los 21,52 puntos en que había cerrado en diciembre de 2023. El informe aclara que en noviembre de 2024 había llegado a los 60 puntos y que la fuerte baja de diciembre se explica por un tema estacional (4 feriados en días laborables en el mes). Según la Cámara, el año 2024 cerró con una tendencia alcista en la actividad a pesar de la baja importante del mes de diciembre.

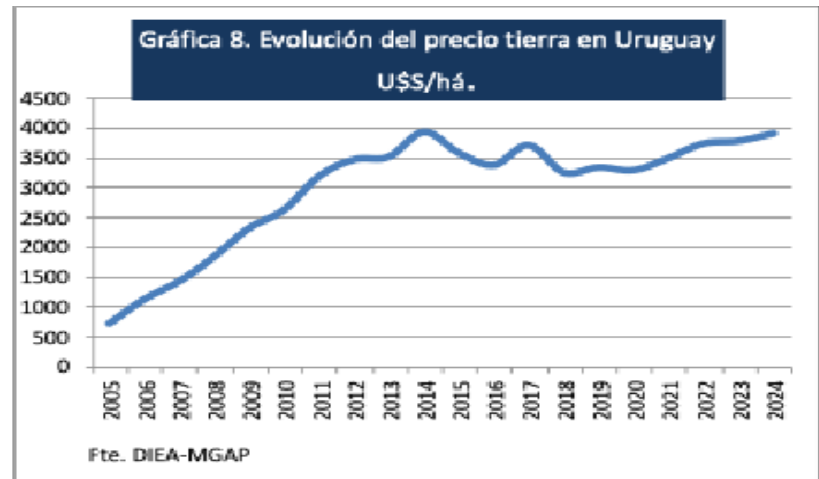
En el caso de Uruguay, la información reportada por DIEA-MGAP para el promedio de las transacciones de tierras muestra que se verificó una muy fuerte valorización de los campos a partir de 2004 y hasta el 2014. A partir de 2015 comenzó un ajuste a la baja pero con un comportamiento un tanto errático,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

A partir de 2021 el precio de la tierra en el Uruguay parece retomar su tendencia histórica de crecimiento, al aumentar un 6,2% en ese año y luego un 6,9% en 2022, guarismos seguramente influidos por el repunte de los precios internacionales, por el fortalecimiento del peso uruguayo con respecto al dólar, moneda con la que se realizan las transacciones de campos, así como también por la alta inflación internacional.

A partir de 2023 los incrementos se moderan a un 1,1% en ese año y las cifras preliminares para el primer semestre de 2024 estarían mostrando un crecimiento en el precio promedio de la tierra de un 3,4%¹⁶. Cabe destacar que la información de un semestre, al representar una menor superficie que el año completo, puede estar influenciada por la localización y/o la calidad de los suelos al momento de la definición del precio medio. De confirmarse ese valor para el año 2024, el precio promedio de la tierra en dólares corrientes habrá prácticamente alcanzado el máximo histórico del 2014 (-0,6%).

¹⁵. 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.

¹⁶. "Primer semestre compraventas año 2024", DIEA-MGAP. 15 de octubre de 2024.



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

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

La valorización del precio de la tierra es un componente muy importante de ingreso final del fideicomiso (75%) por lo que lo que finalmente ocurra con su comportamiento tendrá una contribución sustancial con el retorno final de la inversión. El modelo financiero supuso una valorización acumulativa anual de un 5,5% (en dólares corrientes) durante 15 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 2024) la variación anual en períodos de 15, en donde se observa lo siguiente:

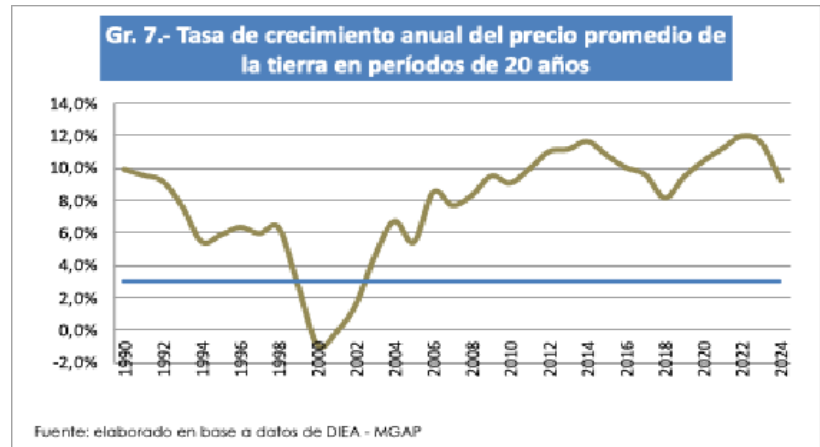
- En promedio, la evolución anual del precio de la tierra en períodos móviles de 15 años fue de 7,9%.
- No obstante, en la serie aparecen 9 años en donde el aumento acumulativo anual en periodos de 15 años es menor al 4%, valor sobre el que CARE recalculó la TIR. Esto ocurrió en 2024 para campos que habían sido comprados en el año 2009. Es importante destacar, que el Contrato de Fideicomiso considera la posibilidad de extender el plazo por hasta tres años más, pudiéndose evitar de esta forma que se deba vender en una coyuntura desfavorable.

¹⁷. SERAGRO, Agroclaro, Consur y operadores privados

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

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 5% (en el entorno del 9% de crecimiento anual).



CARE entiende que si bien cabe esperar para el mediano y largo plazo aumentos sostenidos en los precios de la tierra, éstos no serían de similar magnitud que el pasado. Muy probablemente los aumentos de precios compensarán la inflación de largo plazo de Estados Unidos¹⁹, más un pequeño componente por incremento de la productividad de la tierra, de esta forma se deberían ubicar entre el 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

¹⁹ La inflación en EEUU aún está levemente por encima de su nivel histórico, aunque se espera que en breve vuelva su nivel.

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.

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.

En 13 enero de 2025 el gobierno antes de culminar su mandato, firmó el decreto No 3/025 que modifica el decreto No 405/021, con el objetivo, entre otros, de flexibilizar los trámites relativos a los permisos para las reforestaciones. Se reemplaza la Autorización Ambiental Previa (AAP) por una Autorización Ambiental Especial, facilitando que no se cambie de suelos para la próxima plantación. De esta forma, se simplifican y aceleran los trámites ya que los productores no deben esperar la autorización del Ministerio de Ambiente sino que pueden empezar con las plantaciones una vez que la autorización esté en trámite, habiendo informado con 30 días de antelación a la Dirección Nacional de Evaluación Ambiental (Dinacea).

El nuevo gobierno ha manifestado algunas reservas con relación al último decreto firmado por el anterior y adelantó su voluntad de analizar las actuales regulaciones de la actividad forestal, sin descartar la posibilidad de proponer cambios como los planteados en la Ley de 2021, que fuera vetada por el Poder Ejecutivo. Esta situación genera algunas interrogantes para el corto plazo, aunque de concretarse cambios en el marco regulatorio, éstos seguramente afectarían a futuros emprendimientos y no tanto a los que ya se encuentran en ejecución.

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

VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

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

En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos - tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación BBB+.uy²⁰ de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrián Tamber

²⁰. **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.**