

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

*Montevideo, marzo de 2025*

---

4	RESUMEN GENERAL
8	I INTRODUCCIÓN
14	II EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION
16	III LA ADMINISTRACION
22	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
28	V EL ENTORNO
39	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

---

## Actualización de la Calificación de Emisión de Oferta Pública 31 - marzo - 2025

<b>Denominación:</b>	Fideicomiso Financiero Forestal Boschetto.
<b>Fiduciario:</b>	TMF Uruguay AFISA
<b>Operador:</b>	Cambium Forestal Uruguay S.A.
<b>Agente de Registro y Pago:</b>	TMF Uruguay AFISA
<b>Entidad Representante:</b>	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay SA (BEVSA).
<b>Títulos emitidos:</b>	Certificados de Participación
<b>Moneda:</b>	Dólares americanos
<b>Importe de la emisión:</b>	USD 79.600.000
<b>Fecha de suscripción:</b>	13 y 14 de octubre de 2020.
<b>Distribuciones:</b>	Según resultados acumulados de acuerdo a procedimiento establecido
<b>Activos del Fideicomiso:</b>	Tierras y bosques forestales.
<b>Plazo:</b>	26 años desde la emisión, con posibilidad de prórroga de hasta 4 años más.
<b>Calificación de Riesgo:</b>	BBB-. uy <sup>1</sup>
<b>Vigencia:</b>	hasta el 30 de noviembre de 2025.
<b>Manual utilizado:</b>	Manual de Calificación de Finanzas estructuradas administradas por terceros

<sup>1</sup>. La calificación 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 Boschetto, con la calificación BBB-.uy de grado inversor.**

*Esta ligera reducción en la nota se basa en que el resultado de los Estados Financieros del Fideicomiso al 31 de diciembre de 2024 arroja una pérdida significativa. Si bien la misma parece responder a un discutible cambio de criterio en la valuación de los activos biológicos y no a problemas de gestión, dada su magnitud y el impacto producido en el patrimonio del Fideicomiso, se entiende necesario alertar sobre esta situación que será de especial seguimiento en futuras actualizaciones.*

El negocio consiste básicamente en la creación de un patrimonio forestal de aproximadamente 15.900 hectáreas en el centro-norte del país, en los cuales se forestará aproximadamente el 63% de los mismos. Las especies elegidas son Eucalyptus (dunnii o globulus preferentemente) que se manejarán 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 aprecia en el informe jurídico que se adjuntara en la calificación original.
- Al tratarse de un proyecto a largo plazo para la maduración de las inversiones, y al depender esta maduración crucialmente de operaciones realizadas al comienzo del mismo, se incluyó el compromiso especial de monitoreo de hechos que ponderan fuertemente la gestión de la administración: la compra de tierra, la evolución de las plantaciones, el prendimiento de las mismas y el porcentaje de aprovechamiento del suelo para ser plantado. Asimismo se consideran porcentajes mínimos de avance del proyecto en los primeros años, para condicionar la nota a través de esta evaluación determinante del desempeño del fideicomiso.
- 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, cumpliendo hasta el momento con los compromisos establecidos en el contrato. La empresa viene 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.
- La empresa está llevando adelante dos proyectos de similares características, los Fideicomisos Financieros Forestales Montes del Este y Terraligna, cuyos desempeños a juicio de CARE, que también los califica, vienen siendo satisfactorios. El operador ha adquirido compromisos de coinversión en los proyectos, y a junio de 2024 la empresa tiene CPs por un valor total del orden de los 3,1 millones de dólares entre los 3 fideicomisos.

- Un negocio que desde el punto de vista económico financiero para el inversor soporta los stresses ajenos al mismo a los que razonablemente la emisora ha sometido el proyecto. En el prospecto se presentó el flujo financiero con las inversiones y costos proyectados, determinando una TIR de 8,8% para el inversor. CARE sometió a las proyecciones a situaciones más severas estimando una TIR más probable entre 7,6 y 7,0%, un valor menor, pero igualmente razonable. Para la anterior actualización se dispuso de una actualización del flujo financiero proporcionado por el Fiduciario, con información real a diciembre de 2023, pero incompleto en tanto consideraba la superficie de tierra y los montes a esa fecha. A pesar de esa restricción -que afecta negativamente la rentabilidad- la TIR alcanzaría un valor que compara razonablemente con el costo de oportunidad calculado en esa ocasión.
- Los supuestos utilizados en el proyecto (rendimientos, precios de la madera, evolución de precios, etc.) son consistentes con otros proyectos forestales de oferta pública calificados por CARE.
- Entre las tierras ya adquiridas y los boletos de reserva ya firmados a diciembre de 2024 se contaría con un patrimonio de 15.782 hectáreas totales de tierra, un 99% de lo establecido en el prospecto. De este total de tierras adquiridas o con los boletos de reserva firmados, se estima se forestarán finalmente unas 10.070 hectáreas, lo que superaría levemente la superficie proyectada de 10.000 has.
- De concretarse la compra de los cuatro predios que se encuentran con boleto de reserva, estaría culminando con la etapa de inversión en campos y restaría completar con las plantaciones, que ya alcanzan a las 8.340 hectáreas.
- En 2024 se plantaron 1.413 hectáreas de bosques, unas 174 has menos que lo presupuestado, lo que tiene su explicación en la demora en la compra de algunos predios y a que se dejaría una mayor proporción de área de rebrote en algunos montes recientemente cosechados. También se realizaron operaciones de mantenimiento y cuidado del área forestada, así como control de cepas y manejo de rebrotes de campos cosechados o adquiridos luego de la cosecha. Se realizaron asimismo algunas cosechas de bosques existentes previos a la compra (700 has), incluyendo algún adelanto de cosecha de montes muy afectados por la sequía (85 hectáreas). Por el momento se viene cumpliendo a satisfacción con los indicadores de desempeño.
- El precio de adquisición de la superficie forestable se estima por el momento en un 3,4% por debajo de lo establecido en el modelo financiero original. Algunos de los predios adquiridos fueron forestados y cosechados en el pasado, por lo que se mantendrán los rebrotes de las mejores zonas, reforestando aquellas menos productivas. La venta de bosques ya implantados y la compra de importantes áreas de rebrotes permite adelantar flujos de caja y reducir las inversiones en plantación de nuevos bosques.

