

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

*Montevideo, abril de 2025*

---

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

---

## Actualización de la Calificación Emisión de Oferta Pública 15 - abril - 2025

<b>Denominación:</b>	Fideicomiso Financiero Forestal Bosques de las Serranías.
<b>Fiduciario:</b>	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.
<b>Administrador:</b>	Maderas del Uruguay S.A.
<b>Agente de Registro y Pago:</b>	EF Asset Management. Administradora de Fondos de Inversión S.A.
<b>Entidad Representante:</b>	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay SA (BEVSA).
<b>Títulos emitidos:</b>	Certificados de Participación
<b>Moneda:</b>	Dólares americanos
<b>Importe de la emisión:</b>	USD 67.000.000.
<b>Fecha de Emisión:</b>	29 de mayo de 2020.
<b>Distribuciones:</b>	Toda vez que existan Fondos Netos Distribuibles, o a la venta de activos o por la distribución final de Fondos Netos Remanentes
<b>Activos del Fideicomiso:</b>	Inmuebles rurales y bosques forestales para el desarrollo de la actividad silvícola.
<b>Plazo:</b>	22 años desde la emisión, con posibilidad de prórroga de hasta 8 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 otorgada puede estar sujeta a modificación en cualquier momento según se deriva de la metodología de trabajo de CARE

## Resumen General

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

El proyecto consiste básicamente en la creación de un patrimonio forestal ubicado en el sureste del país, mediante la compra de unas 11.000 has de tierras para forestar aproximadamente un 58% y 6.000 has efectivas de tierras para forestar bajo contratos de arrendamientos. La especie elegida principalmente es Eucaliptus Smithii que se manejará para la producción de madera (astillas y rolos) destinada a producir pulpa de celulosa.

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 señalara 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 los arrendamientos y de las plantaciones, el prendimiento de las mismas y el Incremento Medio Anual (IMA). Asimismo se consideran porcentajes mínimos de avance del proyecto, para condicionar la nota a través de esta evaluación, los que se vienen cumpliendo a satisfacción.
- De modo especial se evalúa la capacidad de gestión de la empresa Administradora del proyecto Maderas del Uruguay S.A. (Madelur), y sus dos socias Comercializadora Grupo Forestal S.A. y Foresur G.I.E. Las empresas poseen una sólida reputación nacional e internacional en este sentido, con clientes de primera línea, y se someten a diversos controles de gestión.
- 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. CARE a su vez en la calificación original realizó diversas sensibilizaciones adicionales consistentes con lo anterior que se resumen en la Sección IV. En esta oportunidad se actualiza el costo de oportunidad del capital, manteniéndose las perspectivas satisfactorias.
- Se destaca la alineación de incentivos entre el fideicomiso y el operador ya que este último reforzó su compromiso con el proyecto comprometiendo la adquisición de certificados de participación, por USD 5,36 millones, un 8% de la emisión total. Por el momento viene cumpliendo con el compromiso de integración en las capital calls realizadas.

- El Fideicomiso ha concretado la compra de 10 establecimientos por una superficie total de 10.852 hectáreas, un 98,6% del área total objetivo del prospecto (11.000 ha), retirándose de la búsqueda de campos para comprar. En el primer semestre del 2024 se culminó con la plantación de montes en esos campos, lográndose superar levemente la meta de 6.380 hectáreas de bosques en los predios propiedad del fideicomiso. El precio promedio pagado por las superficies adquiridas estuvo en línea con el precio proyectado en el prospecto.
- En cuanto a los arrendamientos de tierras para forestar, se han firmado 28 contratos con productores por 4.779 has efectivas. Existen también 4 cartas intención por 277 hectáreas adicionales, que de concretarse se alcanzaría una superficie total de 5.056 ha efectivas bajo contratos firmados, el 84,3% de la meta establecida en el prospecto. El precio promedio ponderado de dichos arrendamientos ha estado por encima de lo establecido en el prospecto (+33,7%) y con respecto a la distancia promedio se mantiene según lo esperado. Se sigue trabajando en la búsqueda de nuevos negocios, ya que resulta relevante el cumplimiento con las áreas proyectadas para sostener la rentabilidad.
- En 2024 se plantaron un total de 2.083 hectáreas de montes. Unas 112 hectáreas se plantaron en los campos del fideicomiso y de esa forma se completó el área a forestar; el resto de las plantaciones se realizaron en más de 10 campos arrendados.
- El comité de vigilancia informó que el operador viene cumpliendo hasta el momento con todos los estándares mínimos de desempeño: compra de campos, arrendamientos, presentación de proyectos a la DGF y DINACEA, áreas plantadas y niveles de prendimiento.
- Se presenta a diciembre de 2024 la tasación anual de los campos y de los montes del Fideicomiso. En esta oportunidad se realiza la primer estimación por parte de los tasadores de los valores de los bosques, ya que en la anterior tasación solamente se había tasado la tierra. Como la totalidad de los montes tienen menos de 5 años, el criterio del tasador los tasa considerando los costos incurridos para su implantación y los primeros años de desarrollo. El valor total estimado de la tasación fue de 52,7 millones de dólares, resultado de 38,7 millones por tierra y mejoras y 14,0 millones por concepto de bosques forestales.
- Se estima que el crecimiento del consumo de productos madereros será mayor al aumento de la población mundial, impulsado por el aumento de los ingresos en las regiones emergentes del mundo. La mayor demanda deberá ser atendida aumentando la productividad a través de la gestión forestal sostenible en los bosques. No obstante, esa tendencia esperada de largo plazo puede verse afectada por coyunturas desfavorables que tengan efectos depresivos sobre la demanda y en consecuencia sobre los precios. Los efectos derivados de la pandemia, las consecuencias del conflicto entre Rusia y Ucrania, el enfriamiento de la economía global y de China en particular, contribuyen a generar un alta volatilidad en el comercio internacional y en los precios de la madera y los productos forestales. Por otra parte, no se puede descartar un incremento de la volatilidad de los precios y el comercio como consecuencia de un recrudescimiento de las políticas proteccionistas.

- En este contexto, los precios internacionales de la celulosa, principal producto forestal exportado por Uruguay y destino central de los productos de este fideicomiso han mostrado un comportamiento muy variable en los últimos años. Los precios internacionales 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.
- 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 ha debido enfrentar algunas trabas y dificultades para el acceso a los permisos forestales ya sean de la DGF o de la DINACEA; principalmente en los campos arrendados.

## I. INTRODUCCIÓN

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

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

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 siguientes no se vinculan estrictamente con la obtención de estas cifras. 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 Martínez, Julio Preve y Adrián Tamber. Asimismo, en oportunidad de la calificación original, CARE contrató los servicios del Dr. Leandro Rama para realizar el análisis de 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

El Fideicomiso Financiero Forestal Bosques de las Serranías tiene como objetivo proveer a los inversores retornos a largo plazo logrados esencialmente a través de la ejecución de un proyecto forestal basado en principios de sustentabilidad económica, social y ambiental.

