

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

*Montevideo, abril de 2025*

---

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

---

## Actualización de la Calificación Emisión de Oferta Pública 07 - abril - 2025

<b>Denominación:</b>	Fideicomiso Financiero Forestal Eucalyptus del Sur
<b>Fiduciario:</b>	Winterbotham Fiduciaria S.A. Administradora de Fondos de Inversión
<b>Administrador:</b>	Plantesia Forest Asset Management S.A.S.
<b>Agente de Registro y Pago:</b>	Winterbotham Fiduciaria S.A. Administradora de Fondos de Inversión
<b>Entidad Representante:</b>	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A. (BEVSA).
<b>Asesor Legal:</b>	Amorín Abogados
<b>Organizador:</b>	Nobilis Corredor de Bolsa SA
<b>Títulos emitidos:</b>	Certificados de Participación escriturales de Oferta Pública.
<b>Moneda:</b>	Dólares americanos
<b>Importe de la emisión:</b>	USD 55.500.000.
<b>Fecha de suscripción</b>	23 de marzo de 2023
<b>Distribuciones:</b>	se realizará anualmente de acuerdo a lo establecido en el contrato. Al finalizar se distribuyen los montos remanentes.
<b>Activos del Fideicomiso:</b>	Inmuebles rurales y bosques para desarrollar una explotación forestal.
<b>Plazo de vigencia del fideicomiso:</b>	25 años desde la emisión, pudiéndose extender hasta 30 años máximo.
<b>Vigencia de la Calificación:</b>	30 de noviembre de 2025.
<b>Calificación de Riesgo:</b>	BBB.uy <sup>1</sup>
<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 Eucalyptus del Sur”, manteniendo la calificación BBB.uy de grado inversor.**

El proyecto consiste en la adquisición de un activo forestal compuesto de unas 11.300 hectáreas, de las cuales se encuentran efectivamente plantadas unas 7.300. La mayor proporción de los bosques fueron plantados con eucaliptus globulus con destino a celulosa. El proyecto en su conjunto está enmarcado bajo toda la normativa nacional vigente y los estándares internacionales del Manejo Forestal Sostenible (MFS), y cuenta con la certificación internacional voluntaria FSC (Forest Stewardship Council).

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.
- De modo especial se evalúa la capacidad de gestión de la empresa Administradora del proyecto “Plantesia Forest Asset Management SAS” (en adelante Plantesia o Plantesia SAS), que si bien se creó para la administración de este proyecto, sus principales integrantes tienen una amplia y sólida experiencia en la gestión de empresas forestales.
- Se destaca la alineación de incentivos entre el Fideicomiso y el Administrador ya que este último adquirió Certificados de Participación (CP) por el 6% del monto total de la emisión.
- El Contrato de Fideicomiso incluye una serie de estándares mínimos de desempeño que el Administrador deberá cumplir y que son evaluados anualmente. Estos criterios refieren al mantenimiento de un área mínima de plantación, la ejecución de las reforestaciones, porcentajes de prendimiento, cumplimiento de los presupuestos anuales y el logro de un IMA mínimo (incremento medio anual de los bosques). Hasta el momento, el comité de vigilancia no reporta apartamientos respecto del plan de negocios.
- Un negocio que desde el punto de vista económico financiero para el inversor soporta los stresses ajenos al negocio a los que razonablemente el organizador y la calificadora han sometido el proyecto. En el prospecto se presentó el flujo financiero con las inversiones y costos proyectados, determinando una TIR del 9,0% para el escenario base. CARE sometió las proyecciones a situaciones más severas estimando una TIR más probable del 7,2%, un valor menor, pero igualmente razonable.
- En setiembre de 2023 el Fideicomiso adquirió el activo forestal señalado en los documentos de emisión por un monto final de unos 54.8 millones de dólares, comenzando con la implementación del plan de negocios.
- En el período informado se obtuvo el certificado de FSC (para el Fideicomiso) que tendrá una vigencia de 5 años, se logró abrir la cuenta para la verificación de los bonos de carbono y se terminó el Inventario Forestal Continuo (IFC).

- A nivel productivo se avanza en la realización de tareas de mantenimiento y control de rebrotes y se inició con la planificación las reforestaciones a realizar en 2026, para avanzar en la solicitud de permisos. En 2024 se realizaron cosechas en algunos montes que han terminado su ciclo y en uno que fue afectado por un incendio en 2023.
- En mayo 2024 se realizó una distribución de fondos a los beneficiarios por la suma de USD 1.278.684, y en diciembre a solicitud de Administrador, se procedió a realizar una distribución anticipada por un monto total de USD 1.566.982.
- Se presenta en esta oportunidad la primer tasación de las tierras, montes y mejoras del Fideicomiso al 31 de diciembre de 2024. El valor total de los activos asciende a 70,6 millones de dólares, valuación realizada bajo la metodología de recomposición de costos<sup>2</sup>.
- 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 -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.
- 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%).

<sup>2</sup>. La tasadora también valora los activos con la metodología de descontar los flujos de caja aplicando una tasa de descuento del 7,5% y el resultado es de 58,8 millones. Sin embargo la tasadora entiende que el valor obtenido con la recomposición de costos son compatibles con los datos de mercado.

- 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 este emprendimiento los montes ya están implantados, están otorgados prácticamente todos los permisos y además buena parte de los montes están calificados por la Dirección General Forestal como BPA (Bosques Protectores Artificiales) por la función "restauradora" que cumplen los bosques sobre los suelos, lo que determina beneficios adicionales. Por lo tanto, no se advierten, por el momento, amenazas en lo que respecta a las políticas públicas.

## 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 Eucalyptus del Sur".

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

El marco conceptual de esta calificación supone un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica el desempeño esperado del fideicomiso, su capacidad de generar en el tiempo utilidades, conforme al proyecto de ejecución del negocio forestal que su administración está mandatada a realizar. Admitido el rango de T.I.R.s derivado de múltiples simulaciones, como razonable para el proyecto, 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 porque es diferente en cada caso. 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, 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 y los de la Ing. Agr. Martha Tamosiunas, quien realizó una visita y evaluación de algunos de los predios a adquirir por parte del Fideicomiso.

Más allá de las actualizaciones de norma la calificación puede variar ante la aparición de hechos relevantes.

## 2. Antecedentes generales y hechos salientes del período

- **Antecedentes generales**

El FF Forestal Eucalyptus del Sur suscribió los certificados de participación el 23 de marzo de 2023 por un monto de 55,5 millones de dólares. Dicho monto fue integrado en su totalidad en setiembre de 2023.

El objetivo general del Fideicomiso Financiero Forestal Eucalyptus del Sur consiste en la adquisición de predios rurales con la finalidad de desarrollar la actividad forestal, maximizando la rentabilidad de los inversores en el mediano y largo plazo a través de un proyecto sostenible desde el punto de vista ambiental, social y económico.

Las inversiones forestales buscan proveer a los inversores razonables retornos de largo plazo con un bajo riesgo financiero, logrado a través del crecimiento biológico de los árboles, el precio de la venta de la madera y el diferencial entre el precio de compra y venta de los campos.