- A diciembre de 2024 se presenta una nueva tasación de las tierras y montes del fideicomiso, arrojando un valor total de 59,09 millones de dólares. En esta oportunidad se tasan la totalidad de los montes del fideicomiso a diferencia del 2023 cuando se habían tasado solamente los de más de 2 años, y a pesar de ello el valor 2024 es un 24% menor al del año 2023, lo que resulta muy llamativo. La metodología utilizada (actualización de flujos futuros), castiga fuertemente el valor de los montes más jóvenes y en consecuencia la totalidad de los activos biológicos. El resultado de esta nueva valuación llevada a los estados contables, genera una pérdida de 8,2 millones de dólares para el Fideicomiso (Sección III).
- Se estima que el crecimiento del consumo de productos madereros será mayor al aumento de la población mundial y que 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 -producto principal 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 eucalipto, 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 aserrío.
- 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. En particular, este Fideicomiso ya está muy cerca de completar la compra de tierra y las plantaciones y obtenido gran parte de permisos correspondientes, motivo por el cual no se advierten por el momento amenazas significativas 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 Boschetto".

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

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

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

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



## 2. Antecedentes generales y hechos salientes del período

### o Antecedentes generales

Como antecedentes más relevantes del fideicomiso que se califica hay que mencionar a los Fideicomisos Financieros Forestales Montes del Este y Terraligna, que son llevados adelante por el mismo Operador y bajo un modelo de negocios y de administración idéntico al que se califica.

El FF Forestal Montes del Este suscribió los certificados de participación el 23 de junio de 2014 por un monto de 56,5 millones de dólares. Ese fideicomiso, con idéntica administración, viene cumpliendo a entera satisfacción con el plan de negocios original que consiste en ese caso en gran medida la producción de madera de calidad con destino a la exportación. Por su parte el FF Forestal Terraligna, suscribió los certificados de participación el 2 de octubre de 2017 por un total de 60,45 millones de dólares; ese segundo Fideicomiso ya culminó con las compras de tierra y con las plantaciones en 2023, y es para la producción de madera con destino a la producción de pulpa de celulosa, similar al que nos ocupa.

El cumplimiento de los planes se verifica no solo en los informes del administrador y del comité de vigilancia, sino además por las visitas realizadas por la Calificadora a diferentes montes de los fideicomisos.

El Fideicomiso Financiero Forestal Boschetto 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.

El plazo del Fideicomiso es de 26 años a partir de la emisión. No obstante está prevista la posibilidad de un plazo de prórroga máximo de 4 años, siempre que se obtenga para ello la previa conformidad de los beneficiarios supra mayoritarios en la Asamblea de Beneficiarios.

Las principales características del proyecto son:

- Estructuración de una opción de inversión a largo plazo, respaldada por el retorno de operaciones que involucran el mercado de la madera y el mercado inmobiliario de tierras de uso agropecuario, sin perjuicio de otros ingresos por pastoreo.
- Administración a cargo de Cambium Forestal Uruguay S.A. (en adelante Cambium), una compañía con probada habilidad en la administración de patrimonios forestales.
- El plan de negocios supone la creación de un patrimonio forestal, en el centro norte del país (principalmente pero no exclusivamente en los departamentos de Tacuarembó, Durazno, Cerro Largo y Treinta y Tres), de aproximadamente 15.900 hectáreas. Las especies elegidas preferentemente fueron el Eucaliptus dunnii y globulus, manejadas para la producción de madera pulpable para la industria de la celulosa, con destino

a la comercialización en el mercado uruguayo e internacional. Al haberse adquirido algunos predios con plantaciones con pino y con Eucaliptus grandis manejados con destino aserriero, el plan de negocios finalmente incluirá también ese destino, aunque no supondrá más de un 8% del área final de montes.

- Está prevista la plantación de unas 10.000 hectáreas efectivas de bosques, aproximadamente el 63/64% de la superficie total comprada.
- Al cierre del proyecto el ingreso total estimado por ventas a valores actuales descontados a un 5% anual corresponderá en un 70% a la venta de madera y rebrotes, un 28% a la venta de la tierra al final del proyecto, y 2% a ingresos por pastoreo.
- Entre el 13 y 14 de octubre de 2020 se suscribieron los Certificados de Participación del Fideicomiso por un valor nominal de USD 79.600.000 (setenta y nueve millones seiscientos mil dólares estadounidenses); el operador se comprometió a ir adquiriendo hasta el 3% de la emisión en un plazo de 5 años, de acuerdo a un procedimiento establecido en el Artículo 3.7 del contrato de Fideicomiso, lo que viene cumpliendo.
- Luego de la suscripción de los valores, se inició la etapa de búsqueda, selección y análisis de predios para la compra. Los predios se analizan considerando características tales como tipo de suelos y su aptitud para el desarrollo del bosque, prioridad forestal, distancia a centros de consumo, restricciones de DINACEA, restricciones impuestas por las intendencias municipales y el precio. Luego, si la evaluación es positiva se envía el informe al Comité de Vigilancia para su aprobación; una vez obtenido, comienza la negociación para la compra.
- El 21 de octubre de 2020 se llevó a cabo la primera integración de Certificados de Participación. Dicha integración correspondió al 2,51% del monto adjudicado, ascendiendo a USD 2.000.000. El 8 de agosto de 2024 se realizó la última integración de capital por USD 8.6 millones completando de esta manera el máximo antes del tiempo asignado (5 años desde la emisión).
- El 12 de agosto de 2022, se realizó la segunda Asamblea de Beneficiarios del Fideicomiso, con la asistencia del 100% de los titulares de los CPs emitidos esa fecha. En la misma se aprobó la venta de dos padrones del departamento de Canelones adquiridos en noviembre del 2021, y simultáneamente la compra de dos padrones ubicados en el mismo departamento. Este intercambio implicó el ingreso de 253 has forestadas principalmente con Eucaliptus grandis y la entrega de 397 has, parte de las cuales se encontraban forestadas con genética muy antigua. La diferencia de montos se saldó en efectivo a favor de Boschetto.
- El 13 de octubre de 2022, se realizó la tercer Asamblea de Beneficiarios del Fideicomiso, y aprobó por unanimidad la constitución del Comité de Vigilancia y la designación del Sr. Pablo Tarigo como único miembro del referido Comité.

## o Hechos salientes del período

- Al 31 de diciembre de 2024 se han firmado compraventas por un total de unas 14,835 hectáreas en 37 predios. Hay también cuatro boletos de reserva firmados por 947 hectáreas.