El Fideicomiso se mantendrá vigente por un plazo de 22 años contados a partir de la primer fecha de integración, sin perjuicio de lo anterior dicho plazo podrá extenderse por hasta un máximo de 8 años, para lo cual será necesario contar con la previa aprobación de una mayoría especial de titulares

### a) *Las principales características del proyecto son:*

- Estructuración de una opción de inversión a largo plazo para el desarrollo de una masa forestal sostenible, mediante la adquisición de inmuebles rurales y arrendamientos; y la comercialización de madera para pulpa de celulosa (astillas o rolos) principalmente en el exterior.
- Administración a cargo de Maderas del Uruguay S.A. (MADELUR), integrada por Comercializadora Grupo Forestal S.A. y Foresur G.I.E., empresas con probada habilidad en la administración de patrimonios forestales, comercialización y exportación de madera (rolos y astillas).
- La inversión es destinada a la creación de un patrimonio forestal, mediante la compra de aproximadamente unas 11.000 ha de tierras (finalmente se adquirieron 10.852 has) y 6.000 ha efectivas de tierras para forestar bajo contratos de arrendamientos (etapa aún no culminada). La ubicación del proyecto es en la zona sureste, básicamente en los departamentos de Lavalleja y Florida.
- Se foresta con las especies: E.Smithii (principalmente) y E.Dunnii. Se realizarán dos turnos de cosecha, manejadas para la producción de madera pulpable para la industria de la celulosa, con destino a la comercialización en el mercado uruguayo e internacional. Ya se ha forestado en los campos propios unas 6.400 hectáreas (59% del total), lo que sumado a las áreas en proceso de arrendamiento y plantación, implicará que la superficie total de bosques a explotar sea de aproximadamente 12.000 hectáreas.
- El E.Smithii se planta en el 90% de la superficie de los campos propios y en el 100% de los arrendados. Esta especie viene a sustituir el E.Globulus en el sur del país, ya que este último viene mostrando problemas sanitarios. El E.Smithii tiene buen rendimiento pulpable, buena adaptación a los suelos y al clima del sur del país, un buen Incremento Medio Anual (IMA) y una buena demanda comercial. Las empresas vinculadas al Administrador ya lo vienen plantando y a su criterio estarían probadas sus ventajas.
- Las inversiones del proyecto están constituidas fundamentalmente por la compra de tierras y la implantación de los bosques (74% del monto invertido).



- Al cierre del proyecto el ingreso total estimado por ventas a valores actuales descontados a un 5%<sup>2</sup> durante 20 años, corresponderá en un 86% a la venta de madera, un 13% a la venta de la tierra al final del proyecto, y 1% a ingresos por pastoreo.
- El 29 de mayo de 2020 se suscribieron Certificados de Participación del Fideicomiso por un valor nominal de USD 67.000.000 (sesenta y siete millones de dólares estadounidenses), el operador se comprometió a ir adquiriendo el 8% de la emisión USD 5.360.000 (cinco millones trescientos sesenta mil dólares estadounidenses).
- Se ha concretado la compra de 10 establecimientos por una superficie total de 10.852 hectáreas, un 98,6% del área total objetivo del prospecto (11.000 ha); ya se ha dado por terminada la búsqueda de campos para comprar. El precio promedio de adquisición de los campos del fideicomiso se ubicó en 2.882.

**CUADRO 1. Campos propiedad del Fideicomiso**

	Hás totales	Has plantadas	Porcentaje forestable	Distancia a Montevideo
Diez establecimientos	10.851	6.495	60%	196
Prospecto	11.000	6.380	58%	200
Desvío	-1,4%	1,8%	3,2%	-2,0%

Fuente: En base a operador y comité de vigilancia

- El área efectiva real de bosques en los predios adquiridos sería finalmente de unas 6.495 hectáreas, superando levemente lo establecido en el prospecto.
- Los establecimientos adquiridos están ubicados a una distancia promedio de 196 Km de Montevideo, por lo que todos estos indicadores estarían en línea con lo proyectado.

#### **b) Cumplimiento de los estándares mínimos de desempeño.**

El contrato de fideicomiso establece ciertos estándares mínimos de desempeño que deben cumplirse como forma de evaluar la correcta marcha del proyecto, estos son:

- Dentro de los primeros 2 años, a contar desde la fecha de emisión, deberá comprarse y/o arrendarse al menos el 50% de las tierras definidas en el Plan de Negocios; y el 90% en cuatro años. Esto significa que, para junio de 2022 debería haberse comprado y/o arrendado 8.500 ha (50%); y para junio de 2024 debería haberse comprado y/o arrendado 15.300 ha (90%).
  - o Ambos compromisos cumplidos. A diciembre de 2024, entre contratos de arrendamiento firmados (4.779 ha) y compras de campos (10.852 ha) había 15.632 ha, lo que representa un 92% del objetivo del proyecto en 51 meses, superando el nivel mínimo de desempeño exigido de 15.300 ha.

<sup>2</sup>. Tasa de descuento estimada para el 2020, al realizarse la calificación original.

- Sobre las superficies compradas y/o arrendadas, se deberá haber plantado un 80% de las áreas forestables como mínimo, cuando hayan transcurrido un plazo de 12 meses desde la entrega de los campos. Cuando se requiera aprobación de DINAMA o Intendencias Departamentales, el plazo no correrá hasta la aprobación de dichos organismos, siempre que el Administrador haya presentado el proyecto antes de los 6 meses de la recepción del mismo.
  - o Cumplido, todos los campos adquiridos (comprados y en arrendamiento), cuentan con las autorizaciones ambientales necesarias.
- Deberá lograrse un prendimiento promedio mínimo de 70% al cuarto mes luego de terminada la plantación. A los 8 y 12 meses de terminada la plantación se seguirán realizando monitoreos (en menor intensidad) mediante instalación de parcelas permanentes para determinar la evolución de prendimiento.
  - o Hasta el momento, todas las auditorías realizadas han dado porcentajes de prendimiento superiores al mínimo exigido. En casos puntuales que hubiera falta de plantas, en algunas áreas, se han realizado replantaciones.
- Cumplimiento del presupuesto. Se evalúa al final del año.
- El Incremento Medio Anual (IMA) deberá ser superior al 75% del establecido en la curva de menor crecimiento del modelo. Se evalúa a partir del 5to año de edad.
- Obtener y mantener la certificación forestal bajo estándares internacionales tales como FSC (Forest Stewardship Council): Se prevé implementar la certificación a partir de los 5 años de edad de los bosques.
- Como puede observarse por el momento se vienen cumpliendo a satisfacción los estándares mínimos de desempeño.

