

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

*Montevideo, abril de 2025*

---

|    |   |
|----|---|
| 4  | RESUMEN GENERAL                                       |
| 7  | I INTRODUCCIÓN  |
| 12 | II EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION |
| 14 | III LA ADMINISTRACION                                 |
| 19 | IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO DE FONDOS          |
| 27 | V EL ENTORNO  |
| 38 | VI CALIFICACIÓN DE RIESGO                             |

---

**Actualización de la Calificación de Oferta Pública de los Certificados de Participación del Fideicomiso Financiero Bosques del Uruguay II.  
08 - abril - 2025**

|  |  |
|--|--|
| <b>Fiduciario:</b>                             | EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión.                     |
| <b>Operador (Administrador) y Organizador:</b> | Agroempresa Forestal S.A.  |
| <b>Agente de Registro y Pago:</b>              | EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión                      |
| <b>Entidad Representante:</b>                  | Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.                                  |
| <b>Títulos emitidos:</b>                       | Certificados de participación  |
| <b>Moneda:</b>                                 | Dólares americanos   |
| <b>Importe de la emisión:</b>                  | USD 70.000.000   |
| <b>Fecha de suscripción:</b>                   | 19 de enero de 2015.   |
| <b>Plazo:</b>                                  | Hasta liquidación de activos y obligaciones del fideicomiso - Máximo: 30 años. |
| <b>Distribuciones:</b>                         | Según resultados acumulados de acuerdo a procedimiento establecido.            |
| <b>Activos del Fideicomiso:</b>                | Tierra y bosques forestales  |
| <b>Vigencia de la actualización:</b>           | 30 de noviembre de 2025  |
| <b>Comité de Calificación:</b>                 | Julio Preve, Adrián Tamber y Martín Durán Martínez.                            |
| <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 del Fideicomiso Forestal Bosques del Uruguay II, manteniendo la categoría BBB+ de grado inversor.***

Del conjunto de los principales elementos de juicio en esta oportunidad, el comité de calificación destaca los siguientes:

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico ofrece las garantías necesarias tal como se destacó oportunamente en el informe jurídico del Anexo I de la calificación original, ratificada en el correr del tiempo.
- Un negocio que desde el punto de vista económico-financiero para el inversor, soporta los stresses ajenos al negocio a los que razonablemente la emisora y la calificadora han sometido el proyecto. Se presentó en marzo de 2025 una actualización del flujo financiero a diciembre de 2024 estimando una TIR para todo el período en el entorno de 8,1%, un valor que prácticamente no modifica las estimaciones realizadas el año anterior (ver sección IV).
- Los informes del Operador (Agroempresa Forestal SA), resultan satisfactorios en términos generales para la marcha del proyecto, los que son ratificados por el Comité de Vigilancia. Por su parte, este último informa que se vienen cumpliendo a satisfacción los estándares mínimos esperados en cuanto a áreas plantadas, prendimiento y el Incremento Medio Anual (IMA) de los bosques.
- Se destaca que la misma empresa ya administra otros tres proyectos de similares características, calificados por CARE también con nota de grado de inversión; manejando en la actualidad más de 80 mil hectáreas efectivas de montes, a través de la emisión de 640 millones de dólares en total. Por otra parte la empresa tiene CPs por un valor total del orden de los 13,8 millones de dólares entre los 4 fideicomisos.
- La capacidad de gestión de la empresa administradora del proyecto – Agroempresa Forestal – se mantiene bajo los estándares de eficiencia evaluados en los anteriores informes de actualización, lo que se ratifica en los distintos informes de las partes involucradas.
- Un diseño de gobierno corporativo que minimiza el riesgo a los inversionistas y que hasta la confección del presente informe ha funcionado en forma adecuada (informes del operador, asambleas de titulares de Certificados de Participación e informes del comité de vigilancia).
- El fideicomiso tiene en propiedad aproximadamente 14,7 mil hectáreas de las cuales unas 9,1 mil se encuentran forestadas y habría unas 234 disponibles para plantar, lo que determinará un 65% de aprovechamiento.