**CUADRO 1. Características de los predios adquiridos por el Fideicomiso**

Numero de Predios	Situación	Hás totales	Has Forestables	Porcentaje forestable	Distancia centro consumo
37	Comprado	14.835	9.454	64%	172
4	Boleto de reserva	947	617	65%	239
<b>Total</b>		<b>15.782</b>	<b>10.071</b>	<b>64%</b>	<b>176</b>
<b>PROSPECTO</b>		<b>15.900</b>	<b>10.000</b>	<b>63%</b>	<b>246</b>

Fuente: En base al operador y el comité de vigilancia

- De confirmarse los boletos de reserva, el Fideicomiso habrá adquirido el 99% de la superficie total y el 101% del área efectiva objetivo, superando el compromiso de adquirir el 50% del área forestal dentro de los 3 primeros años luego de obtenida la primera autorización para la compra de tierras, hecho que ocurrió el 30 de julio de 2021. Las últimas compras se han demorado como consecuencia de la aparición de algunos contratiempos notariales que obligó a firmar prorrogas en los boletos de reserva-
- El precio de compra de la hectárea bruta, sin incluir los bosques ya implantados o el valor de los rebrotes existentes, fue de 3.092 USD/ha un 1,8% por debajo de lo establecido en el prospecto (3.150 USD/ha). Por otra parte, como se estima que el aprovechamiento estará por encima del objetivo inicial del 63%, es probable que el precio de la hectárea neta forestal se ubique finalmente en unos US\$ 4.836 por hectárea (suponiendo un aprovechamiento del 63,9%), un 3,4% por debajo del objetivo establecido en el prospecto de emisión.
- Las distancias promedio de transporte de madera a los principales mercados desde los predios adquiridos se estima sean significativamente menores que las estimadas en el prospecto de emisión, estimándose en 176 km de transporte en promedio frente a 250 km establecidos en el prospecto de emisión.
- Los predios adquiridos están ubicados principalmente en los departamentos de Lavalleja, Tacuarembó, Maldonado y Canelones.
- En la primavera 2024 se plantaron finalmente unas 1.413 hectáreas, unas 174 has menos que estimado en el presupuesto del año. Esta menor cantidad de hectáreas forestadas se explica por predios que aún no compraron y a zonas previstas para forestar que se resolvió manejar como rebrotes. Estas reducciones de área a plantar fueron parcialmente compensadas por mayores áreas en otros predios (avances de cosecha).
- La superficie efectivamente plantada en los inmuebles del Fideicomiso al 31 de diciembre de 2024 se presenta en el siguiente cuadro. El stock considera las cosechas recientes realizadas de unas 678 hás de eucaliptus y 48 hás de pino.

## Cuadro 2. Superficie forestada al 30 de diciembre de 2024

Eucaliptus Globulus	932
Eucaliptus Dunningii	5.309
Eucaliptus Grandis (aserrío)	542
Eucaliptus maidenii	1.141
Pinos (Aserrío)	382
Otras especies eucaliptus	36
<b>TOTAL FORESTADO</b>	<b>8.342</b>
Potencialmente plantable	905

Fuente: Tasaciones 2024

**Nota:** Refiere solamente a las tierras ya adquiridas

- Se realizó en el 2024 la cosecha de 689 hás de rebrotes de eucaliptus de 2014 y 2016, y aún continúa la cosecha del rodal de 48 ha de Pino taeda plantado en el 1997. Se avanzó también en la cosecha de 146 hás de eucaliptus spp y 85 has de Egrandis (parte para aserrío y parte pulpa).
- El Fideicomiso mantiene vigente treinta y dos contratos de aprovechamiento ganadero sobre un total 9.100 hectáreas.
- En el siguiente cuadro se presenta el presupuesto de ingresos, costos e inversiones para el año 2024.

## Cuadro 3. Presupuesto de costos e ingresos para 2024 (miles de USD)

	<b>Proyección</b>
Mantenimiento	622,6
Establecimiento	2.228,0
Manejo Eucaliptus	388,6
Plagas	4,2
Gastos de Administración	870,9
<b>Total de costos</b>	<b>4.114,3</b>
Pastoreo	162,2
Venta de madera (bosques en pie)	1.182,9
<b>Total de ingresos</b>	<b>1.345,1</b>
Resultado del Plan Operativo	-2.769,2
Compra de campos	5.658,6

Fuente: el operador

- Las mayores diferencias con lo presupuestado se explican por los siguientes conceptos:
  - o Reducción en un 30% de la superficie de aplicación de herbicida y menor costo unitario (-250.000 USD).
  - o Menor área de plantación ya comentado y menor costo por hectárea (-310.000 USD).
  - o Menor costo por hectárea del manejo de rebrotes, pero se intrevinieron 76 hás más (-146.000 USD).
  - o Control de plagas (+44.000 USD), no realización de poda (-27.000 USD) y ahorros varios en gastos administrativos (-227.000 USD).
  - o Respecto de las ventas, éstas fueron finalmente mayores a lo previsto originalmente ya que se aumentó el área a cosechar de pino y se adelantaron algunas cosechas de eucaliptus.

- Se presentó a diciembre de 2024 una nueva tasación de la tierra y los montes del Fideicomiso. Se tasaron 40 predios y se tasaron en esta oportunidad la totalidad de los montes plantados (8.342 Has). El monto total determinado fue de 52,61 millones de dólares para la tierra y de 6,47 millones para los montes. (ver Sección IV, punto f).
- En el caso de los activos forestales el resultado por el cambio de su valor razonable ascendió a 8,2 millones de dólares de pérdida.

### **3. Información analizada.**

La información analizada fue la siguiente:

- Estados Contables de Cambium al 30/6/2024.
- Estados Contables Intermedios del Fiduciario al 30/06/2024.
- Estados Contables del Fideicomiso al 31/12/2024.
- Informes trimestrales del operador el último a diciembre de 2024.
- Informes trimestrales del Fiduciario el último a setiembre de 2024.
- Informes trimestrales del Comité de Vigilancia, el último a setiembre de 2024.
- Información Sectorial sobre el mercado forestal y de la tierra.
- Informes de calificación de otros fideicomisos análogos.
- Informe de tasaciones a diciembre de 2024 (Indufor).

## II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

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

**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.

**Títulos a emitir:** 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:** USD 79.600.000

**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.

Del mismo se transcriben algunos párrafos más destacados. Por ejemplo sobre la estructura señala:

*...Se puede adelantar a modo de concepto general - y sin perjuicio de la **objeción sobre el plazo que se explicará en el último segmento de este informe** – que la estructura de marras **cumple desde el punto de vista jurídico, con los requisitos normativos** que hacen a la constitución formal del negocio fiduciario, la validez y eficacia de las obligaciones que asumen las partes y no se aprecian riesgos en la estructura jurídica en orden a la satisfacción del derecho de participación que otorgan los valores a emitirse, quedando supeditado el éxito de la inversión a la gestión del Operador en la implementación del emprendimiento y del Fiduciario en lo referente a la administración del patrimonio fiduciario.*

Específicamente sobre el contrato de fideicomiso señala:

*... La estructura convencional cumple con los requisitos legales de constitución formal, individualización y publicidad de la propiedad fiduciaria así como la oponibilidad (artículos 2, 6 y 17 de la ley 17.703)*

Más adelante desarrolla las contingencias objetivas, en concreto la necesidad de autorizaciones previas consideradas.

El informe jurídico hacía al final una objeción respecto del plazo del fideicomiso planteado en el Prospecto porque existía la posibilidad de que fuera de 31 años. No obstante, a pedido del BCU el plazo se corrigió y no podrá superar los 30 años.