La compraventa del activo, por el cual ya existía una opción de compra, fue realizada el 28 de setiembre de 2023 una vez obtenida la autorización del Poder Ejecutivo para la compra y explotación de inmuebles rurales y culminados los trámites previos necesarios. El precio de compra final fue de USD 54.807.551.

Activo: .....	55.000.000
Descuento adelanto de madera UPM.....	-2.265.000
Incremento de volumen.....	2.085.000 (USD 150.000/mes desde agosto 2022 hasta la fecha de compra)
Ajuste de pastoreos.....	- 12.449
VALOR FINAL.....	54.807.551

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 venta de bonos de carbono y pastoreo.
- Administración a cargo de Plantesia Forest Asset Management SAS, una empresa de reciente creación, pero su personal jerárquico tiene gran experiencia y habilidad en la administración de patrimonios forestales, con más de 20 años de experiencia en el mercado local.
- El activo adquirido tiene unas 7.300 ha. efectivamente plantadas, sobre un total 11.300 has aproximadamente. Los bosques cuentan con proyectos con un objetivo productivo definido (por ende, con una determinada selección de especies) a los cuales se realizan los ajustes necesarios respecto al manejo silvicultural preestablecido. El proyecto en su conjunto está enmarcado bajo toda la normativa nacional vigente y los estándares internacionales del Manejo Forestal Sostenible (MFS), ya que cuenta con la certificación internacional voluntaria FSC (Forest Stewardship Council).



- El patrimonio está compuesto por plantaciones del género Eucalyptus realizadas desde el año 1997 hasta 2015. Un porcentaje importante ya ha sido cosechado (en algunos casos en más de una oportunidad) con manejo posterior de rebrote.

**Cuadro 1.- Superficies plantadas por especie**

Especie	Hectáreas	Porcentaje
Eucalyptus Dunni	1.055	14,4%
Eucalyptus Globulus	6.207	85,0%
Eucalyptus Grandis	9	0,1%
Eucalyptus Tereticornis	31	0,4%
<b>TOTAL</b>	<b>7.302</b>	<b>100,0%</b>

Fuente: El Prospecto

- Los problemas fitosanitarios que ha venido presentando en los últimos años el eucaliptus globulus, hacen altamente probable que la decisión técnica en algunas replantaciones sea el cambio de especie, utilizando E.Smithii y en menor medida E.Dunnii.
- Algunos de estos bosques han sido calificados por la Dirección General Forestal (DGF) en la categoría de Bosques Protectores Artificiales (BPA), por haber sido plantados en suelos con alto grado de erosión previa, producto de muchos años de agricultura intensiva. Por su parte, todos los bosques cuentan con proyecto forestal aprobado por la Dirección General Forestal (DGF).
- Ubicación del proyecto en la zona sureste del país, en los departamentos de Canelones, Lavalleja y Maldonado. En promedio a 134 kilómetros de Montevideo en donde se encuentran las plantas de chipeado, o a 60 kilómetros de los centros de acopio de las plantas de celulosa.
- El Fideicomiso podrá también arrendar inmuebles rurales para su explotación silvicultural y actividades accesorias siempre que dichos arrendamientos sean propuestos por el Administrador y aprobados por el Comité de Vigilancia en los términos establecidos por el Contrato de Fideicomiso.
- El Fideicomiso podrá asumir financiamiento bancario para lo cual deberá obtener la autorización del Comité de Vigilancia en caso de financiamiento por hasta un monto máximo acumulado de préstamos equivalente al 25% del Patrimonio Fiduciario al momento de solicitarse el financiamiento.
- El plazo del Fideicomiso es de 25 años, contados desde la emisión, pudiendo realizarse la extinción anticipada. Este plazo podrá ser extendido por 5 años más, por mayoría especial de la asamblea de titulares.
- Todas las operaciones serán llevadas a cabo por empresas tercerizadas, y los servicios serán en todos los casos dirigidos y supervisados por el Administrador pero contratados por el Fideicomiso.

- El Administrador podrá proponer la venta de aquellas hectáreas de inmuebles del Fideicomiso que se encuentran sin forestar y que a su vez no se pretendan explotar bajo el destino forestal del plan de negocios<sup>3</sup>. Para ello se requerirá un informe favorable del comité de vigilancia y la autorización de la Asamblea de Titulares por mayoría especial.
- El contrato de Fideicomiso establece una serie de estándares mínimos de cumplimiento que el administrador deberá cumplir. El no cumplimiento de los mismos podría llegar a determinar la remoción del Administrador, estos son:
  - o **Estándares de adquisición de los Inmuebles:** deberán adquirirse los Inmuebles definidos en el Plan de Negocios. Cumplido.
  - o **Estándares operativos del Proyecto:**
    - **Plantación:** se deberá mantener durante todo el Plazo del Fideicomiso una plantación mínima equivalente a un 50% del área total de los Inmuebles.
    - **Reforestación:** En caso de reforestar las áreas cosechadas se deberá plantar como mínimo un 80% de las mismas en un plazo máximo de 1 año desde que se finalizan las operación de extracción de la madera del bosque. Este plazo podrá ser mayor en caso de que se cuente con la aprobación del Comité de Vigilancia.
    - **Prendimiento:** Para el caso de las nuevas plantaciones deberá lograrse un prendimiento mínimo de 80% de la densidad inicial a excepción para la especie *Eucalyptus smithii* que se considerará un 10% extra de tolerancia.
    - **Cumplimiento del Incremento Medio Anual "IMA":** el IMA se establece en un crecimiento igual o superior al 75% del volumen proyectado para cada especie y edad de acuerdo a lo establecido en el Plan de Negocios.
    - **Cumplimiento del Presupuesto Anual del Fideicomiso:** El Administrador podrá desviarse en la ejecución del Plan de Negocios hasta un 23% del monto total presupuestado en cada presupuesto anual.
- Se instalan parcelas de medición permanente en cada estrato, las cuales se evaluarán anualmente, lo que permitirá obtener una base de información para optimizar los turnos de corta y generar curvas de crecimiento adaptadas a cada predio. En junio 2024 se comenzó con la instalación y medición a campo de las parcelas integrantes del Inventario Forestal Continuo (IFC) del Fideicomiso.
- El manejo forestal del patrimonio establecido se realizará principalmente con el objetivo de producir materia prima con destino final para la industria de celulosa y en segundo orden de madera de calidad con destino aserrío. Además de la venta de madera, el proyecto prevé la venta de bonos de carbono ya que el patrimonio adquirido tenía la certificación de créditos de carbono.
- El Plan de negocios supone 3 ciclos de producción de la madera, y en ese período se prevé extraer unas 2.890 mil m<sup>3</sup> de madera con destino pulpa o chip.

<sup>3</sup> Uno de estos predios es Doña Sara de 90 hás que podría venderse como destino turístico.