- A diciembre de 2024 se realizó una nueva valuación de las tierras y plantaciones del Fideicomiso, arrojando un valor total de 120,4 millones de dólares, un 3,2% menor al de un año anterior, conformado por 50,1 millones por la tierra y 70,3 millones por concepto de montes forestales. Esta leve reducción se explica por la menor valuación de los montes forestales (-8,7%) y ello se explicaría por el cambio de la empresa tasadora. El valor contable de estos activos se menciona en la Sección III. El patrimonio contable al 31 de diciembre de 2024 era de USD 123 millones, superior al valor de la emisión recibido que fue de USD 70 millones.
- En el año 2024 los ingresos brutos del Fideicomiso fueron de un total de 5,1 millones de dólares, un 11% por debajo de lo presupuestado. Esta diferencia se explica por la no realización de ventas de bonos de carbono, la venta de madera pulpable a levantar del campo y a que las exportaciones fueron en una parte de rollos para pulpa con un menor precio que la madera para aserrío. La totalidad de la madera vendida proviene de raleos, ya que en 2024 no se realizaron cosechas finales (tala rasa).
- Respecto de los egresos, los costos operativos estuvieron alineados con el presupuesto, aunque con desvíos importantes en sus componentes, por su parte los gastos generales estuvieron por debajo del presupuesto. Dentro de las inversiones, se realizaron plantaciones en 62 hectáreas, de las 276 que están previstas para plantar en el 2024 las que se plantarán en el correr de este año. En conjunto, los egresos totales (considerando inversiones) estuvieron un 9% por debajo de lo presupuestado para el año.
- 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 del reciente recrudecimiento de las políticas proteccionistas.
- En este contexto, los precios internacionales de los productos que comercializa este fideicomiso (celulosa y madera sólida) han mostrado un comportamiento muy variable en los últimos años. Para el caso de la celulosa, principal producto forestal exportado por Uruguay, los valores mostraron un cierto repunte durante el primer semestre del 2024, para luego comenzar a caer a partir del mes de agosto y hasta fines del año, para probablemente iniciar una nueva recuperación. Las exportaciones de madera sólida de eucalipto, que enfrentaron un mercado muy poco demandado en 2022 y parte de 2023, se han ido recuperando lentamente de la mano de China, India y Vietnam, mientras que las exportaciones de madera de pino siguen sin mostrar por el momento niveles sostenidos de demanda, con la excepción de India que es el único mercado activo. El mercado interno se encuentra con buena demanda por madera ya sea para pulpa o para aserrío.

- El mercado de tierra agrícola (incluida la forestal), presenta para el largo plazo tendencias de incremento en sus precios, como consecuencia del aumento sostenido de la demanda de alimentos, fibras y maderas, y a que en general las posibilidades de expansión de la frontera agrícola está cada vez más limitada. Para el caso del Uruguay, los incrementos esperados en los precios de la tierra serán seguramente más moderados que los ocurridos entre 2004 y 2014. Luego de un período de ajuste y de un comportamiento errático con escasos negocios entre 2015 y 2020, el precio de la tierra lleva varios años de aumentos. El precio promedio de la tierra en dólares corrientes reportado por DIEA-MGAP para el primer semestre del 2024, habrá prácticamente alcanzado el máximo histórico del 2014 (-0,6%), aunque en dólares corrientes.
- Respecto de las políticas públicas, el cambio de administración podría volver a considerar la implementación de algunos cambios en el marco regulatorio de la actividad, tendientes a limitar el uso del suelo para la forestación, con posibles efectos sobre la actividad. No obstante, este Fideicomiso en particular ya ha completado sus plantaciones y obtenido los permisos correspondientes, motivo por el cual no se advierten por el momento amenazas para este proyecto.

## I. INTRODUCCIÓN

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

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para actualizar la calificación de los Certificados de Participación del Fideicomiso Financiero denominado "Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay II", por un valor nominal de USD 70.000.000 (setenta millones de dólares).