### **o Hechos salientes del período**

- Al 31 de diciembre de 2024 se han firmado un total de 28 contratos de arrendamiento forestal con productores por 4.779 has efectivas, y existen cuatro cartas de intención firmadas por unas 277 ha efectivas adicionales, que de concretarse se alcanzaría una superficie total de 5.056 ha efectivas bajo contratos firmados, el 84,3% de la meta establecida en el prospecto.
- El precio acordado por los arrendamientos (contratos firmados) viene siendo un 33,1% superior a lo originalmente estimado en el Prospecto, mientras que la distancia promedio de los establecimientos viene siendo un 4,5% menos a lo establecido en el prospecto. El incremento en los valores ofrecidos para arrendar, acordado en su momento con el comité de vigilancia y los inversores, ha contribuido a acelerar la concreción de nuevos acuerdos. Se sigue trabajando en la búsqueda de nuevos negocios, hay 5 negociaciones en proceso que involucran unas 851 has adicionales.

### CUADRO 2. Contratos y superficies arrendadas a junio de 2024

Concepto	Hás	N. Productores
<b>Contratos Firmados</b>	<b>4.779</b>	<b>28</b>
Carta de intención firmadas	277	4
Negociaciones en proceso	851	5
<b>PROSPECTO</b>	<b>6.000</b>	
Desvío sobre contratos firmados	-20,4%	
Desvío si se confirman cartas intención	- 15,7%	

Fuente: el Operador

- En las plantaciones realizadas en 2021 y 2022 no se están realizando actividades silvícolas, las que no están previstas hasta el primer turno de cosecha. El operador y el comité de vigilancia informan que en general se observa un desarrollo de crecimiento acorde a lo esperado y que las zonas que fueron afectadas por la sequía extrema 2022/2023 muestran una buena recuperación de los árboles, con pérdidas poco significativas para la generalidad de las plantaciones. Todas estas plantaciones cuentan con ganado, sin observar daños aparentes y generando un buen control del tapiz natural.
- En el primer semestre de 2024 se plantaron 483,5 hectáreas de montes, de las cuales 112 fueron en uno de los predios del fideicomiso y el resto en un predio arrendado. En el segundo semestre se sembraron 1.600 há efectivas totales en 9 campos arrendados. En el primer semestre de 2024 se culminó con la etapa de plantación en los predios propios del Fideicomiso, resta ahora completar la superficie proyectada en los predios arrendados.
- En este tercer trimestre de 2024, se realizó la auditoría de prendimiento a los 4 meses de la plantación de otoño 2024, arrojando un promedio de 84,2%.
- En el cuarto trimestre de 2024 se realizó la auditoría de prendimiento a los 12 meses de la plantación de primavera 2023, que arrojó un promedio de 80,1%. El porcentaje de prendimiento en las plantaciones realizadas sobre campo natural fue de 82%, mientras que el de las reforestaciones fue del 70% promedio.
- Al finalizar el año 2024, el Fideicomiso tiene plantadas entre las tierras arrendadas y las propias una superficie total en el entorno de las 9.900 hectáreas, incluyendo las plantaciones de la primavera 2024.
- En julio de 2024 se realizó la décima emisión de CPs por USD 2,5 millones y el 23/01/2025 se realizó la undécima, en este caso por USD 2 millones alcanzando un total acumulado de USD 52.71 millones. A la fecha de redactar este informe queda un saldo potencial a emitir de USD 14.29 millones.

- A diciembre de 2024 se presenta la tasación anual de los campos y de los montes del Fideicomiso. En esta oportunidad el tasador también valuó los montes forestales que no habían sido considerados en la tasación anterior. Como la totalidad de los montes tienen menos de 5 años, se tasan considerando los costos incurridos para su implantación y los primeros años de desarrollo. El valor total estimado de la tasación fue de 52,7 millones de dólares, resultado de 38,7 millones por la tierra y mejoras y 14,0 millones por concepto de bosques forestales. Para el caso de la tierra la tasación estimó un aumento del 7,5% con respecto al año anterior.

### 3. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- Estados Contables del Fiduciario al 31/12/2024.
- Estados Contables del Fideicomiso al 31/12/2024.
- Estados Contables de Maderas del Uruguay SA, al 31 de diciembre de 2023 con informe de auditoría.
- Informes trimestrales del operador el último diciembre de 2024.
- Informes trimestrales del comité de vigilancia, el último a diciembre 2024.
- Información del Sector Forestal.
- Informes de calificación de otros fideicomisos análogos.
- Informe de tasaciones a diciembre 2024. Agroclaro SRL.

<sup>2</sup> En esta oportunidad se contrató a una nueva tasadora (INDUFOR), que no considera los ingresos por pastoreo.

## II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

Se ofrecieron en oferta pública certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero Forestal Bosques de las Serranías, creado por contrato correspondiente de fideicomiso financiero. Este contrato, los certificados y los demás contratos citados se analizan en la presente sección.

### 1. Descripción general

**Denominación:** Fideicomiso Financiero Forestal Bosques de las Serranías

**Fiduciario:** EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.

**Administrador:** Maderas del Uruguay S.A.

**Agente de Registro y Pago:** EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.

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

**Títulos a emitir:** Certificados de participación escriturales

**Activos del Fideicomiso:** El Fiduciario invertirá tanto en la compra como arrendamiento de inmuebles rurales para el posterior desarrollo de la actividad silvícola, para que integren el patrimonio del Fideicomiso.

**Moneda:** Dólares americanos

**Importe de la Emisión:** USD 67.000.000

**Distribuciones:** Toda vez que existan Fondos Netos Distribuibles luego de cada Cierre de Ejercicio, o al procederse a la venta de los Activos del Fideicomiso o por la distribución final de Fondos Netos Remanentes (a partir del año 10).

**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, como concepto general que se cumplen las disposiciones legales y reglamentarias disciplinadas para el fideicomiso financiero, tanto en cuanto a su constitución formal y aspectos relacionados con la capacidad y legitimación de los contrayentes. En cuanto al fondo, no se advierten obstáculos jurídicos que impidan o pongan en riesgo el rendimiento esperable bajo los certificados de participación a emitirse.*

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 se analizan las contingencias jurídicas, entre otras cosas los requisitos normativos para la formación válida y eficaz del Contrato, la legitimidad de las partes, las obligaciones que asumen las partes.

Finalmente concluye

***“...En conclusión y contemplando todos los aspectos involucrados, el negocio fiduciario cuenta con un razonable grado de cobertura, no advirtiendo riesgos jurídicos relacionados con el proceso de emisión”.***

### **3. Riesgos considerados**

**Riesgo jurídico de estructura.** Comprende el análisis de la eventualidad de incumplimientos en el pago a los beneficiarios, derivado de defectos en la estructura jurídica por no cumplir con alguna norma vigente, así como eventualmente por la aplicación de sentencias judiciales derivadas de demandas de eventuales perjudicados por la creación oportunamente descrita. Visto el informe antes mencionado, 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: EF Asset Management (EFAM) en su condición de emisora y fiduciaria del fideicomiso financiero, y Maderas del Uruguay S.A (MADELUR) en su calidad de administrador y organizador:

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

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

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

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

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

#### Situación económica y financiera

El análisis de los EE.CC al 31 de diciembre de 2024 sigue mostrando una sólida situación de solvencia.