- La venta de madera con destino final celulosa será a los 9 años para las especies E.Smithii y E.Dunnii, y de 11 años para E. globulus. El proyecto contempla la modalidad de venta de madera en pie bajo el marco de un sistema de licitación previa de venta analizando las propuestas de los oferentes.
- La distribución de fondos será anual siendo los fondos distribuibles los montos existentes en las cuentas del Fideicomiso al 31 de marzo, descontados los montos necesarios para afrontar pagos o provisiones a realizar hasta el 30 de setiembre. También se podrá distribuir en otras fechas, a propuesta del administrador.
- Al cierre del proyecto el ingreso total estimado por ventas corresponderá en un 75,8% a la venta de madera, un 21,2% a la venta de tierra al final del proyecto y 3,0% por concepto de ingresos por pastoreos (los flujos fueron descontados al 6,7% que era en su momento el costo de oportunidad del capital para el promedio de los 5 años previos al cálculo).
- En mayo 2024 la Asamblea de inversores aprobó la primer distribución por USD 1.278.684.

### • Hechos salientes del período

- Luego de la auditoría realizada en julio 2024, en el mes de agosto, el fideicomiso EDS recibió su primera emisión de certificado FSC, por un plazo de 5 años, con vencimiento 25 de agosto 2029 para producción y venta de madera en troza. Al ser un proceso continuo se continúa trabajando en diferentes aspectos que ameritan mejorar y seguir desarrollando, tanto desde el punto de vista ambiental, relaciones con la comunidad, aspectos legales, aspectos operativos, entre otros.
- A partir de la auditoria de validación realizada en agosto de 2024 se recibió la aprobación final del Reporte, donde se informa los créditos de carbono verificados (VCU) y que estarán disponibles para la comercialización en la plataforma de Verra<sup>4</sup> a través de CLIMIT<sup>5</sup>, con el nombre de "EDS Green Carbon Project".
- Se sigue trabajando en el cambio de titularidad de las autorizaciones ambientales en el Ministerio de Ambiente.
- Luego de la inspección que realizada la Dirección General Forestal del MGAP a varios establecimientos, se procedió a cortar árboles que se encontraban a menos de 12 metros de los alambrados perimetrales, atendiendo a la normativa actual.
- Se avanza en el manejo de rebrotes de los montes ya cosechados y con las cosechas de algunos montes. Las actividades de cosecha comenzaron en abril de 2024 y de acuerdo a lo proyectado culminó la cosecha en dos predios y en diciembre comenzó la cosecha en un tercer predio. También se cosechó el predio que sufrió el incendio. En el segundo semestre ingresaron al fideicomiso 2,65 millones de dólares por concepto de madera vendida y 447 mil pesos correspondientes al bosque afectado por el incendio

<sup>4</sup> Organización internacional que administra los créditos de carbono. Verified Carbon Standard (VCS),

<sup>5</sup> Empresa de consultoría y asesoramiento en cambio climático.

- En el mes de noviembre 2024 se comenzaron con las gestiones ante la Dirección Forestal y el Ministerio de Ambiente, ya que de acuerdo a la reglamentación vigente, previo a realizar cualquier plantación o replantación, se deben obtener los permisos correspondientes. Las plantaciones o reforestaciones se realizarán en 2026.
- Para el 2025 el plan operativo proyecta comercializar la producción de unas 700 Has, ofreciéndose para comercializar unos 80.000 m3, que serían provenientes de 5 predios.
- El Fideicomiso tiene 15 contratos de pastoreo vigentes que involucran unas 10.500 hectáreas. Algunos padrones que están en cosecha no tienen contratos de pastoreo vigentes por el momento.
- Con fecha 26 de diciembre se procedió, a solicitud de Administrador realizar una distribución anticipada por un monto total de USD 1.566.982 a prorrata de la participación de cada titular. Esta distribución, sumada a la que se aprobó en marzo de este mismo año hacen un total de 2,8 millones de dólares.
- Se presenta a diciembre de 2024 la primer tasación de la tierra y montes del fideicomiso la cual arroja un valor final total de 70,6 millones de dólares. La metodología considerada fue la de valuación por costos, estimando por separado la tierra, la madera y las mejoras.

### 3. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- Estados Contables de Plantesia SAS al 31/12/2023.
- Estados Contables del Fiduciario al 31/12/2024.
- Estados Contables del Fideicomiso al 31/12/2024.
- Informes trimestrales del Administrador el último a diciembre de 2024.
- Informes trimestrales del Fiduciario el último a diciembre de 2024.
- Informes trimestrales del Comité de Vigilancia, el último a diciembre de 2024.
- Información Sectorial sobre el mercado forestal y de la tierra.
- Informes de calificación de otros fideicomisos análogos.
- Informe de Valuación de Activos a diciembre 2024. Ing.Agr. (Mag) Martha Tamosiunas.

## II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

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

**Fiduciario:** Winterbotham Fiduciaria SA. Administradora de Fondos de Inversión

**Administrador:** Plantesia Forest Asset Management. SAS.

#### Agente de Registro

**y Pago:** Winterbotham Fiduciaria SA. Administradora de Fondos de Inversión

#### Entidad

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

**Organizador:** Nobilis Corredor de Bolsa

**Títulos emitidos:** Certificados de participación escriturales de Oferta Pública.

#### Activos del

**Fideicomiso:** El Fideicomiso invertirá en la compra de inmuebles rurales y bosques para desarrollar una explotación forestal.

**Moneda:** Dólar estadounidense transferencia

#### Importe de

**la Emisión:** USD 55.500.000 (cincuenta y cinco millones quinientos mil dólares).

**Distribuciones:** Se distribuirán anualmente los montos existentes en las cuentas del Fideicomiso al 31 de marzo de cada año, luego de descontados los montos necesarios para afrontar pagos y gastos del presupuesto anual hasta el 30 de setiembre, y los montos que el Fiduciario prevea deban ser afectados para constituir la reserva final. Si se distribuyen en otra fecha diferente, a los montos existentes en las cuentas, se le descontarán los mismos conceptos, estimando las necesidades por 6 meses. Al liquidarse el Fideicomiso se distribuirán los montos remanentes.

#### Calificación

**de Riesgo:** BBB. uy

## 2. El análisis jurídico

El análisis jurídico 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, etc.

Al inicio del informe, en la misma introducción plantea que *“Se puede adelantar a modo de concepto general que la estructura cumple con las exigencias normativas 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 insubsanables en orden a la satisfacción de los derechos que otorgan los valores a emitirse”*.

El informe recorre diferentes aspectos del contrato de fideicomiso, haciendo énfasis en el objeto, el patrimonio, la emisión de los valores, el documento de emisión, la suscripción, adjudicación e integración de los valores y los derechos que otorgan los certificados de participación. Se concluye en este punto que *“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).”*

También analiza los aspectos subjetivos (del fiduciario, del administrador y de los fideicomitentes beneficiarios) y algunos aspectos estructurales de relieve desde la perspectiva de los potenciales inversores, como ser: **a)** la opción de compra de los inmuebles y la cesión al Fideicomiso; **b)** condiciones suspensivas y resolutorias para la transferencia definitiva al patrimonio fiduciario; **c)** las obligaciones del Administrador y Fiduciario y **d)** la actuación de los titulares y del comité de vigilancia.