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

CARE Calificadora de Riesgo es una calificadora con registros y manuales aprobados por el Banco Central del Uruguay a partir de abril de 1998. Califica conforme a su metodología oportunamente aprobada por dicha autoridad, seleccionando los profesionales necesarios para integrar en cada caso el comité de calificación, el que juzga en función de sus manuales. Estos, su código de ética, registros y antecedentes se encuentran disponibles en el sitio web: [www.care.com.uy](http://www.care.com.uy) así como en el del regulador: [www.bcu.gub.uy](http://www.bcu.gub.uy). El comité de calificación estuvo integrado en este caso por Martín Durán, Adrián Tamber y Julio Preve. CARE contrató los servicios del Dr. Leandro Rama para la evaluación del riesgo jurídico en ocasión de la calificación original. Asimismo contrata regularmente cuando lo entiende necesario informes de campo adicionales y realiza vistas a los predios.

## 2. Antecedentes generales y hechos salientes del período

### A. Antecedentes generales

El Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay II tiene como objetivo proveer a los inversores retornos a largo plazo logrados esencialmente a través del producto de las ventas de la madera y bosques en pie y la valorización del activo tierra, y a la vez, aunque en menor medida, del producto de la venta de bonos de carbono y de pastoreo de las tierras no forestadas, siguiendo protocolos de inversión y administración, con adecuados estándares productivos, ambientales y sociales. Respecto al ingreso por ventas total estimado en el prospecto, un 78% correspondería a venta de madera, 20,5% a la venta de la tierra al final del proyecto, y menos del 1,5 % a ingresos por venta de bonos de carbono y pastoreo<sup>2</sup>.

Como antecedente más relevante hay que mencionar a los Fideicomisos Financieros Forestales Bosques del Uruguay I, III y IV, que emitieron certificados de participación en agosto de 2011, en diciembre de 2016, y en abril de 2019, por un monto de 50, 190 y 330 millones de dólares respectivamente. Estos fideicomisos, con idéntica administración que la del presente, vienen cumpliendo a satisfacción con los planes de negocios originales, análogos al que se presenta en esta oportunidad, los tres calificados por CARE con nota de grado inversor.

- El patrimonio de tierras de BDU II a fines de 2024 está compuesto por 20 predios con una superficie total de 14.656 hectáreas de las cuales aproximadamente 9.100 se encuentran forestadas y habría 234 disponibles para plantar lo que da un aprovechamiento del 65%. Las tierras adquiridas se encuentran en Lavalleja, Cerro Largo, Florida y Treinta y Tres.
- Las plantaciones de pino taeda constituyen actualmente el 15% de la superficie del patrimonio forestal, las de eucaliptus para pulpa suman un total de 18%, mientras que las de eucaliptus grandis cuyo destino principal es la producción de madera sólida constituyen el 68,5% de la superficie, según informa el Comité de Vigilancia.
- Se ha completado la operación de compra de tierras y también la plantación de montes. Para el futuro, las operaciones del proyecto corresponden principalmente a tareas de mantenimiento de montes y alambrados, control de malezas, podas, raleos, cosecha, eliminación de cepas, manejo de rebrotes, vigilancia, reforestaciones, etc.
- En octubre de 2018 se vendió al Fideicomiso Financiero “Bosques del Uruguay III” el establecimiento Cruz Roja con una superficie de 1.782 hectáreas, de las cuales 1.350 eran forestables y un 51% ya estaba plantado. Para la realización de esta venta se contó con el visto bueno del Comité de Vigilancia y con la aprobación unánime de los titulares de los Certificados de Participación reunidos en la asamblea del 16 de abril de 2018.
- En abril de 2017 se realizó una modificación al contrato de fideicomiso que lo habilita a endeudarse por hasta un cierto porcentaje de su patrimonio (15%), para lo cual debe obtener previamente el visto bueno del Comité de Vigilancia y comunicar a la Calificadora de Riesgo.

<sup>2</sup> Capítulo IV del Prospecto: Objetivo y característica de la inversión.