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

A continuación se exponen, en forma resumida los estados de situación y resultados al 31/12/2024 y su comparativo con ejercicios anteriores.

**Cuadro 3: Estado de Situación de EFAM (miles de \$)**

Concepto	31/12/2024	31/12/2023	31/12/2022
Activo Corriente	33.440	26.198	26.974
Activo no Corriente	290.099	248.688	245.533
<b>Total Activo</b>	<b>323.539</b>	<b>274.886</b>	<b>272.507</b>
Pasivo Corriente	45.457	38.315	43.807
Pasivo no Corriente	249.374	211.246	204.187
<b>Total Pasivo</b>	<b>294.830</b>	<b>249.561</b>	<b>247.994</b>
<b>Patrimonio</b>	<b>28.708</b>	<b>25.325</b>	<b>24.512</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>323.539</b>	<b>274.886</b>	<b>272.507</b>
<b>Razon Corriente</b>	<b>0,74</b>	<b>0,68</b>	<b>0,62</b>

Fuente: EE.CC EFAM

Los resultados al término del ejercicio 2024 muestran un crecimiento en la facturación respecto al mismo periodo del año anterior lo que se refleja en el resultado final.

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

Concepto	31/12/2024	31/12/2023	31/12/2022
Ingresos Operativos	95.753	85.442	80.546
Gastos Adm. y Vtas.	(78.523)	(71.408)	(66.556)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>17.230</b>	<b>14.033</b>	<b>13.990</b>
Resultados Financieros	(11.495)	(11.743)	(28.054)
<b>Resultados antes de impuestos</b>	<b>5.735</b>	<b>2.290</b>	<b>(14.064)</b>
IRAE	(2.352)	(1.477)	2.685
<b>Resultado del período</b>	<b>3.383</b>	<b>812</b>	<b>(11.379)</b>
Res Operativos/Ingresos	17,99%	16,42%	17,37%
Res Ejercicio/Ingresos	3,53%	0,95%	-14,13%

Fuente: EE.CC de EFAM

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

. En consecuencia, no se advierten riesgos sobre su desempeño como administrador fiduciario.

## 2. El Administrador: Maderas del Uruguay S.A (MADELUR)

En el análisis de la empresa administradora se tuvo en cuenta la información surgida de distintas fuentes: prospecto informativo; entrevistas con los principales de la firma y empresas asociadas así como con informantes calificados.

En ocasión de la calificación original se hizo una completa descripción del grupo empresarial que conforma la empresa. La estructura del grupo así como el personal clave que lo compone se mantiene en lo esencial por lo que no corresponde reiterarlo en esta instancia.

A modo de recordatorio se la describe sintéticamente:



## Estructura del grupo y antecedentes

**Maderas del Uruguay S.A. (MADELUR)**, es una sociedad comercial, creada a principios del 2003 por Comercializadora Grupo Forestal S.A. y Foresur G.I.E, con la finalidad de presentarse como una única empresa en sus negocios en el exterior. Su participación social es del 50 % cada una.

MADELUR es la que se vincula jurídicamente con el Fideicomiso asumiendo el rol de Administrador.

## Personal clave

**Alberto Rodríguez, Gerardo Barrios y Pablo Bidegain**, están identificados como el personal clave en la dirección ejecutiva.

## Empresas controladoras:

- **Foresur G.I.E.**

Su Presidente es el Esc. Gerardo Barrios y su Vicepresidente y Gerente General, el Cr. Pablo Bidegain.

- **Comercializadora Grupo Forestal S.A.**

Es su Director Ejecutivo el Ing. Agr. Alberto Rodríguez y su Director Forestal el Ing. Agr. Thomas Coubrough.

- **Chipper S.A.**

Es una planta de astillado creada en 2003 que, si bien no es formalmente parte de Madelur, es propiedad del mismo grupo empresarial.

En definitiva, el grupo empresarial cuenta con un equipo multidisciplinario compuesto por unas 70 personas en calidad de personal directo y en conjunto, la facturación anual de productos forestales (bajo la modalidad de rolos o chips) supera los USD 70 millones en promedio para los últimos 5 años.

En cuanto a su solvencia económica, según se puede apreciar en los EE.CC de la firma al 31/12/23 que cuenta con informe de auditoría independiente y que CARE tuvo a la vista, no ofrece dificultades.

De lo expuesto, surge claramente la fortaleza del grupo en todas las facetas del negocio planteado (producción y comercialización) por lo que no se advierten riesgos en este sentido.

Cabe agregar, además, que como es de estilo en este tipo de operaciones, a la idoneidad del operador se suma la idoneidad del Fiduciario, la garantía propia de la estructura del Fideicomiso desde el punto de vista de la propiedad patrimonial así como de la estructura de gobernanza que disciplina la actividad del operador previendo incluso la posibilidad de su relevo en caso de incumplimiento según se estipula en los contratos respectivos.

Por otra parte, se recuerda el compromiso asumido por el Administrador al asegurar la suscripción en firme del 8% del importe de la emisión con un tope de U\$S 5.360.000; cosa que ya ocurrió. En tal sentido, según los EE CC de la firma al cierre del ejercicio 2023, había una inversión en el Fideicomiso por USD 3.8 millones los que figuran en el Activo no Corriente.

### 3. El Fideicomiso

El objeto del fideicomiso, según contrato del 26/02/2020 es la constitución de un patrimonio de afectación autónomo, mediante la emisión de Certificados de Participación (CP's escriturales y de oferta pública), de acuerdo al artículo 25 de la Ley 17.703, las pautas establecidas en el Prospecto Informativo y en el Contrato de Fideicomiso Financiero (el Contrato).

El 29/05/2020 se realizó la suscripción de la totalidad de los Certificados de Participación por USD 67 millones, previéndose integraciones diferidas.

Como es usual en estos casos, hay dos ámbitos orgánicos de representación de los Titulares en distintos roles de participación y contralor: la Asamblea de Titulares y el Comité de Vigilancia.

Se está siguiendo un procedimiento de integración en régimen capital call, a requerimiento del Fiduciario, debiendo completarse la integración en el plazo de 5 años de realizada la suscripción, es decir, vence en mayo de 2025. El plazo del Fideicomiso se establece, en principio, por 22 años, pudiendo extenderse por hasta 8 años más.

Al cierre del año 2024 se han emitido títulos por USD 50.71 millones distribuidas en 10 emisiones; posteriormente, el 23/01/2025 se realizó la undécima emisión, en este caso por USD 2 millones alcanzando un total acumulado de USD 52.71 millones. En consecuencia, a la fecha de redactar este informe queda un saldo potencial a emitir de USD 14.29 millones.

En el cuadro siguiente, se muestran los estados de situación y resultados del Fideicomiso, en forma resumida, al 31/12/2024.