Finalmente concluye

***“...En conclusión y salvo la objeción que viene de comentarse sobre el plazo, el negocio fiduciario cuenta con un razonable grado de cobertura, no advirtiéndose otros 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 Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A. tiene por objeto la administración de fondos de inversión de acuerdo con lo establecido en la Ley No. 16.774, a su vez puede actuar como fiduciario en todo tipo de fideicomisos, de acuerdo con la Ley No. 17.703.

Con fecha 28 de junio de 2011 se produjo la fusión de la estructura de las principales participaciones de Equity Trust Group y el grupo de compañías encabezadas por la sociedad limitada de origen holandés TMF Group Hold Co B.V. ("Grupo TMF"). La Sociedad forma parte del Grupo TMF siendo su único accionista y controladora directa Equity Trust (Netherlands) B.V. hasta el 25 de abril de 2014 fecha en la que el Directorio de la Sociedad, producto de la fusión por absorción mencionada anteriormente, resolvió emitir título accionario a favor de TMF Group B.V. pasando a ser este último, el único accionista y controlador directo de la Sociedad.

#### TMF Uruguay

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 4: Estado de Situación (en miles de \$)**

Concepto	30/6/2024	31/12/2023	31/12/2022
<b>Activo</b>	<b>170.272</b>	<b>154.995</b>	<b>160.000</b>
Activo Corriente	42.046	30.141	35.014
Activo no Corriente	128.226	124.854	124.986
<b>Pasivo</b>	<b>145.696</b>	<b>130.795</b>	<b>137.112</b>
Pasivo Corriente	35.953	23.879	28.271
Pasivo no Corriente	109.743	106.916	108.841
<b>Patrimonio</b>	<b>24.576</b>	<b>24.200</b>	<b>22.888</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>170.272</b>	<b>154.995</b>	<b>160.000</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>1,17</b>	<b>1,26</b>	<b>1,24</b>

Fuente: EE.CC TMF

**Cuadro 5: 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)
<b>Resultado Bruto</b>	<b>14.568</b>	<b>14.973</b>	<b>28.827</b>
Gastos Administración y Vtas.	(7.716)	(6.440)	(16.290)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>6.852</b>	<b>8.533</b>	<b>12.537</b>
Resultado Financiero	(4.034)	(5.629)	(7.342)
IRAE	(2.441)	(864)	(3.884)
<b>Resultado del Periodo</b>	<b>377</b>	<b>2.041</b>	<b>1.312</b>

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.

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. Fideicomiso

Una vez creado el Fideicomiso se procedió a la convocatoria para la suscripción de los Certificados de Participación (CP's). Esto se produjo entre los días 13 y 14 de octubre de 2020 y fue por el 100 % de la oferta de USD 79.6 millones (valor nominal, USD 1 por certificado). De la totalidad de los mismos, 79.385.800 certificados fueron adjudicados a beneficiarios institucionales; 159.200 a Cambium y 55.000 fueron adjudicados a un cliente minorista.

El periodo de integración (equivalente al periodo de inversión) se estableció en un máximo de 5 años en régimen de capital call, por lo que a la fecha sigue vigente, aunque en agosto del año 2024 se realizó una última integración completando de esta manera la totalidad autorizada de USD 79.6 millones. Esto se realizó en 9 integraciones y demandó menos tiempo que el previsto.

En el cuadro siguiente se informa resumidamente el estado de situación del Fideicomiso al 31/12/2024.

<b>Cuadro 6: Estado de Situación del Fideicomiso (miles USD)</b>			
<b>Concepto</b>	<b>31/12/2024</b>	<b>31/12/2023</b>	<b>31/12/2022</b>
<b>Activo</b>	<b>72.357</b>	<b>71.921</b>	<b>41.736</b>
Activo Corriente	11.822	9.747	4.950
Activo no Corriente	60.535	62.174	36.786
<b>Pasivo</b>	<b>575</b>	<b>409</b>	<b>465</b>
Pasivo Corriente	575	409	288
Pasivo no Corriente	-	-	176
<b>Patrimonio</b>	<b>71.783</b>	<b>71.512</b>	<b>41.271</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>72.357</b>	<b>71.921</b>	<b>41.736</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>20,56</b>	<b>23,83</b>	<b>17,19</b>

Fuente: EE.CC Fideicomiso

A la fecha de cierre del ejercicio el valor de las tierras adquiridas (y mejoras) era de USD 52.9 millones; incluye adquisición de nuevas tierras en el año por valor de USD 3.1 millones y como resultado de las tasaciones un incremento de USD 0.7 millones.

En lo que refiere a los activos biológicos, se registra un alta de USD 2.9 millones por activación de costos en nuevas plantaciones, una baja por venta de monte en pie por USD 0,5 millones y una baja de USD 8.2 millones como consecuencia de la tasación realizada según criterio que se analiza en otra sección.

Como consecuencia de lo anterior, el Patrimonio contable quedó por debajo de las emisiones recibidas: USD 71.8 millones contra USD 79.6 millones; es decir, de acuerdo a esto, el Fideicomiso ha perdido aproximadamente el 10 % de lo recibido según las emisiones realizadas.

En el cuadro siguiente se expone un resumen del estado de resultados al cierre del ejercicio informado.

<b>Cuadro 7: Estado de Resultados del Fideicomiso (miles u\$s)</b>			
<b>Concepto</b>	<b>31/12/2024</b>	<b>31/12/2023</b>	<b>31/12/2023</b>
Ingresos por ventas y servicios	1.746	1.092	1.132
Otros resultados integrales	0	0	0
<b>Ingresos operativos</b>	<b>1.746</b>	<b>1.092</b>	<b>1.132</b>
Gastos operativos	(1.325)	(1.989)	(827)
Revaluación activos biológicos	(8.174)	562	785
Gastos administrativos	(1.678)	(1.953)	(1.343)
<b>Resultado operativo</b>	<b>(9.432)</b>	<b>(2.288)</b>	<b>(253)</b>
Resultados financieros	(39)	16	35
Resultado por revaluación de tierra	(788)	(989)	(1.632)
<b>Resultados antes de IRAE</b>	<b>(10.259)</b>	<b>(3.262)</b>	<b>(1.850)</b>
IRAE	791	834	(123)
<b>Resultado del periodo</b>	<b>(9.468)</b>	<b>(2.428)</b>	<b>(1.973)</b>
Reserva por revaluación de tierras	1.518	2.225	4.605
Otros resultados integrales	(379)	(556)	-
<b>Resultado integral del periodo</b>	<b>(8.330)</b>	<b>(759)</b>	<b>2.632</b>

Fuente: EE.CC Fideicomiso

El Fideicomiso sigue transitando por su etapa inicial caracterizada por las inversiones en tierra y plantaciones, en consecuencia aún no ha empezado a generar ingresos relevantes a la espera de la maduración de las plantaciones. El ingreso relativamente importante que figura en el periodo se explica por una venta de monte en pie. La fuerte pérdida registrada en el último ejercicio se explica fundamentalmente por el ajuste en el valor de los activos biológicos.