- El 13 de junio de 2019 se reunió la Asamblea de Titulares de los Certificados de Participación del Fideicomiso, a la que asistieron el 100% de los tenedores. En dicha asamblea por primera vez se resuelve por unanimidad realizar un adelanto de Distribuciones por un monto de dos millones de dólares, dada la existencia de Fondos Netos Distribuibles.
- A partir de julio de 2020, la contratación de créditos de corto plazo para capital de giro pasa a ser una práctica habitual de gestión, cumpliendo siempre con la comunicación al Comité de Vigilancia y la Calificadora de Riesgo. Hasta el momento no ha habido dificultades para el cumplimiento de las obligaciones asumidas.
- El 28 de diciembre de 2020 se realizó una Asamblea de Titulares de los Certificados de Participación con la representación del 100% y se decidió modificar algunos términos y condiciones de los CPs. Los cambios refieren a la modificación de la paramétrica del ajuste de los honorarios de Agroempresa Forestal y también se acordó subir información una vez por año de los Fideicomisos a la WEB de Bosques del Uruguay.
- Se trabaja para la validación y el registro de los bonos de carbono bajo el estándar CCB (Climate, Community & Biodiversity Standard). Dicho estándar permite reflejar la forma en que el fondo se relaciona con la comunidad y así emitir bonos de carbono de mayor valor.
- El fideicomiso cuenta con la certificación FSC (Forest Stewardship Council o Consejo de Administración Forestal en español). A la fecha (diciembre de 2024) el Fideicomiso tiene el 72% de las hectáreas certificadas y se continúa trabajando hasta completar el 100% de la superficie.
- Agro Empresa Forestal (AF) es miembro signatario desde 2022 de PRI (Principios de Inversión Responsable). En ese sentido debe presentar anualmente informes y evaluación relacionada con la inversión responsable, debiendo cumplir con requisitos mínimos y ciertos indicadores para mantener la membresía. En 2023 presentó su primer informe (voluntario en esta oportunidad, luego será obligatorio), obteniendo tres estrellas Policy Governance and Strategy (PGS) y 4 estrellas Confidence building measures (CBM). El máximo es 5 estrellas y el módulo más relevante es PGS.
- El 28 de febrero de 2024 se realizó una Asamblea de Beneficiarios en la que se decidió realizar algunas modificaciones al Contrato de Fideicomiso en temas relativos al ajuste en la remuneración del administrador.

### **B. Hechos salientes del período**

- Para el 2024 el fideicomiso tuvo ingresos totales por 5,1 millones de dólares, aproximadamente un 15% menores a lo proyectado inicialmente, esos ingresos fueron un 55% menores a los del año anterior. Las mayores diferencias respecto de lo presupuestado se explican por un lado, a menores valores en las ventas domesticas, ya que éstas se realizaron a levantar del campo a un precio menor que puesto en plantas de celulosa, y por otro, que en lo que se exportó se había presupuestado como madera para aserrío (+20) y finalmente se envió un mix de productos que incluyó madera pulpable y con menor precio. A su vez no se comercializaron bonos de carbono porque el precio no era redituable.

## Cuadro 1. Ingresos proyectados y reales 2024 (USD)

|                                    | Presupuesto      | Real             | Variación   |
|------------------------------------|------------------|------------------|-------------|
| Ingresos Brutos ventas domésticas  | 4.919.760        | 4.135.787        | -16%        |
| Ingresos Brutos ventas exportación | 600.450          | 769.020          | 28%         |
| Otros Ingresos                     | 494.424          | 185.409          | -63%        |
| <b>TOTAL</b>                       | <b>6.014.634</b> | <b>5.090.216</b> | <b>-15%</b> |

Fuente: el operador

- El ingreso estuvo compuesto en un 81% por ventas de madera al mercado interno, 15% por ventas de madera de exportación y 4% por contratos de pastoreo
- El presupuesto de gastos e inversiones para 2024 se estimó un total de 6,4 millones de dólares, en donde los costos de producción insumirían el mayor porcentaje (42%).