<b>Cuadro 5: 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>
Activo Corriente	1.055	1.189	2.041
Activo no Corriente	51.508	44.368	38.992
<b>Total Activo</b>	<b>52.563</b>	<b>45.557</b>	<b>41.033</b>
Pasivo Corriente	189	273	119
Pasivo no Corriente	-	-	-
<b>Total Pasivo</b>	<b>189</b>	<b>273</b>	<b>119</b>
<b>Patrimonio</b>	<b>52.374</b>	<b>45.284</b>	<b>40.915</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>52.563</b>	<b>45.557</b>	<b>41.033</b>
<b>Razon Corriente</b>	<b>5,58</b>	<b>4,36</b>	<b>17,15</b>

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Como se informa líneas arriba, la integración recibida a la fecha de cierre del ejercicio fue de USD 50.71 millones que debe compararse con el patrimonio contable a la misma fecha que era de USD 52.4 millones. Este incremento patrimonial se debe básicamente por la revaluación de los principales activos ya que el Fideicomiso no ha empezado aún su operativa principal.

En otra sección de este informe se da cuenta de las inversiones que ha realizado el Fideicomiso hasta el momento, tanto en tierras como plantaciones así como sus operaciones productivas y comerciales.

Como es de estilo, sobre fin de año se hicieron las tasaciones de activos; los activos biológicos arrojaron un incremento USD 1.8 millones, llegando a un valor contable al cierre de USD 14 ya que también se agregaron USD 2.8 millones por activación del costo de plantaciones. En el caso de la tierra, la tasación practicada determinó un ajuste por mayor valor de USD 2.24 millones, alcanzando un valor contable final de USD 32.2 millones.

En cuanto a los resultados del año 2024, se exponen en el cuadro siguiente.

<b>Cuadro 6: Estado de Resultados del Fideicomiso (miles USD)</b>			
<b>Concepto</b>	<b>31/12/2024</b>	<b>31/12/2023</b>	<b>31/12/2022</b>
Ingresos operativos	154	177	87
Valuación activos biológicos	1847		
Gastos de Administración	(2.106)	(1.640)	(1.090)
Otros ingresos y egresos	3	1	17
Resultados financieros	(53)	13	39
<b>Resultados antes IRAE</b>	<b>(155)</b>	<b>(1.449)</b>	<b>(946)</b>
IRAE	-	-	-
<b>Resultado del periodo</b>	<b>(155)</b>	<b>(1.449)</b>	<b>(946)</b>
Otros resultados integrales	2.245	1.619	1.773
<b>Resultado integral del periodo</b>	<b>2.090</b>	<b>170</b>	<b>827</b>

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Los resultados del periodo informado son consistentes con un proyecto forestal que recién comienza y cuyos ingresos relevantes se producen a partir de la venta de madera cosechada. Los ingresos operativos registrados refieren a contratos de pastoreo.

En este caso, los resultados positivos se deben a las revaluaciones, de activos biológicos y de la tierra (aparece al final bajo el rubro otros resultados integrales).

## Riesgos considerados

**Riesgo jurídico**, por incumplimiento de alguna disposición por parte del fiduciario o del administrador. El mismo se encuentra pormenorizadamente analizado en el informe de contingencias jurídicas que concluye no advertir riesgos en este sentido. *Riesgo muy bajo.*

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

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

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

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

## IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y FLUJO FUTURO DE FONDOS

Con el producto de la emisión se invierte en la compra y en el arrendamiento de inmuebles rurales para el desarrollo de la actividad silvícola, en las condiciones previstas en el Contrato, para que integren el patrimonio del Fideicomiso. El Fiduciario ha invertido en aquellos inmuebles recomendados por el Administrador de acuerdo a lo previsto en el Plan de Negocios siguiendo los procedimientos que se establecen en el Contrato.

Las proyecciones financieras descritas en el modelo de negocios del prospecto de emisión se mantienen incambiadas debido a que la suscripción se realizó en mayo de 2020, y el proyecto se encuentra aún en la etapa de inversión. Por el momento no se identifican mayores desvíos con la propuesta original que justifiquen el ajuste de las proyecciones consideradas en el prospecto, más allá de un menor ritmo en la concreción de los contratos de arrendamiento y un mayor precio por hectárea que el previsto originalmente. De cualquier manera, por el momento sigue siendo válido el análisis presentado en la calificación original, el que vuelve a repetirse en esta oportunidad. El mismo supone el cumplimiento de la totalidad de las áreas de compras y arrendamientos.

### 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 20 años, sobre la base de dos cortes (años 9, 10, 11 y 18,19, 20), y la venta de los campos al final.

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

- Distribución temporal de las tierras compradas y arrendadas.
- Monto asignado a la inversión inicial (compra de aproximadamente 11 mil hectáreas y arrendamiento de 6 mil efectivas para plantar).
- La asignación de ingresos por venta de madera, venta de los campos, y pastoreo.
- La productividad esperada de los bosques.
- El punto clave, los supuestos utilizados para la estimación de los precios y del incremento del valor de la madera así como el de los campos.
  - o Para la madera se estimó un aumento igual al de la inflación de Estados Unidos, más un 0,5%. Esta evolución está levemente por encima de lo que CARE considera para realizar proyecciones.
  - o Para la tierra se supone un incremento en el precio del entorno al 3% adicional a la inflación de Estados Unidos, lo que aun siendo posible se encuentra por encima de lo que CARE utiliza como cálculo básico para proyectar.
  - o Los precios de venta de inicio considerados fueron:
    - E. Smithii destino pulpa USD 68,77 por m3, (39,75 en pie).
    - E. Dumni con destino a pulpa USD 54,18 por m3 (25,86 en pie)
- Precio del pastoreo: 16,5 dólares por hectárea/año

Sobre la base de estos supuestos, en el Prospecto se estimó una tasa interna de retorno para el inversor del 10,0% y un VAN descontando el flujo de fondos al 8% de USD 15.256.660.

El flujo de fondos se presenta en el cuadro siguiente:

<sup>3</sup>. Hoy aún está levemente por encima de esos valores, pero probablemente ajustará a niveles históricos.

## CUADRO 7 Flujo de Fondos esperado en el escenario base (miles de USD).

Concepto	2020	2021	2022	2023	2024	2029	2030	2031	2032	2038	2039	2040
Aporte de capital	-17.611	-17.972	-19.111	-1.759	-10.546	0	0	0	0	0	0	0
Retiros	0	0	0	0	0	13.240	32.461	33.146	5.825	51.274	59.769	53.107
<b>Flujo de fondos</b>	<b>-17.611</b>	<b>-17.972</b>	<b>-19.111</b>	<b>-1.759</b>	<b>-10.546</b>	<b>13.240</b>	<b>32.461</b>	<b>33.146</b>	<b>5.825</b>	<b>51.274</b>	<b>59.769</b>	<b>53.107</b>
<b>TIR</b>	<b>10,03%</b>											
<b>VAN</b>	<b>15.257</b>											

Fuente: El Prospecto

### 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, de la madera y de los arrendamientos). 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.