El estado de las inversiones y la comercialización de bienes y servicios se analiza con mayor profundidad en otra sección de este informe.

#### 4. Riesgos considerados:

**Riesgo administración**, considerando la idoneidad para cumplir con la función de TMF Uruguay AFISA, ya demostrada, y Cambium. Con respecto a este último, 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 una segunda operación desarrollada 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

Con el producido de la emisión, se está invirtiendo en la compra de inmuebles rurales y la implantación de montes para el desarrollo de la actividad silvícola, en las condiciones previstas en el Contrato.

### a) Proyección del Flujo de Fondos del Prospecto

Las proyecciones financieras en el Prospecto de Emisión se presentaron por un período igual a la duración del negocio, o sea 26 años.

El plan de inversiones se ha modificado levemente al adquirirse bosques ya implantados o importantes áreas de rebrotes lo que permite adelantar flujos de caja y reducir costos de implantación. Los costos unitarios estimados para las inversiones se han mantenido dentro de lo presupuestado, aunque algunos de esos costos están siendo mayores que lo estimado en el prospecto de emisión (compra de los predios forestados).

Los supuestos utilizados en las proyecciones, los cuáles CARE consideró razonables, son:

- Distribución temporal de las tierras compradas.
- Monto asignado a la inversión inicial.
- La asignación de ingresos por venta de madera y bosques, venta de los campos, y pastoreo.
- Las proyecciones de precios y de productividad.
- Los costos operativos surgen de estimaciones que se consideran adecuadas.
- El punto clave, los supuestos utilizados para la estimación del incremento real en el valor de la madera así como el valor de los campos, están fundamentados en un razonable análisis de la literatura económica.
  - o Para la madera se estimó un aumento real del 0,5% anual. Suponiendo una inflación en EEUU de un 2%, el incremento nominal anual sería del 2,5 %<sup>2</sup>.
  - o Para la tierra se supuso un incremento real anual del 3% por lo que el incremento nominal sería del 5%.
- Las proyecciones no consideraron ninguna obra de infraestructura de transporte en los próximos 26 años, lo que implica un supuesto por demás conservador debido a que la disminución en el costo del transporte incrementaría de forma importante el retorno de la inversión.

Sobre la base de estos supuestos, en el prospecto se estimó una tasa interna de retorno para el inversor del 8,8% y un VAN descontando los flujos al 8% de USD 8,6 millones.

### b) Replanteo del Flujo de Fondos y sensibilizaciones

En el flujo de fondos presentado en el modelo de negocios, los supuestos fundamentales para la obtención de la TIR son en general compartidos (precio de la madera, tasas de crecimiento de los bosques y evolución de los precios de la tierra y de la madera). No obstante lo anterior, podría suponerse una situación un poco más desfavorable para las esperadas evoluciones del precio de la tierra y de la madera. Estas variables son claves en la generación de la rentabilidad final por su importancia en la facturación global.

<sup>2</sup>. Si bien la tasa de inflación en EEUU hoy aún supera a la considerada de largo plazo en las proyecciones, se espera que en corto plazo vuelva a sus niveles históricos.

En relación a los precios de la madera, las proyecciones para la próxima década de casi todas las instituciones coinciden en que la evolución sería algo menor que el promedio utilizado por el estructurador en el modelo, que lo situó en 2,5% nominal (véase Sección V). En relación al precio de la tierra, si bien el 5% está por debajo del comportamiento histórico, podría verificarse un incremento menor, habida cuenta que los valores ya se han ajustado al alza entre 2004 y 2014, y las expectativas de precio de las commodities para el largo plazo. Para CARE un valor razonable para realizar proyecciones sobre el precio de la tierra debería contemplar a la inflación americana de largo plazo (1,5 a 2%)<sup>3</sup> 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 podría ubicarse, a los efectos de realizar proyecciones, entre un 3 y un 4%.

Por estas consideraciones, CARE realizó un análisis de sensibilidad suponiendo tasas menores de crecimiento tanto para la madera como para la tierra:

### Cuadro 8 Sensibilidad de la TIR a diferentes tasas de evolución del precio de los productos e incrementos en el valor de la tierra

Variación de los precios de la madera	% de aumento del precio de la tierra			
	5,0%	4,0%	2,0%	0,0%
2,5%	8,6%	8,3%	7,7%	7,2%
2,0%	8,0%	<b>7,6%</b>	<b>7,0%</b>	6,4%
1,0%	6,7%	6,3%	5,5%	4,7%
0,0%	5,5%	5,0%	3,9%	2,8%

Fuente: CARE en base a datos del estructurador

Como puede observarse, el proyecto muestra tasas positivas aún en el caso de que en los 26 años no se verifiquen aumentos de precios nominales ni en la tierra ni en la madera, una situación de probabilidad prácticamente nula. Por otra parte si se mantienen los precios en moneda constante o sea evolucionan de acuerdo a la inflación considerada de EEUU (2%), la tasa interna de retorno esperada se ubicaría en el 7%. El valor para el escenario que considera los criterios de CARE para realizar proyecciones determinaría una TIR entre 7,0 y 7,6%.

### c) Actualización del Flujo Financiero

Con información real al 31 de diciembre de 2023<sup>4</sup>, se dispone de una actualización del flujo financiero aportada por el Fiduciario. Este nuevo flujo, tiene ciertas limitantes ya que no considera los montes que se plantarán, y valora esas superficies como tierra desnuda, lo que sin dudas afecta negativamente la TIR calculada.

Ese flujo financiero estima una TIR del 6,2%, valor que a pesar de las restricciones de su cálculo, compara razonablemente con el costo de oportunidad.

### d) Costo del 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.

<sup>3</sup>. La inflación actualmente aún está levemente por encima de esos valores, pero tendiendo a sus niveles históricos.

<sup>4</sup>. Esto implica que no se ha tenido en cuenta el resultado del balance de 2024.

Para estimar el costo de oportunidad del capital, CARE utiliza el modelo de valoración CAPM (Capital Asset Pricing Model)<sup>5</sup>, que relaciona la tasa libre de riesgo, la prima de riesgo del mercado y la prima de riesgo asignado al sistema de producción específico, en este caso la producción forestal. Para evitar variaciones bruscas en la tasa, y tener una visión de mediano plazo, se consideraron valores promedios de los últimos 5 años en todas las variables.