El informe finalmente concluye: ***“...En conclusión, el negocio fiduciario cuenta con un razonable grado de cobertura, no advirtiéndose riesgos jurídicos asociadas al proceso de emisión”***.

## 3. Riesgos considerados

**Riesgo jurídico de estructura.** Comprende el análisis de la eventualidad de incumplimientos en el pago a los beneficiarios, derivado de defectos en la estructura jurídica por no cumplir con alguna norma vigente, así como eventualmente por la aplicación de sentencias judiciales derivadas de demandas de eventuales perjudicados por la creación oportunamente descrita. Visto el informe antes mencionado, 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 medio bajo.*

### III. LA ADMINISTRACIÓN

Las características de la emisión hacen necesario analizar dos empresas administradoras: Winterbotham en su condición de administradora fiduciaria del Fideicomiso Financiero y Plantesia Forest Asset Management SAS (Plantesia SAS), en calidad de Administradora, a cargo de la gestión del patrimonio a adquirir, y Fideicomitente que se comprometió a suscribir el 6 % del total de la emisión.

#### 1. Winterbotham (La Fiduciaria)

Winterbotham Fiduciaria SA Administradora de Fondos de Inversión (Winterbotham) presta servicios fiduciarios desde su establecimiento en Uruguay a fines de 1990. Es una sociedad anónima uruguaya independiente de capitales privados, cuyo único accionista es The Winterbotham Trust Company (Uruguay) S.A. (WTCSA) y forma parte de The Winterbotham Trust Company Limited.

Winterbotham está autorizada por el Banco Central del Uruguay para desarrollar actividades como fiduciario financiero desde el 16 de febrero de 2005. Cuenta con personal propio y, además, cuenta con el apoyo del personal de la empresa controlante The Winterbotham Trust Company (Uruguay) S.A.

En esta oportunidad, la fiduciaria presenta EE.CC al 31/12/2024. En primer término, el estado de situación patrimonial a esa fecha.

**Cuadro 2: Estado de Situación de Winterbotham (miles \$)**

Concepto	31/12/2024	31/12/2023	31/12/2022
<b>Activo</b>	<b>115.477</b>	<b>96.814</b>	<b>88.392</b>
Activo Corriente	34.640	23.382	14.203
Activo no Corriente	80.837	73.431	74.188
<b>Pasivo</b>	<b>55.255</b>	<b>47.654</b>	<b>48.235</b>
Pasivo Corriente	6.163	4.189	3.598
Pasivo no Corriente	49.092	43.465	44.637
<b>Patrimonio</b>	<b>60.221</b>	<b>49.159</b>	<b>40.157</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>115.477</b>	<b>96.814</b>	<b>88.392</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>5,62</b>	<b>5,58</b>	<b>3,95</b>

Fuente: EE.CC Winterbotham

En cuanto a los resultados se presentan resumidamente en el cuadro siguiente.

**Cuadro 3: Estado de Resultados de Winterbotham (miles \$)**

Concepto	31/12/2024	31/12/2023	31/12/2022
Ingreso de actividades ordinarias	30.601	27.598	26.375
Gastos de Administración	(22.383)	(16.574)	(15.745)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>8.219</b>	<b>11.024</b>	<b>10.630</b>
Resultados de inversiones y financiamiento	6.594	1.170	(1.371)
<b>Resultados antes de Impuestos</b>	<b>14.813</b>	<b>12.193</b>	<b>9.259</b>
Impuesto a la Renta	(3.751)	(3.191)	(2.540)
<b>Resultado del Periodo</b>	<b>11.062</b>	<b>9.002</b>	<b>6.719</b>

Fuente: EE.CC Wintherbotham

Su activo principal (no corriente) lo constituyen sus depósitos en garantías en el BCU de acuerdo a la normativa vigente, por los fideicomisos que administra. Si bien no generan intereses, en buena medida se encuentran depositados en UI.

La firma administra o ha administrado varios fideicomisos financieros (de oferta pública o privados) así como otros de garantía.

En definitiva, no se advierten riesgos en la administración de esta operación por parte de la fiduciaria.

## **2. El Administrador: Plantesia SAS.**

En el análisis de la empresa administradora se tuvo en cuenta la información surgida de distintas fuentes: en particular, Prospecto Informativo y entrevistas con los principales de la firma.

Plantesia S.A.S es una sociedad por acciones simplificada (esta figura jurídica es creada según Ley No. 19.820 de setiembre de 2019). Se trata de una sociedad relativamente nueva sin mayores antecedentes que permitan evaluar su capacidad para desarrollar el proyecto propuesto. En consecuencia, dicha capacidad se evalúa a través de los antecedentes de sus integrantes.

Las acciones de la empresa están representadas en títulos físicos nominativos emitidos originalmente en un 100% a nombre de Lucía Basso quién, además, se desempeña como Gerente General y Gerente de Operaciones.

Posteriormente, en junio de 2024 y tal como estaba previsto, los señores Ramiro Senattore y Nicolás Cusano ingresaron como accionistas a la sociedad por lo cual, a la fecha, la titularidad de las acciones se divide en tercios a partes iguales entre los mencionados. Esto fue oportunamente comunicado como hecho relevante al Banco Central.

Por lo antedicho, sigue siendo la figura clave de esta operación, Lucía Basso. Es Ingeniero Agrónomo con orientación Forestal, egresada de la Universidad de la República (UDELAR). Cuenta con más de 30 años de experiencia como Gerente de activos forestales, con objetivos de producción de madera para celulosa y calidad. (Eucalyptus, Pinus y Teka - Brasil). Tuvo bajo su responsabilidad patrimonios del orden de las 140.000 ha, con una inversión total de USD 500 millones, para diferentes fondos y corporaciones a lo largo de ese periodo tal cual se describe en el prospecto.

En ocasión de la calificación original se describía la integración del equipo profesional que la acompaña en esta tarea; según informó el administrador a CARE, el mismo se mantiene incambiado por lo que resulta innecesario reiterarlo.

En cuanto a su solvencia económica, CARE tuvo a la vista los EE CC de la firma al 31/12/2023 (último recibido), de su lectura no se advierten riesgos en ese sentido.

Por otra parte, es de destacar el compromiso asumido por el Administrador al asegurar la suscripción en firme del 6 % del importe de la emisión. En virtud de la emisión realizada (USD 55.5 millones) este compromiso representa USD 3.33 millones; figura en el patrimonio de la firma al cierre del ejercicio 2023 una inversión en CP's de este Fideicomiso por USD 3.5 millones por lo que ha cumplido con este compromiso.



### 3. El Fideicomiso

Tal como se describe en otra sección de este informe, el objeto del fideicomiso, según contrato, es la adquisición de activos forestales incluyendo los Inmuebles (obteniendo para ello financiamiento inicial mediante la emisión de los valores) para la explotación silvicultural de los mismos de acuerdo con el Plan de Negocios. Dicho plan prevé la posibilidad de tomar en arrendamiento inmuebles rurales con la misma finalidad.