- Escenarios considerados: la evolución de las variables macro y el precio de la tierra.

El estructurador realiza una sensibilización de la TIR suponiendo 4 escenarios. En ellos hace jugar la existencia o no de la evolución de las variables macroeconómicas (inflación en USA e inflación en UY), así como la posibilidad de asignarle un crecimiento al precio de la tierra. Los resultados se presentan en el cuadro siguiente:

### CUADRO 8.- Sensibilizaciones de la TIR del Inversor bajo 4 escenarios

Concepto	Variabes Macroeconómicas	Precio de venta de la tierra	TIR del Inversor
Escenario 1 base	si	si	10,03%
Escenario 2	si	no	9,64%
Escenario 3	no	si	8,07%
Escenario 4	no	no	7,69%

Fuente: El Prospecto

Como surge del cuadro, aún en la situación más desfavorable en donde los precios de la madera no acompañan la inflación del dólar y no se considera un aumento en el precio de la tierra la TIR del inversor sigue estando en valores razonables. Para CARE el escenario que más se alinea a con los criterios que considera para proyectar es el escenario 3, en ese caso la TIR esperada del proyecto sería del 8,07%.

- Escenario de menores precios de la madera y mayores precios de la tierra y los arrendamientos.

El estructurador presentó en el prospecto una estimación de la TIR en lo que califica como un escenario pesimista, sensibilizando los precios más bajos de inicio para la madera, la compra más cara de la tierra o mayores valores de arrendamiento. En el siguiente cuadro se presenta el resultado de la TIR en estos nuevos escenarios

## Cuadro 9. Sensibilidad de la TIR del inversor en un escenario pesimista

Variable de Ajuste	Valores de escenario pesimista	TIR
Variación de los precios de la madera	E. Dumni a un precio 7% menor	10,0%
	E. Smithii a un precio 7% menor	9,2%
	Combinación ambos escenarios	9,1%
Precio de compra de los campos	Compra a 2900 dólares/ha	9,7%
Precio de arrendamiento de los campos	Arrendamiento a 140 dólares/ha	10,0%

Fuente: El Prospecto

Los resultados de esta sensibilización bajo resultados más conservadores arrojan niveles de TIR apenas menores a las del escenario base, ya que mantiene los incrementos en los valores de la madera y de la tierra.

CARE estimó la TIR para el caso de que se dieran todos los escenarios juntos (menores precios de madera y mayores precios de la tierra y arrendamientos), y la TIR del inversor sería del 8,60%.

- Escenario pesimista

CARE estimó con el modelo financiero, cuál sería la tasa de retorno de la inversión en una situación en la cual el precio de la madera y de la tierra se mantuvieran en los mismos niveles actuales, o sea se mantuvieran en valores nominales durante 20 años. En ese caso, la TIR para el inversor sería del 6,91%. Y si se mantuvieran los valores pero sobre la base de un precio de madera un 10% por debajo del actual de partida la TIR sería del 4,86%. Cabe acotar que estos escenarios extremos serían de muy difícil realización, ya que un escenario en que los precios se mantengan estables nominalmente en los próximos 20 años, sería muy improbable.

### c) 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.

Para estimar el costo de oportunidad del capital, CARE utiliza el modelo de valoración CAPM (Capital Asset Pricing Model)<sup>3</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>4</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>5</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 5,8%. Este valor es menor a la TIR estimada para el escenario base (10,3%), y también inferior a la TIR que considera los criterios de CARE para realizar proyecciones (8,1%), lo que nos indicaría que la tasa prevista es superior a la teórica.

<sup>3</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>4</sup> Valor proporcionado por Damodaran.

<sup>5</sup> Es el promedio de 5 años, en marzo de 2025 estuvo más bajo pero en la actualidad está entorno a ese valor (107-110)

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 algo menor al período considerado. En consecuencia, si se aplican los valores actuales, el costo de oportunidad del capital sería menor (5,4%).

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>6</sup>. En la actualidad la curva en dólares (CUD) a 10 años está en 5,6%. La TIR esperada está también por encima de la curva en dólares.

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

En cualquier caso la Tasa de Retorno para el inversor en este proyecto supera el costo de oportunidad del capital.

#### **d) Riesgo de manejo forestal.**

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

El riesgo de manejo productivo es mínimo dado que está mitigado por la trayectoria y experiencia del Administrador 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 futuro; la fuerte sequía 2022/2023 ha permitido generar información real de los efectos que pueda generar sobre la producción forestal.

<sup>6</sup> Curva Spot de Rendimientos de Títulos Soberanos Uruguayos emitidos en moneda nacional indexada a la inflación o en dólares, según sea el caso



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 dispersión de los predios también reduce los riesgos de incendio, ya que si éstos llegaran a ocurrir quedarían acotados a ese predio.

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

A diciembre de 2024 se presentó la tasación anual de las tierras y montes del Fideicomiso. En esta oportunidad, a diferencia del año anterior, el tasador también incluyó la estimación del valor de los montes forestales. La tasación fue realizada por la consultora Agroclaro.

Para determinar los valores de la tierra se combinan los valores de mercado de transacciones similares la valoración basada en los retornos por arrendamiento en base a las superficies forestales y ganaderas y considerando un caprate del 3,4%. El valor de tasación de las tierras al 31 de diciembre de 2024 fue de USD 38,69 millones, lo que implica un valor por hectárea de 3.565 dólares, representando un incremento del 7,5% respecto de 2023.

La valoración de las plantaciones forestales se realiza mediante la validación de los costos incurridos en su implantación, ya que todos ellos son menores de 5 años. Para cuantificar la valoración anual de estas plantaciones, se tuvo en cuenta el crecimiento proyectado de estos bosques hasta el momento de la tala. Por lo tanto, se valoraron con un incremento anual del 10% sobre el costo al momento de la plantación. El valor así determinado para los bosques del Fideicomiso fue de 14,05 millones de dólares y contempla 9.843 hectáreas de montes en total.

El total del activo, considerando montes y tierra sería de 52,74 millones de dólares.

**Cuadro 10. Valores de Tasación a Diciembre de cada año en millones de dólares.**

	Tierra	Bosques	Total	Variación
Valor de compra	31,24	-	31,24	
2022	34,05	-	34,05	9,0%
2023	35,99	-	35,99	5,7%
2024	38,69	14,05	52,74	46,5%
Variación 2024/2023	7,5%			

Fuente: En base a tasaciones

**Nota:** Años 2022 y 2023 no considera valor de los montes

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

**Riesgo de descalce de monedas.** Los ingresos y egresos más relevantes están previstos en la misma moneda, 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 más del 80% 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 los chips y rolos que se producirán tienen ese destino.

La Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura (FAO), en su informe “Perspectivas del sector forestal mundial 2050”<sup>7</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 internacional y en los precios de la madera y los productos forestales.