## Cuadro 2. Costos e inversiones proyectados y reales para 2024 (USD).

|   | Presupuesto      | Real             | Variación  |
|---|------------------|------------------|------------|
| Costos de Producción                        | 2.865.815        | 2.906.898        | 1%         |
| Gastos, gerenciamiento, fijos y financieros | 2.214.014        | 1.844.612        | -17%       |
| Inversiones Implantación y manejo           | 1.341.090        | 1.102.664        | -18%       |
| <b>Total</b>                                | <b>6.420.919</b> | <b>5.854.174</b> | <b>-9%</b> |

Fuente: el operador

- Los costos de producción del 2024 estuvieron razonablemente alineados con el presupuesto estimado para el año, con algunas variaciones en sus componentes. Los gastos y las inversiones estuvieron por debajo del presupuesto lo que determinó que en conjunto, costos e inversiones estuvieran finalmente un 9% por debajo de lo presupuestado.
- En 2024 se realizaron plantaciones en 62 hectáreas, de las 276 que estaban previstas para el año; la superficie que no se plantó lo será en 2025. En promedio, los costos operativos por m3 de cosecha (raleo) y de caminería, no tuvieron variación respecto al promedio del año 2023.
- Durante el cuarto trimestre de 2024, se obtuvo la validación del proyecto bajo el estándar VCS- CCB (Climate, Community, Biodiversity), lo cual otorga valor a los certificados de carbono y permite avanzar en su comercialización para materializar los ingresos en los próximos años.
- Sobre fin del año 2024 se realizó una nueva tasación de los montes y tierras del fideicomiso estimándose un valor total de 120,4 millones de dólares, conformado por 50,1 millones por la tierra y 70,3 millones por concepto de ingresos forestales<sup>3</sup>. Si bien se incrementan los valores de la tierra en un 9,1% bajan los valores de los montes (-8,7%), lo que determina una revaluación negativa de los activos de -3,2%.
- Durante el tercer trimestre 2024 se realizó la auditoría anual de la certificación FSC, donde se recorrieron varios predios y se auditó el Manejo Forestal utilizando el STD para Uruguay 2021. Los resultados de la auditoría fueron buenos, no se obtuvieron incumplimientos y se levantaron algunas observaciones menores que fueron tomadas por parte del equipo operativo para continuar mejorando.

<sup>3</sup>. En esta oportunidad se contrató a una nueva tasadora (INDUFOR), que no considera los ingresos por pastoreo ni los provenientes de ventas de carbono en el entendido de que el valor de la tierra ya los debería considerar, no obstante reconoce que podrían existir unos 3 millones de dólares en bonos de carbono que se podrían vender.

- El operador presentó el presupuesto para el 2025, el cual ya fue aprobado por el comité de vigilancia. Se proyectan ingresos brutos por US\$ 7.8 millones, que estaría compuesto en un 24% por ventas de madera al mercado interno (pulpa y aserraderos), un 71% por ventas de madera de exportación y el resto por otros ingresos (básicamente pastoreos). Una vez descontados los costos operativos y los gastos, se lograría un flujo operativo neto negativo de unos 45 mil dólares. Finalmente se prevén unos 910 mil dólares de inversiones.

**Cuadro 3. Presupuesto operativo proyectado 2025 (USD)**

|                                    | <b>Presupuesto</b> |
|------------------------------------|--------------------|
| Ingresos Brutos ventas domésticas  | 1.868.112          |
| Ingresos Brutos ventas exportación | 5.548.279          |
| Otros Ingresos                     | 354.515            |
| Total de Ingresos                  | 7.770.906          |
| Costos Operativos                  | -5.604.271         |
| Gastos                             | -2.211.823         |
| Flujo Operativo Neto               | -45.188            |
| Inversiones                        | -910.552           |
| Flujo Operativo y de inversión     | -955.740           |

Fuente: el operador

- Al diciembre de 2024 el área con pastoreo representa el 84% del total de la superficie potencial. El área que está sin pastoreo (2.290 has), se debe a la existencia de plantaciones jóvenes y áreas con manejo de rebrotes donde aún no pueden ingresar animales a pastoreo.