Para considerar el riesgo sistémico se utiliza el "beta"<sup>6</sup> promedio de empresas de producción forestal en mercados emergentes, el cual se ubica en 1,13, 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 (2,78%), para el riesgo país (índice UBI) se consideraron 110 puntos básicos<sup>7</sup> 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 menor a la TIR esperada del inversor para el escenario que considera los criterios de la calificadora para realizar proyecciones (entre 7,0 y 7,6%), lo que estaría indicando que el proyecto sería atractivo, según esta metodología. También el costo de oportunidad considerado es menor a la TIR que surge de la nueva actualización del flujo, que no considera las plantaciones que se realicen a partir de 2024.

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 Uruguay<sup>8</sup>. En la actualidad la curva en dólares (CUD) a 10 años está en 5,24%.

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

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

### **e) Riesgo de manejo 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.

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

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

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

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



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 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 del riesgo climático, el más importante sería un evento extremo de sequía, que podría afectar no solamente los montes muy jóvenes, sino también en algunos casos los montes de mayor desarrollo. Estos riesgos son difíciles de prevenir y de estimar su impacto, pero podemos asumir por el momento que están comprendidos dentro de los análisis de sensibilidad. 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.

## f) Tasación de la Tierra y los Montes Forestales

A diciembre de 2024 se presentó una nueva tasación de la tierra y los montes del Fideicomiso, realizada por la misma empresa consultora forestal que la de los dos años anteriores (Indufor). Los resultados se presentan en el siguiente cuadro.

**Cuadro 9. Valores de Tasación a Diciembre de cada año en dólares.**

	Plantaciones	Tierra	Total	Tasador
2022	3.050.000	27.000.000	30.050.000	Indufor
2023	8.530.945	46.781.324	55.312.269	Indufor
2024	6.474.301	52.611.519	59.085.820	Indufor

Fuente: Tasaciones

Nota: en 2022 había 13 establecimientos, en 2023 se tasaron 33, y en 2024 fueron 40.

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 6,47 millones de dólares. En esta oportunidad, el valor de los montes tuvo una reducción de un 24% respecto de la tasación realizada en 2023.

Esta reducción en el valor de las plantaciones es muy significativa, especialmente si se tiene en cuenta que en esta oportunidad la empresa tasadora tasó a todos los montes, independientemente de su edad, mientras que en 2023 se habían tasado solamente los montes de más de dos años. Es así que en 2023 se tasaron 2.632 has con un valor de 8,5 millones de dólares, mientras que en 2024 se tasaron 8.342 has y el valor resultante fue de 6,5 millones de dólares.

El descuento de flujos futuros de ingresos netos a una tasa del 7,5%, a un monte de 1 o 2 años que a su vez debe pagar una renta, determina que su valor presente sea extremadamente bajo (o negativo), muy por debajo del costo que se incurrió para su plantación. Dado que la mayor parte de los montes de este Fideicomiso es de corta edad, resulta que de acuerdo a la tasación, cada hectárea plantada, independientemente de su edad, tendría un valor de USD 774 (6,5MM/8.342 has), aproximadamente la mitad del costo de plantación de un hectárea de monte. CARE entiende que la metodología utilizada no parece representar, en este caso, correctamente la realidad de los valores de las plantaciones.

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 52,61 millones, lo que resulta en un valor promedio de USD 3.591/ha.

La variación de los valores de la tasación de diciembre de 2024 respecto de la del año anterior se explica según la empresa tasadora por los siguientes conceptos:

- En la tasación del año pasado se incluyó un flujo de efectivo negativo previsto para 2024. Al eliminar ese año, se supone que esos costos ya se han incurrido y ya no son necesarios, lo que tiene un impacto positivo en el valor de este año.
- Ha habido un aumento general de la mayoría de los costos.
- Ha habido un cambio en la superficie de los montes.
- Los costos relacionados con la superficie y los aumentos de los arrendamientos teóricos (que provocan una disminución del valor) también son en gran medida el resultado de la modelización sobre una base perpetua, de modo que los costos relacionados con la superficie y los arrendamientos teóricos de la tierra se aplican a las futuras superficies de cultivo.

- Los valores de la tierra han aumentado, lo que también ha contribuido al aumento del cargo nocional por alquiler de la tierra.

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

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

## V. EL ENTORNO

El análisis de entorno refiere a la evaluación de factores futuros que pueden afectar la generación de los flujos propuestos, pero que derivan de circunstancias ajenas a la empresa y refieren al marco general. Tienen que ver con la evolución esperada de los mercados interno o internacional de insumos y productos, así como con el análisis de políticas públicas capaces de incidir directamente en el cumplimiento de los objetivos planteados. Por políticas públicas se entiende no solo las domésticas sino las de los países con los que existe comercio.

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 70% 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. Como ya se comentó, el área destinada a madera de calidad (aserrío), es menor, será aproximadamente el 8% de la superficie una vez que se complete la forestación.

La Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura (FAO), en su informe "Perspectivas del sector forestal mundial 2050"<sup>9</sup> 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.

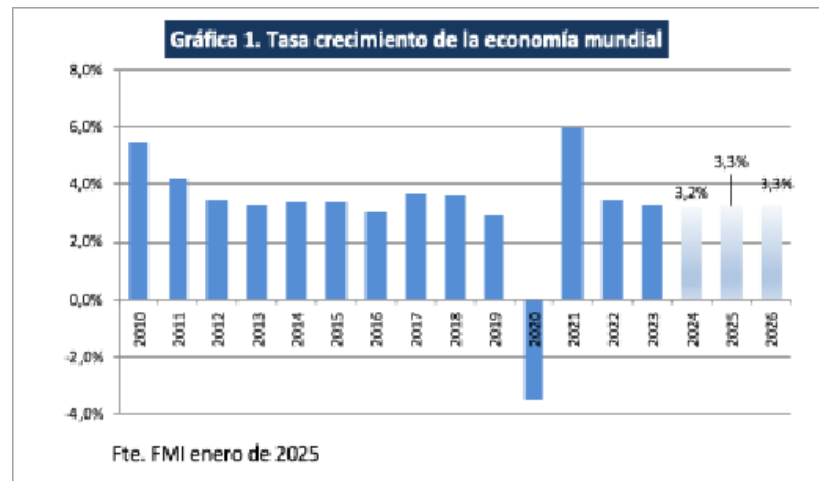
Para el largo plazo no existen elementos para suponer cambios en las tendencias planteadas en el prospecto de emisión, aunque no habría que descartar puntualmente coyunturas desfavorables como las comentadas.

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.