A efectos de adquirir los inmuebles previamente identificados se realizaron dos emisiones de CP's. La primera por USD 11.1 millones según documento de emisión de fecha 10/04/2023 y la segunda por USD 44.4 millones según documento de emisión de fecha 19/09/2023 completando así el total previsto de USD 55.5 millones.

Se desprende de lo anterior, como fortaleza adicional que la diferencia de otras operaciones análogas en el sector forestal, que no hay en este caso un tiempo de espera o periodo de inversión por cuanto el patrimonio ya estaba identificado, por tanto la inversión se completó inmediatamente de realizada la emisión de la totalidad de los valores.

El plazo se establece, en principio, por 25 años, pudiendo extenderse por hasta 5 años más o extinguirse anticipadamente según condiciones descriptas en el prospecto.

A continuación se exponen resumidamente los EE CC del Fideicomiso al 31/12/2024.

<b>Cuadro 4: Estado de Situación del Fideicomiso (miles USD)</b>		
<b>Concepto</b>	<b>31/12/2024</b>	<b>31/12/2023</b>
<b>Activo</b>	<b>75.972</b>	<b>59.949</b>
Activo Corriente	5.365	6.652
Activo no Corriente	70.607	53.297
<b>Pasivo</b>	<b>1.877</b>	<b>1.261</b>
Pasivo Corriente	175	1.065
Pasivo no Corriente	1.702	196
<b>Patrimonio</b>	<b>74.094</b>	<b>58.688</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>75.972</b>	<b>59.949</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>30,66</b>	<b>6,25</b>

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Habiéndose completado la integración se procedió a la adquisición del patrimonio forestal previsto por USD 54,8 millones. Al término del ejercicio el patrimonio había alcanzado un valor de USD 74 millones (un 33% por encima de la emisión recibida).

Este crecimiento se explica fundamentalmente por las revaluaciones efectuadas que determinaron un incremento en el valor de la tierra y mejoras del orden de los USD 16 millones, las que pasaron a tener un valor contable de USD 57.6 millones. Por su parte, los activos biológicos tuvieron un incremento del orden de USD 5 millones alcanzando un valor total al 31/12/2024 de USD 12.9 millones.

Al término del ejercicio 2024 la distribución de dividendos alcanzó a USD 2.8 millones.

## Cuadro 5: Estado de Resultados del Fideicomiso (miles USD)

Concepto	31/12/2024	31/12/2023
Ingreso de actividades ordinarias	281	6.276
Costo de ventas	-	(2.118)
<b>Resultado bruto</b>	<b>281</b>	<b>4.158</b>
Resultado por revaluación act biológicos	4971	
Gastos de administración y ventas	(1.603)	(588)
Resultados financieros y otros	135	60
<b>Resultados antes de Impuestos</b>	<b>3.783</b>	<b>3.631</b>
Impuesto a la Renta	(1.577)	(197)
<b>Resultado del ejercicio</b>	<b>2.205</b>	<b>3.434</b>
Otros resultados integrales *	16.046	(246)
<b>Resultado integral del ejercicio</b>	<b>18.251</b>	<b>3.188</b>

Fuente: EE.CC Fideicomiso

\* *Reserva por revaluación PPE*

Del cuadro precedente puede observarse que el resultado final se explica por la revaluación de los principales activos ya que los ingresos por operaciones fueron marginales.

### 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 casi nulo.*

**Riesgo administración**, considerando la idoneidad para cumplir con la función, evaluando la experiencia de los integrantes de Plantesia en virtud que todos los análisis practicados (incluyendo el hecho que se invierte en un patrimonio conocido y previamente evaluado), 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 muy 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 bajo.*

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

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

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

### 1. Bienes fideicomitidos y aspectos descriptivos del proyecto

Con los fondos obtenidos de la emisión se invirtió en la adquisición de inmuebles rurales para el desarrollo de la actividad silvícola, en las condiciones previstas en el Contrato.

El proyecto consiste en la compra de un patrimonio de unas 11.300 ha en el Sur-Este del país (departamentos de Canelones, Lavalleja y Maldonado), de las cuáles unas 7.300 ha están plantadas con E. globulus y dunnii con destino celulósico. El precio final del activo fue de 54,81 millones de dólares, y la emisión fue de 55,5 millones previendo los costos notariales, costos de emisión, remuneración del Administrador, gastos del Fideicomiso, y algún gasto o inversión adicional<sup>6</sup>.

### 2. Proyección del Flujo de Fondos

Los supuestos utilizados en las proyecciones descritas en el prospecto, fueron los siguientes:

- Valor de compra previamente acordado a través de una opción de compra. Monto razonable de acuerdo a las tasaciones disponibles.
- Las proyecciones de productividad de los bosques (IMA) esperados para las distintas especies son consistentes con las de otros proyectos.
- Se consideran la totalidad de los costos operativos: reforestación, manejo de rebrotes, mantenimiento de montes, administración, certificaciones, combate de incendios, etc.. Los costos se ajustan por la inflación en dólares de Uruguay.
- Los precios de venta considerados fueron:
  - o Para el E.Globulus USD 39,6/m<sup>3</sup>, basado en el precio de exportación puesto en planta de USD 70/m<sup>3</sup>, descontando costos de cosecha, carga, transporte y caminería.
  - o El precio de E.Smithii se iguala el precio de E. globulus.
  - o El precio de la madera de E.Dunnii es de USD 33,7/m<sup>3</sup> sea un 85% del valor de E.Globulus.
  - o Los precios de la madera se ajustan 3,5% anual
- Se consideró un precio de arrendamiento medio de mercado para las áreas ganaderas (25 USD/ha).
- Se asume que el valor de la tierra tiene una apreciación de un 3,5% nominal anual.
- Teniendo en cuenta la existencia de ofertas concretas, en el modelo se previeron dos ventas de dos lotes de tierra que no tienen destino productivo, pero si turístico en el departamento de Maldonado.

<sup>6</sup>. La opción de compra establecía que a partir de agosto de 2022 el precio se incrementaría en 150 mil dólares por mes como consecuencia del crecimiento de los bosques.

Si bien para CARE los supuestos presentados parecen razonables y están adecuadamente justificados en el prospecto, los precios de venta iniciales y la evolución esperada de los precios futuros pueden resultar algo optimistas, en la comparación con otros proyectos que son calificados por CARE y en base a la información internacional relevada.

Las proyecciones se presentaron por un período igual a la duración del negocio, o sea 25 años, estimándose la tasa interna de retorno para el inversor de 9,0%.

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

#### a) Análisis de sensibilidad

El prospecto presenta un análisis de sensibilidad variando en más y en menos la evolución esperada en de los precios de la tierra y de la madera. Los resultados se presentan en el cuadro siguiente.