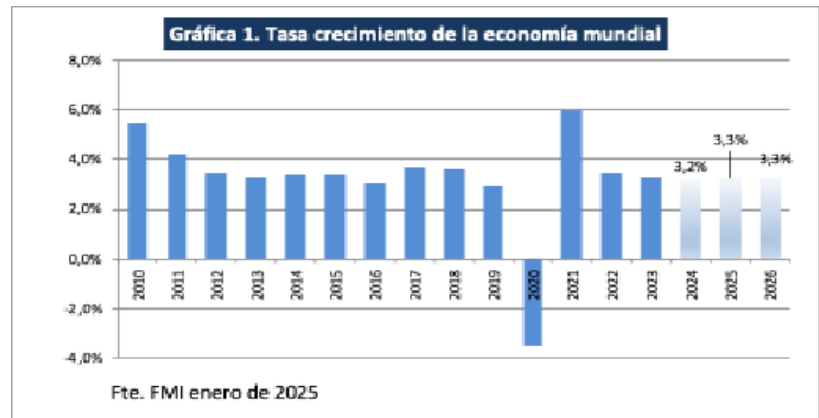
Para el largo plazo no existen elementos para suponer cambios en las tendencias planteadas en el prospecto de emisión, aunque no habría que descartar puntualmente coyunturas desfavorables como las comentadas.

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

### **Perspectivas de crecimiento de la economía mundial**

El Fondo Monetario Internacional en su 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.

<sup>7</sup>. FAO 2022.



## 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>8</sup> (principal cotización internacional, correspondiente a pulpa de coníferas de fibra larga en Europa), y de la BHKP<sup>9</sup> (pulpa de fibra corta en China). Puede observarse el comportamiento comentado en el párrafo anterior.



<sup>8</sup> Northern Bleached Softwood Kraft Pulp. Pulpa de celulosa blanqueada de fibra larga

<sup>9</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 afectados a los precios durante buena parte del 2023.

En 2024, el precio implícito<sup>10</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.

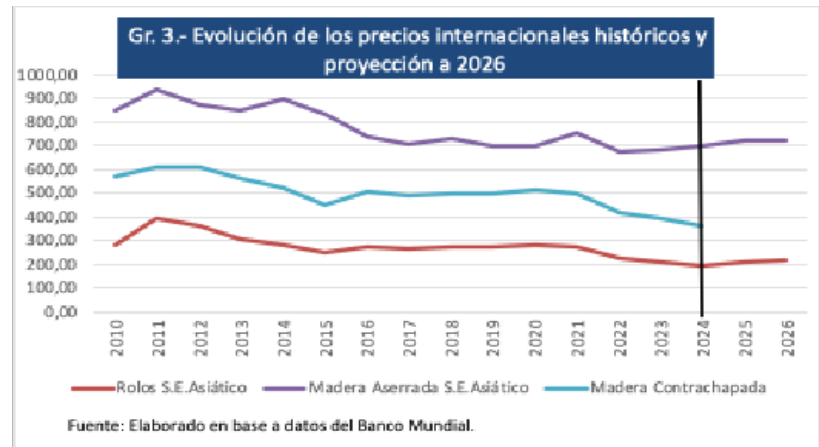
Para el caso de la madera de eucalipto en bruto con destino aserrío, el comportamiento de la demanda ha mostrado una volatilidad similar al de la celulosa, aunque menos marcada. Por su parte, los precios mantienen una leve tendencia al crecimiento viéndose afectados mayormente los volúmenes comercializados. 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 En el 2024, las exportaciones tanto en valor como en volumen, vuelven a recuperarse a partir del segundo trimestre, básicamente en lo referente a los precios. China, Vietnam, India y Malasia siguen siendo los principales mercados para el producto uruguayo.

Para el caso de la madera de pino aserrable, el mercado externo para el producto uruguayo, no muestra señales claras de recuperación. A partir del segundo trimestre de 2023 las exportaciones de rolos de pino disminuyeron considerablemente tanto en volumen como en valor, situación que se mantuvo sin mayores cambios relevantes en el semestre de 2024. Tanto los precios manejados como la competencia internacional han dificultado el cierre de negocios, en donde China prácticamente se ha retirado del mercado, manteniéndose India como principal y prácticamente único mercado importador de nuestros pinos. Alguna información relevada, da cuenta de que al cierre de 2024, la capacidad de consumo de India podría estar por encima de la cantidad de producto que está recibiendo, lo que podría generar presión a la baja de los precios a futuro.

Según el último informe de previsión de precios del Banco Mundial de octubre de 2024, los precios de la madera en bruto y de la aserrada mostrarían leves incrementos en sus precios para los próximos dos años, en el entorno del 2 al 3% anual, pero mantienen una tendencia decreciente desde el año 2011.

<sup>10</sup> Valor FOB de exportación/toneladas exportadas



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

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

<sup>11</sup>. World Bank Commodities Price Forecast. En informes posteriores solamente se proyectan precios para 2024 y 2025.

**Cuadro 11. Exportación de productos forestales seleccionados(en millones de dólares FOB)**

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Variación
Celulosa	1.527	1.107	1.576	1.818	2.019	2.545	26%
Rolos de pino	89	132	204	127	69	64	-7%
Tableros de madera contrachapados	55	67	105	102	80	89	11%
Chips (eucalipto y pino)	102	21	74	113	109	56	-49%
Madera Aserrada coníferas y no coníferas	97	104	159	184	171	188	10%
Papel y Cartón	36	25	26	35	30	27	-11%
Rolos de eucalipto	14	21	23	34	24	39	62%
<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.

Las exportaciones de chips, principal producto de este fideicomiso cayeron fuertemente en 2024, aunque la demanda igualmente habría sido constante durante el año.

## B) El precio de la tierra

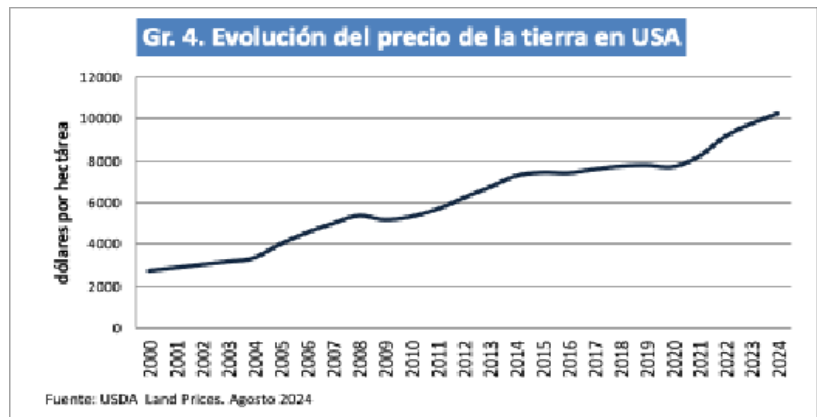
Las perspectivas de demanda internacional por tierra siguen siendo alentadoras y ubicarían los precios en niveles crecientes para el corto y mediano plazo. Esto es consecuencia de las dificultades que existen para la expansión de la frontera agrícola, sumado a la necesidad de un uso racional y sostenible 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.