<sup>9</sup>. 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

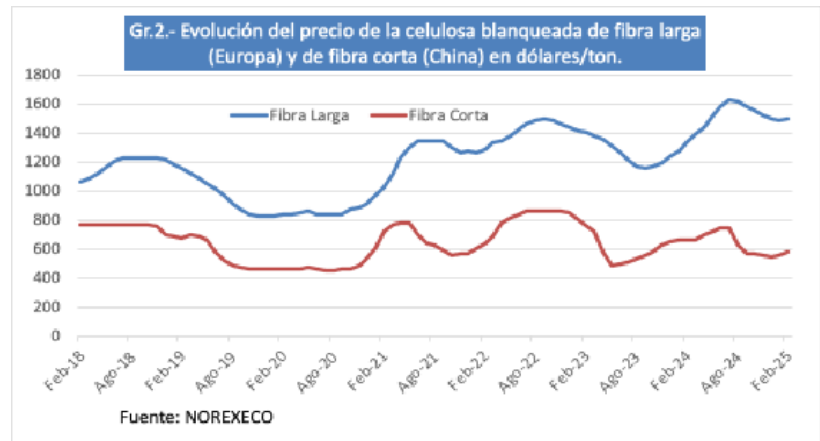
En los últimos años, los precios internacionales de los productos forestales han mostrado una muy alta volatilidad, como consecuencia de la ocurrencia de una serie de factores que han afectado la demanda: la pandemia, los conflictos bélicos, el magro crecimiento de la economía mundial, acumulación de 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 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 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 NBSK<sup>10</sup> (principal cotización internacional, correspondiente a pulpa de coníferas de fibra larga en Europa), y de la BHKP<sup>11</sup> (pulpa de fibra corta en China). Puede observarse el comportamiento comentado en el párrafo anterior.

<sup>10</sup> Northern Bleached Softwood Kraft Pulp. Pulpa de celulosa blanqueada de fibra larga

<sup>11</sup> 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 implícito<sup>12</sup> 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.

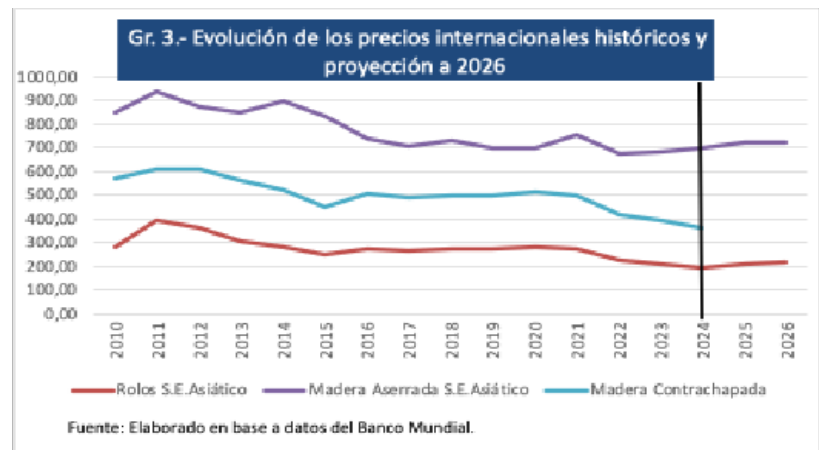
A partir del segundo semestre de 2022, se genera una importante caída en la demanda externa de rolos de eucalipto para aserrío que comienza a recuperarse lentamente recién en el segundo trimestre de 2023. A partir de 2024, las exportaciones tanto en valor como en volumen, vuelven a recuperarse a partir 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

<sup>12</sup> Valor FOB de exportación/toneladas exportadas

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 plazo<sup>13</sup>. 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.

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



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

<b>Cuadro 10. Exportación de productos forestales seleccionados(en millones de dólares FOB)</b>							
	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>Variación</b>
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%
<b>Total</b>	<b>1.921</b>	<b>1.477</b>	<b>2.167</b>	<b>2.412</b>	<b>2.503</b>	<b>3.009</b>	<b>20%</b>

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.

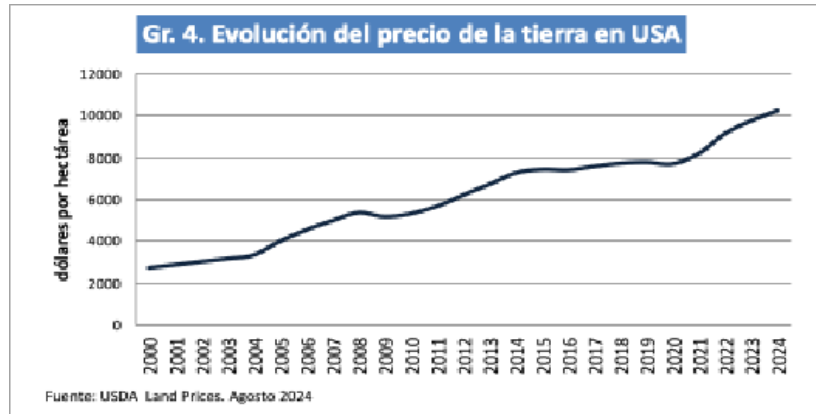
En este caso se actualiza el comportamiento de los precios en diferentes países considerados de importancia, en el entendido de que sus tendencias podrían generar información respecto de lo que podría ocurrir en nuestro país.

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.

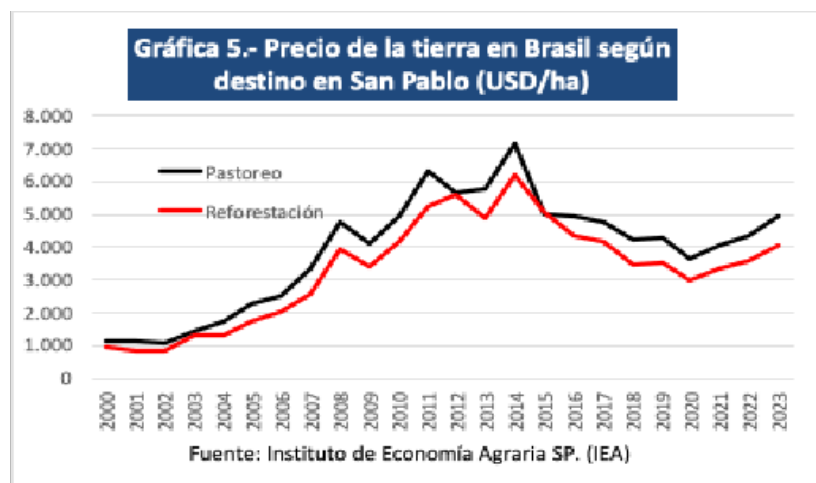
Durante el período 2000-2024, el incremento acumulativo anual del precio de la tierra en EEUU en dólares corrientes fue de un 5,75% anual, valor superior al de la inflación de la moneda norteamericana (2,54%), lo que determina un incremento real anual del 3,14% en los últimos 24 años.

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 Cámara<sup>14</sup>, 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.