<b>Cuadro 6. Sensibilidad de la TIR a diferentes tasas de evolución del precio de los productos y la tierra</b>					
Porcentaje de aumento de los precios de venta de la tierra	Porcentaje de aumento del precio de la madera				
	0,0%	1,5%	3,5%	4,0%	4,5%
0,0%	5,0%	6,3%	8,2%	8,7%	9,1%
1,5%	5,6%	<b>6,8%</b>	<b>8,5%</b>	8,9%	9,3%
3,5%	6,6%	<b>7,6%</b>	9,0%	9,4%	9,8%
4,5%	7,2%	8,1%	9,4%	9,7%	10,1%
5,5%	7,8%	8,6%	9,8%	10,1%	10,4%

Fuente: El Estructurador

La TIR del inversor en el escenario base según los criterios del organizador sería de 9,0%. Para CARE, un aumento de precios para la madera del 3,5% anual, estaría levemente por encima de los porcentajes que por lo general la calificadora considera para realizar proyecciones, por lo que se cabría esperar una TIR un poco menor (ver punto b).

*Como era de esperarse la TIR tiene poca sensibilidad ante variaciones en el precio de la tierra y mayor sensibilidad a las variaciones en el precio de la madera. Los valores varían entre 5,0% y 10,4%, siendo el menor el que correspondería a una situación en la cual los precios se mantuvieran nominalmente sin aumentos durante 25 años, tanto para la tierra como para la madera, una situación altamente improbable.*

*El VAN del inversor según el prospecto es de USD 16,4 millones descontado a tasa del 7,0%, (con el costo de oportunidad mayor al estimado por CARE en esta oportunidad).*

#### 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 los precios de la madera y para la evolución de su incremento anual esperado, ya que los mismos resultan levemente optimistas. Como ya fuera comentado, esta variable es la de mayor importancia en la generación de la rentabilidad final por su incidencia en la facturación global (75,8%).

### Menores precios de la madera y la tierra

En relación a los precios de la madera, las proyecciones para la próxima década de casi todos los especialistas coinciden en que la evolución de los precios para la próxima década sería algo menor que el promedio utilizado por el estructurador en el modelo, que lo situó en 3,5% en general (véase Sección V). Por otra parte, los precios de inicio en general están levemente por encima de los que están logrando otros emprendimientos, aunque esto podría justificarse por una mejor ubicación (distancia a centros de consumo) y mejores inversiones en caminos internos.

En relación al precio de la tierra, el 3,5% utilizado, parecería en principio muy probable de obtener y está muy alineado con el rango de valores que por lo general la calificadora utiliza para sus proyecciones. Para CARE un valor razonable de incremento anual del precio de la tierra debería contemplar a la inflación americana de largo plazo (1,5 a 2%)<sup>7</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 entre un 3 y 4%.

Sobre la base de estas consideraciones, CARE realizó un análisis de sensibilidad suponiendo menores precios de inicio y menores tasas de crecimiento de los precios para la madera.

**Cuadro 7. Sensibilidad de la TIR a menores precios de inicio y menores aumentos de la madera**

Precios de inicio la madera utilizados	% de aumento del precio de la madera			
	Base 3,5%	2,5%	2,0%	1,0%
Base	9,0%	8,3%	8,0%	7,3%
5% menores	8,6%	7,9%	7,6%	6,9%
10% menores	8,2%	7,5%	<b>7,2%</b>	6,5%
20% menores	7,4%	6,7%	6,4%	5,8%

Fuente: CARE en base al modelo financiero

Como puede observarse, el proyecto muestra tasas positivas y razonables aún partiendo de precios iniciales para la madera de un 20% menores a los considerados por el estructurador y proyectando aumentos anuales de los precios del 1%, lo que significaría una caída de los valores en términos reales.

El escenario que considera los criterios de CARE para realizar proyecciones de largo plazo, sería considerando un 10% menos de precio de la madera para el inicio y el mantenimiento de los mismos en moneda constante o sea evolucionando de acuerdo a la inflación considerada de EEUU de largo plazo (2%). En ese caso la tasa interna de retorno esperada se ubicaría en 7,2%.

<sup>7</sup> La inflación americana se mantiene aún levemente por encima de su tendencia de largo plazo, pero en niveles ya muy cercanos.

### **Análisis de riesgo, escenario muy adverso.**

Como ya fuera comentado en el punto anterior en detalle, la TIR del proyecto logra sortear con éxito variaciones significativas de las principales variables que tienen incidencia en el resultado económico del proyecto.

CARE a los efectos de estresar aún más el modelo, estimó la TIR para el caso de que se conjugara una reducción de un 20% en el precio de la madera durante los 25 años, sin aumentos nominales durante el período y un mantenimiento en términos nominales también del precio de la tierra al momento de la venta final, lográndose en ese caso una TIR de un 3,0%. Importa destacar que la probabilidad de ocurrencia de ese escenario sería extremadamente baja, ya que nada indica que las variables como el precio de la tierra o el valor de la madera vayan a tener ese comportamiento.

### **4. Costo de oportunidad del capital.**

Una forma de evaluar si una TIR es atractiva o no, es compararla con el costo de oportunidad del capital propio, ya que es la tasa que le pone un piso a la rentabilidad esperada de un proyecto y es el indicador clave para descontar los flujos de fondos esperados.

Para estimar el costo de oportunidad del capital, CARE utiliza el modelo de valoración CAPM (Capital Asset Pricing Model)<sup>8</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>9</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 11 puntos básicos<sup>10</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 CARE para realizar proyecciones (7,2%), lo que estaría indicando que el proyecto sería atractivo, según esta metodología.

En la coyuntura actual, la tasa libre de riesgo es mayor al promedio de los últimos 5 años, pero en contrapartida el riesgo país es menor al período considerado. En consecuencia, si se aplican los valores actuales, el costo de oportunidad del capital sería menor (5,38%).

Otros indicadores con los que podría compararse la TIR esperada del Fideicomiso podrían ser las curvas de rendimiento, que serían opciones posibles de inversión ya que están estimadas para el caso del Uruguay<sup>11</sup>. En la actualidad la curva en dólares (CUD) a 10 años está en 5,24%. La TIR esperada está también por encima de la curva en dólares.

<sup>8</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>9</sup> Valor proporcionado por Damodaran.

<sup>10</sup> Es el promedio de 5 años, en la actualidad el riesgo país está ubicado en el entorno de 80 puntos básicos

<sup>11</sup> Curva Spot de Rendimientos de Títulos Soberanos Uruguayos emitidos en moneda nacional indexada a la inflación o en dólares, según sea el caso

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 los costos de oportunidad del capital estimados.

## 5. Riesgo de manejo productivo forestal.

El riesgo de manejo forestal, refiere a las decisiones sobre el manejo del monte (plantación de especies en sitios adecuados; manejo en la producción de plantas y establecimiento; perfeccionamiento del árbol aplicando programas de mejoramiento genético; desarrollo y llevado a cabo de espaciamientos y regímenes silviculturales; protegiendo el cultivo silvícola y la tierra de alteraciones como fuego, problemas sanitarios, animales, malezas, entre otros).

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 estas 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).