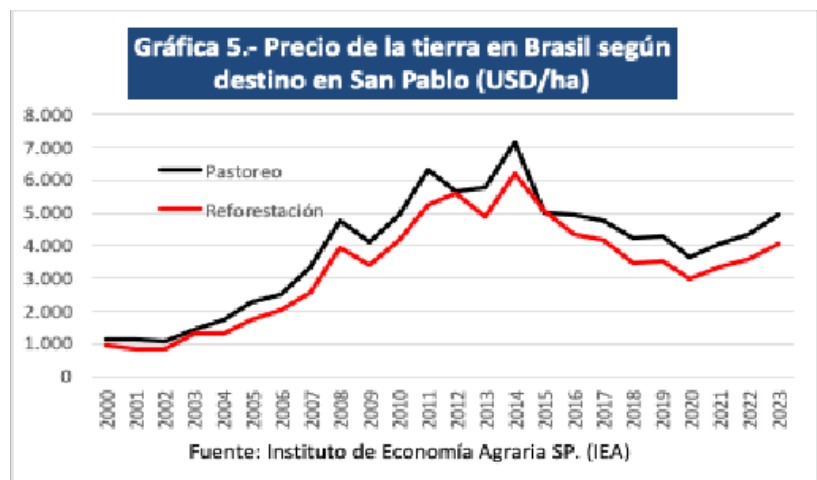
En lo que respecta al precio de la tierra en Estados Unidos, en lo que va del siglo XXI se observa una continua fase ascendente, con alguna excepción (2009 y 2015) en donde se verificaron mínimas reducciones, pero que no modifican la tendencia. El precio en Estados Unidos cayó únicamente en los primeros 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>12</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.

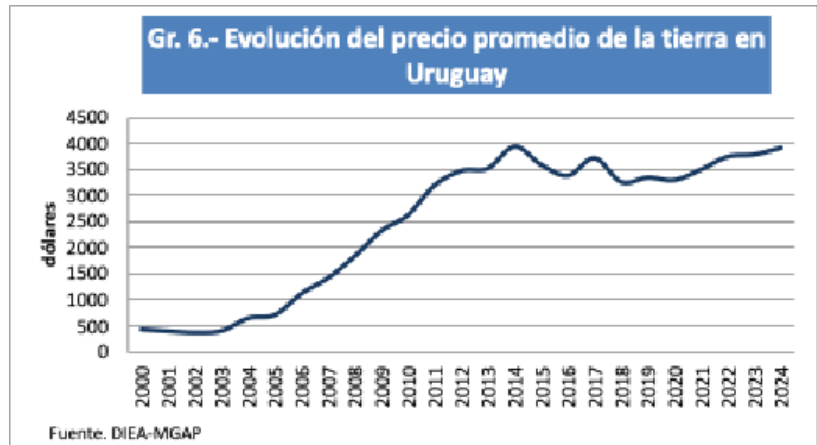
En el caso de Uruguay, la información reportada por DIEA-MGAP para el promedio de las transacciones de tierras muestra que se verificó una muy fuerte valorización de los campos a partir de 2004 y hasta el 2014. A partir de 2015 comenzó un ajuste a la baja pero con un comportamiento un tanto errático, 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>13</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>12</sup> El "Índice de actividad del mercado inmobiliario rural" (InCAIR) es un índice mensual que refleja la "actividad" del mercado. Se toma como base de referencia máxima 100 puntos, correspondientes al pico de máxima actividad histórica. No refleja precios/valores, solo actividad de mercado. Se comenzó a medir a partir del mes de noviembre del 2013.

<sup>13</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>14</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>15</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 (20%) por lo que lo que finalmente ocurra con su comportamiento tendrá una contribución sustancial con el retorno final de la inversión. La última actualización del modelo financiero, en el escenario que considera la calificadora, supone una valorización acumulativa anual de un 3% desde 2025 y hasta 2031, 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:

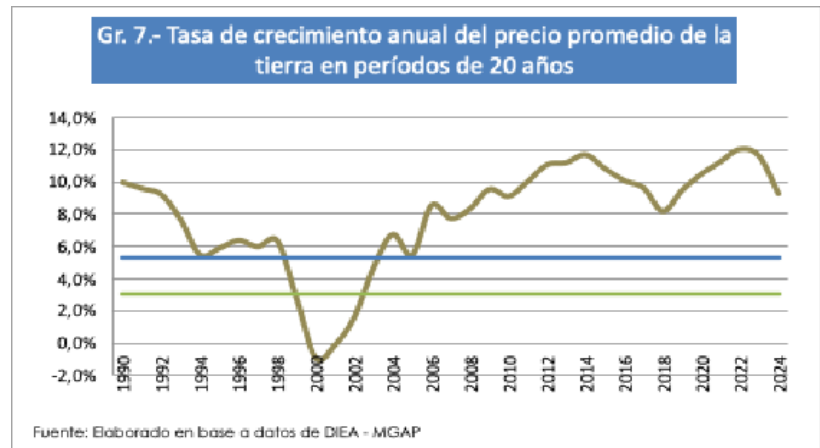
- En promedio, la evolución anual del precio de la tierra en períodos móviles de 20 años fue de 7,9%.
- La tasa anual de crecimiento solamente fue menor al 3% para el caso de los campos que se vendieran en 1999 y 2002, o sea que se hubieran comprado en 1979 y 1982.
- Para el resto del período, el crecimiento anual del precio de la tierra supera siempre el 3%.

<sup>14</sup>. SERAGRO, Agroclaro, Consur y operadores privados

<sup>15</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 en ningún período estaría por debajo del valor considerado.

La evolución anual de este indicador –para intervalos de 20 años- muestra una tendencia al alza hasta el 2014, para luego comenzar a caer pero se mantiene en valores muy por encima del 3% (en el entorno del 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>17</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 puedan existir períodos de mayores o menores tasas anuales de crecimiento.

## 2.- Las políticas públicas, el riesgo político

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

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

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

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

Estas modificaciones, así como las regulaciones generales para el sector, podrían generar algún impacto negativo para este fideicomiso ya que se encuentra en pleno proceso de contratación de áreas para arrendar 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>16</sup> de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.*

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrián Tamber

<sup>16</sup> . **BBB.uy.** Se trata de instrumentos que presentan un riesgo medio bajo para la inversión, ya que evidencian un desempeño aceptable y suficiente capacidad de pago en los términos pactados. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, y las características del entorno, dan en conjunto moderada satisfacción a los análisis practicados, sin perjuicio de alguna debilidad en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo. Podría incrementarse el riesgo del instrumento ante eventuales cambios previsibles en los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, o en la economía en su conjunto. La probabilidad de cambios desfavorables previsibles en el entorno es de baja a media baja, y compatible con la capacidad de la administradora de manejarlos aunque incrementando el riesgo algo más que en las categorías anteriores. **Grado de inversión mínimo**