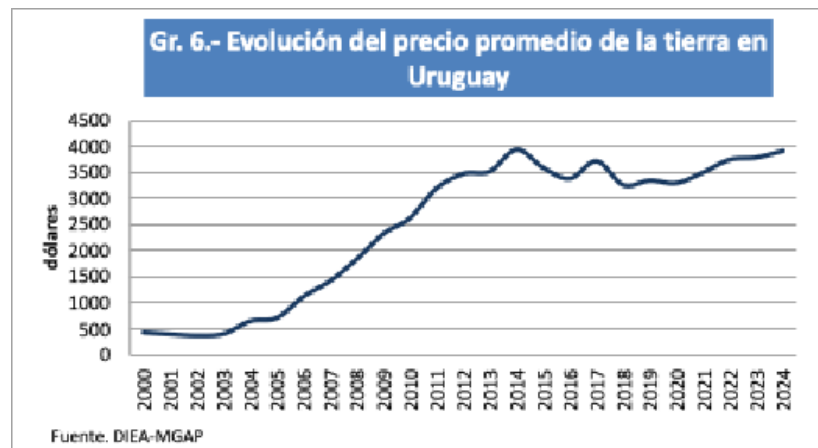
En el caso de Uruguay, la información reportada por DIEA-MGAP para el promedio de las transacciones de tierras muestra que se verificó una muy fuerte valorización de los campos a partir de 2004 y hasta el 2014. A partir de 2015 comenzó un ajuste a la baja pero con un comportamiento un tanto errático, 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%<sup>15</sup>. 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%).

<sup>14</sup>. El "Índice de actividad del mercado inmobiliario rural" (InCAIR) es un índice mensual que refleja la "actividad" del mercado. Se toma como base de referencia máxima 100 puntos, correspondientes al pico de máxima actividad histórica. No refleja precios/valores, solo actividad de mercado. Se comenzó a medir a partir del mes de noviembre del 2013.

<sup>15</sup>. Primer semestre compraventas año 2024, DIEA-MGAP. 15 de octubre de 2024.



Existen otras fuentes de información realizadas por consultoras y operadores del mercado<sup>16</sup>, que utilizando diferentes criterios de tasación estiman valores de campos de características similares y teniendo en cuenta los diferentes destinos productivos. Las metodologías más utilizadas son: la comparación de ventas reales de campos similares y la valuación según las rentas esperadas. En general el valor de mercado surge de la integración de ambas metodologías. Del estudio de varias tasaciones de campos a las cuales CARE tuvo acceso, los resultados obtenidos están alineados con la información suministrada por DIEA.

Existe una proporcionalidad comprobada<sup>17</sup> entre el índice de CONEAT y el precio con valores de campo con CONEAT por encima de 100, pero cuando los índices están por debajo de 100, los precios también caen pero no exactamente en la misma proporción que cuando están por encima de 100. Esto básicamente se explica porque muchos de los campos por debajo de 100 son demandados para producciones diferentes a la carne y a la lana (arroz 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 (28%) por lo tanto lo que finalmente ocurra con la evolución de su precio tendrá una incidencia sustancial con el retorno final de la inversión. El modelo financiero supuso una valorización acumulativa anual de un 5% (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 2024) la variación anual en períodos de 20, en donde se observa lo siguiente:

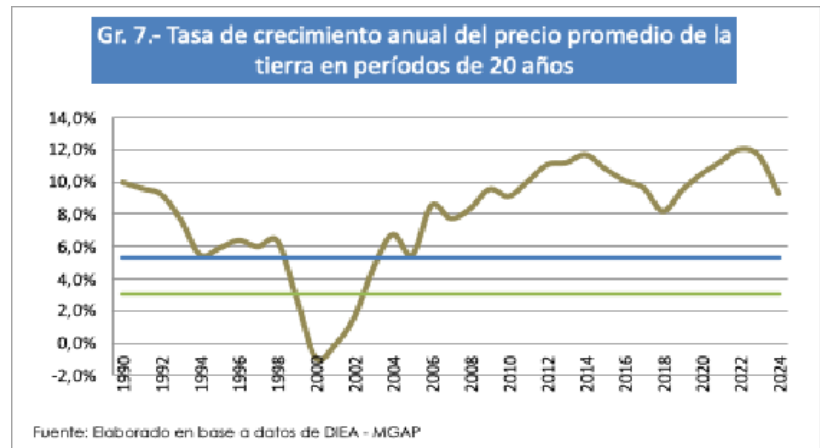
- En promedio, la evolución anual del precio de la tierra en períodos móviles de 20 años fue de 7,9%.
- La tasa anual de crecimiento solamente fue menor al 5% para el caso de los campos que se vendieran entre 1999 y 2003, y si se hubieran comprado entre 1979 y 1983.
- Para el resto del período, el crecimiento anual del precio de la tierra supera el 5%. Tasas menores al 5% seguramente volverán a verificarse para los campos que se adquirieron en el pico de precios (aproximadamente entre 2011 y 2017), ya que el período posterior incluye un largo período de estabilidad incluyendo caídas de precios.

<sup>16</sup>. SERAGRO, Agroclaro, Consur y operadores privados

<sup>17</sup>. B. Lanfranco y G. Sapriza (Serie Técnica N° 187 de INIA, "El índice CONEAT como medida de productividad y valor de la tierra" 2011)

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 que prácticamente en ningún período estaría por debajo del valor considerado en el prospecto.

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 Unidos<sup>18</sup>, 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.

## 5.2 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. Esta ley podría haber tenido algún efecto sobre este emprendimiento, ya que se encontraba en plena etapa de inversión en tierras.

<sup>18</sup> La inflación en EEUU aún está levemente por encima de su nivel histórico, aunque se espera que en breve vuelva su nivel.

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

Estas últimas modificaciones, así como las regulaciones generales para el sector, habrían generando cierto impacto negativo para este fideicomiso ya que aún no ha terminado el proceso de compra de tierra y gestionando los permisos para plantar.

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 o con avances importantes.

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

## VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

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

*En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos - tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación BBB-uy<sup>19</sup> de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.*

Comité de Calificación



Ing. Julio Freve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrián Tamber

<sup>19</sup>. **BBB-uy.** Se trata de instrumentos que presentan un riesgo medio bajo para la inversión, ya que evidencian un desempeño aceptable y suficiente capacidad de pago en los términos pactados. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, y las características del entorno, dan en conjunto moderada satisfacción a los análisis practicados, sin perjuicio de alguna debilidad en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo. Podría incrementarse el riesgo del instrumento ante eventuales cambios previsibles en los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, o en la economía en su conjunto. La probabilidad de cambios desfavorables previsibles en el entorno es de baja a media baja, y compatible con la capacidad de la administradora de manejarlos aunque incrementando el riesgo algo más que en las categorías anteriores. **El signo (-) indica que la calificación se acerca más a la categoría inferior de acuerdo al puntaje. Grado de inversión mínimo.**