## 6. Tasación de la Tierra y los Montes Forestales

A diciembre de 2024 se presentó la primer tasación de la tierra y los montes desde la compra de los activos, la que fue realizada por la Ing.Agr. Martha Tamosiunas. Los resultados se presentan en el siguiente cuadro.

<b>Cuadro 8. Tasaciones de la tierra y madera en miles de USD</b>	
	<b>2024</b>
Tierra (11.282 has)	53.797
Madera Comercial	11.329
Madera precomercial (montes jóvenes y cepas)	1.614
Mejoras (construcciones, alambrado, etc)	3.865
<b>TOTAL</b>	<b>70.606</b>

Fuente: Care en base a tasaciones

Esta estimación de los valores de los activos se realizó bajo la metodología de enfoque de costos, que implica que los valores de los componentes individuales de cada unidad se estiman por separado y luego se suman para obtener un valor total de las unidades.

La tasadora también realizó una estimación del valor utilizando la metodología de de los ingresos netos futuros descontados, utilizando una tasa del 7,5%. En este caso el precio fue de 58,8 millones y si se agregan los ingresos por la venta de certificados de carbono, el valor de tasación pasaría a ser 63,1 millones de dólares.

La tasadora optó por el enfoque de costos, en el entendido de que los valores por unidad utilizados en la valoración de los componentes individuales son compatibles con los datos de mercado, y el valor global indicado es razonable. Por otra parte, el enfoque de ingresos futuros implica la realización de muchos supuestos, proyecciones y tasas de descuento, que pueden dar valores diferentes.

**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 el 75,8% 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>12</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.

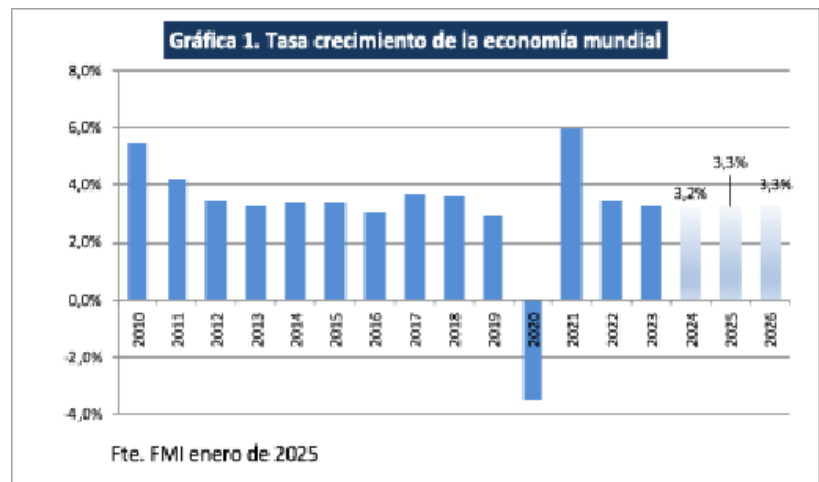
Para el largo plazo no existen elementos para suponer cambios en las tendencias planteadas en el prospecto de emisión, aunque no habría que descartar puntualmente coyunturas desfavorables como las comentadas.

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.

### ***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>12</sup>. FAO 2022.



### ***Evolución histórica de los precios***

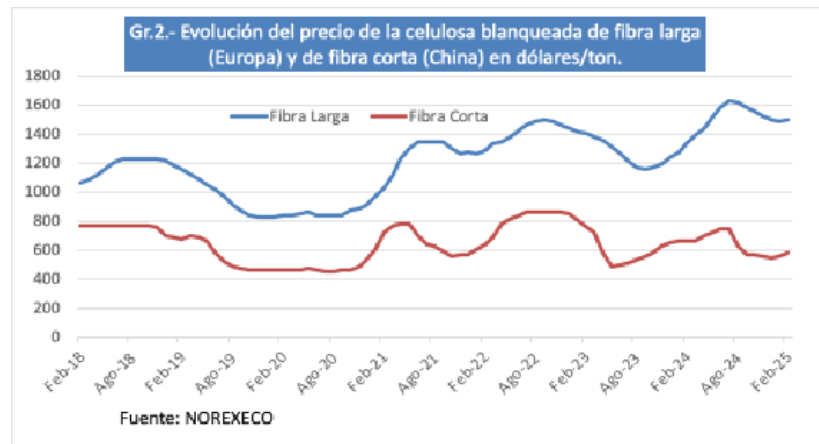
En los últimos años, los precios internacionales de los productos forestales han mostrado una muy alta volatilidad, como consecuencia de la ocurrencia de una serie de factores que han afectado la demanda: la pandemia, los conflictos bélicos, el magro crecimiento de la economía mundial, acumulación de 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>13</sup> (principal cotización internacional, correspondiente a pulpa de coníferas de fibra larga en Europa), y de la BHKP<sup>14</sup> (pulpa de fibra corta en China). Puede observarse el comportamiento comentado en el párrafo anterior.

<sup>13</sup> Northern Bleached Softwood Kraft Pulp. Pulpa de celulosa blanqueada de fibra larga

<sup>14</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>16</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.

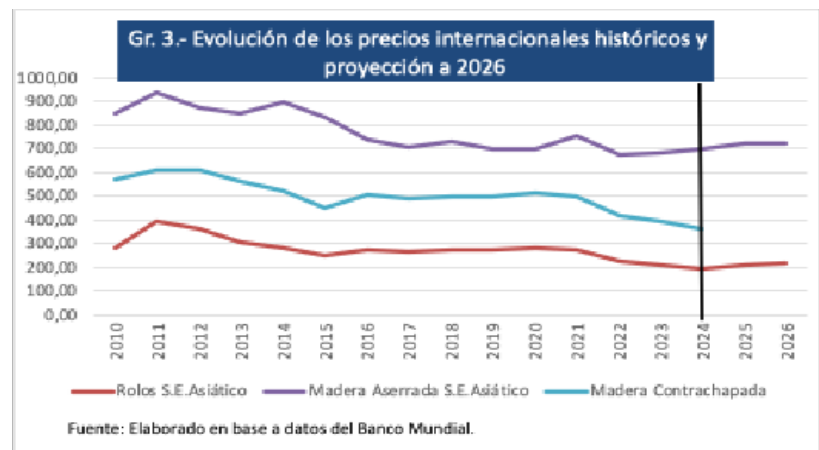
Para el caso de la madera de eucalipto en bruto con destino aserrío, el comportamiento de la demanda ha mostrado una volatilidad similar al de la celulosa, aunque menos marcada. Por su parte, los precios mantienen una leve tendencia al crecimiento viéndose afectados mayormente los volúmenes comercializados.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

<sup>15</sup> Valor FOB de exportación/toneladas exportadas

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

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



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

<sup>16</sup> World Bank Commodities Price Forecast. En informes posteriores solamente se proyectan precios para 2024 y 2025.

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.

<b>Cuadro 9. 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

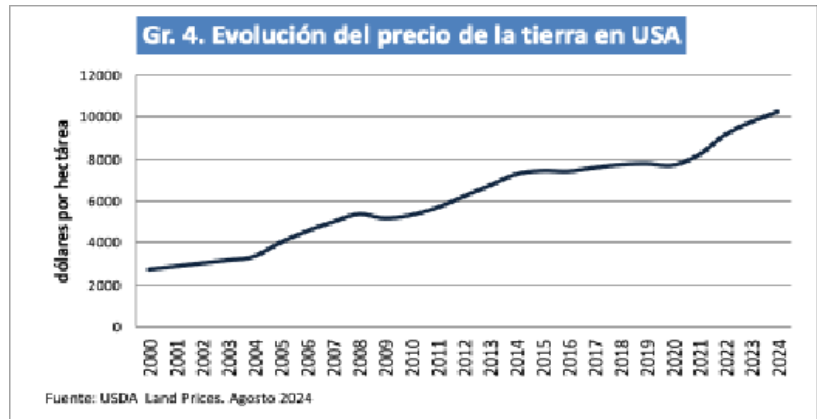
Las perspectivas de demanda internacional por tierra siguen siendo alentadoras y ubicarían los precios en niveles crecientes para el corto y mediano plazo. Esto es consecuencia de las dificultades que existen para la expansión de la frontera agrícola, sumado a la necesidad de un uso racional y sostenible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

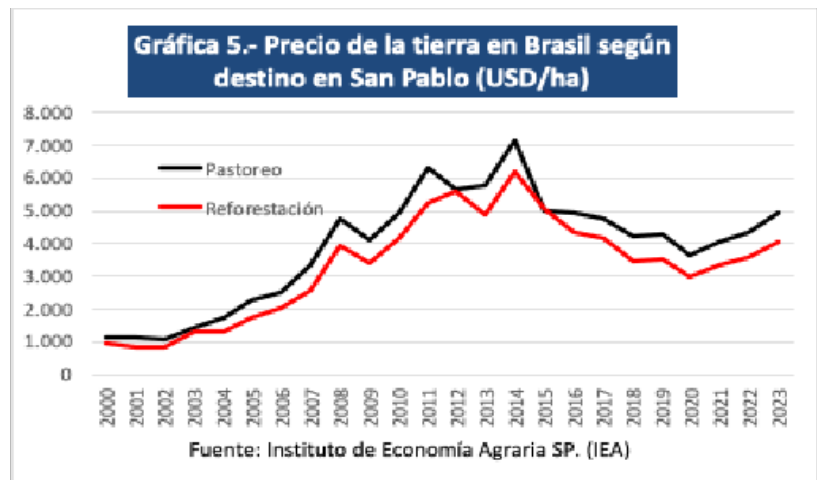
En lo que respecta al precio de la tierra en Estados Unidos, en lo que va del siglo XXI se observa una continua fase ascendente, con alguna excepción (2009 y 2015) en donde se verificaron mínimas reducciones, pero que no modifican la tendencia. El precio en Estados Unidos cayó únicamente en los primeros 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>17</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.

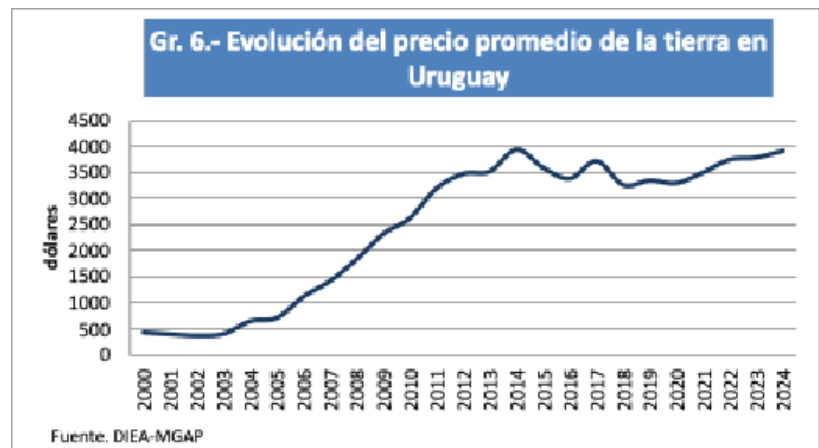
A partir de 2021 el precio de la tierra en el Uruguay parece retomar su tendencia histórica de crecimiento, al aumentar un 6,2% en ese año y luego un 6,9% en 2022, guarismos seguramente influidos por el repunte de los precios internacionales, por el fortalecimiento del peso uruguayo con respecto al dólar, 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>18</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>17</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>18</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>19</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>20</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 significativo de ingreso final del fideicomiso (21,2%) por lo que lo que finalmente ocurra con su comportamiento tendrá una contribución con el retorno final de la inversión. El modelo financiero supuso una valorización acumulativa anual de un 3,5% nominal durante los 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:

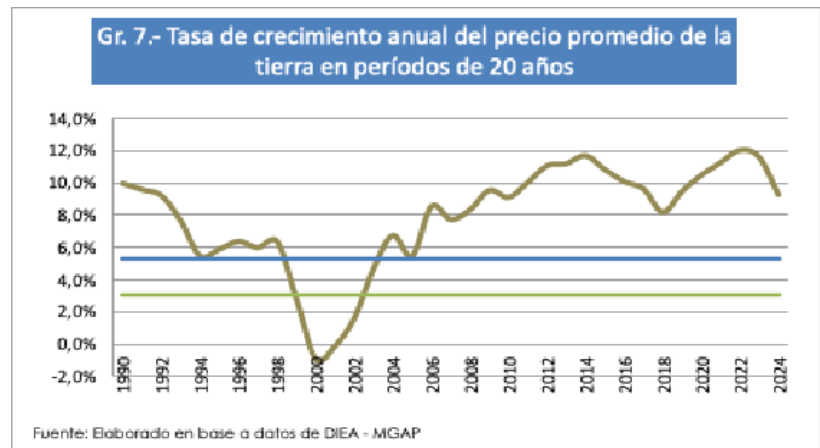
- En promedio, la evolución anual del precio de la tierra en períodos móviles de 20 años fue de 7,9% (nominal).
- La tasa anual de crecimiento fue menor al 3,5% para el caso de los campos que se vendieran entre 1999 y 2002, o sea que se hubieran comprado entre 1979 y 1982.
- Para el resto del período, el crecimiento anual del precio de la tierra supera el 3,5%.

<sup>19</sup>. SERAGRO, Agroclaro, Consur y operadores privados

<sup>20</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 es de 7,3%, y el mínimo crecimiento anual es de 5% y por lo tanto en ningún período estaría por debajo del valor considerado.

La evolución anual de este indicador –para intervalos de 20 años- muestra una tendencia al alza hasta el 2014, para luego comenzar a caer pero se mantiene en valores muy por encima del 3,5% (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>21</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.

## 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>21</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.

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.

Estas modificaciones, así como las regulaciones generales para el sector, no tienen mayor impacto para este fideicomiso ya que no se incorporarán nuevas áreas forestales, aunque si seguramente para la actividad.

**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>22</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>22</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.**