### 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
- Balance de Agro Empresa Forestal al 31 de diciembre de 2024, con informe de auditoría.
- Informes trimestrales del operador, el último a diciembre de 2024.
- Informes trimestrales del comité de vigilancia, el último a diciembre de 2024.
- Informe del mercado de la madera al 30 de setiembre de 2024 (Agro Empresa Forestal).
- Informes de calificación de otros fideicomisos análogos.
- Información relevante del sector forestal.
- Tasaciones de los montes a diciembre de 2024. Indufor Forest Intelligence.

### II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

Se comercializaron en oferta pública certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay II, creado por contrato correspondiente de fideicomiso financiero. Este contrato, los certificados y los demás contratos citados se analizaron en el informe jurídico realizado en ocasión de la calificación original.

#### 1. Descripción general

|                                |  |
|--------------------------------|--|
| <b>Denominación</b>            | Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay II   |
| <b>Fiduciario</b>              | EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.   |
| <b>Administrador:</b>          | Agroempresa Forestal S.A.  |
| <b>Entidad Registrante:</b>    | EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.   |
| <b>Entidad Representante</b>   | Bolsa Electrónica de Valores S.A.  |
| <b>Organizador:</b>            | EF Asset Management Administradora de fondos de Inversión S.A.   |
| <b>Títulos emitidos</b>        | Certificados de Participación  |
| <b>Activos del Fideicomiso</b> | El Fideicomiso invirtió en la creación de un patrimonio forestal. Esto incluye la compra y/o arrendamiento de inmuebles rurales y la plantación de los montes. |
| <b>Moneda:</b>                 | Dólares  |
| <b>Importe de la Emisión:</b>  | USD 70.000.000   |
| <b>Fecha de Emisión:</b>       | 5 de agosto de 2011  |
| <b>Plazo:</b>                  | Hasta liquidación de activos y obligaciones del fideicomiso. Máximo 30 años.   |
| <b>Fecha de suscripción:</b>   | 19 de enero de 2015  |
| <b>Distribuciones:</b>         | Según resultados acumulados de acuerdo a procedimiento establecido   |
| <b>Calificación de Riesgo:</b> | 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.

La conclusión del informe es: ***“...En conclusión y contemplando todos los aspectos involucrados, el negocio fiduciario cuenta con un razonable grado de cobertura, no advirtiendo riesgos sustanciales asociados a contingencias jurídicas en el proceso de emisión”***

### Riesgos considerados

**Riesgo jurídico de estructura.** . Comprende el análisis de la eventualidad de incumplimientos en el pago a los beneficiarios, derivado de defectos en la estructura jurídica por no cumplir con alguna norma vigente, así como eventualmente por la aplicación de sentencias judiciales derivadas de demandas de eventuales perjudicados por la creación oportunamente descrita. Visto el informe antes mencionado, que reitera en lo esencial el de los Fideicomisos análogos I, III y IV, así como el tiempo transcurrido sin que se haya verificado conflicto alguno, se concluye que el riesgo jurídico de estructura *se considera 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 y 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: EF Asset Management (EFAM) en su condición de emisora y fiduciaria del fideicomiso financiero, y Agroempresa Forestal S.A. (AF) en su condición de operadora del proyecto.

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

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 4: 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 5: 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. Agroempresa Forestal S.A. (AF)

La empresa operadora ya ha sido analizada por CARE en ocasión de la calificación original de este fideicomiso y otros tres análogos a este y sucesivas actualizaciones. En todas las ocasiones la evaluación de la firma en cuanto a su capacidad de llevar adelante los distintos proyectos ha sido positiva por lo que de aquí en más solo se hará un seguimiento de la misma, alertando ante la ocurrencia de algún hecho relevante que justifique una revisión de dicha opinión.

El propio desempeño constatado por CARE en ocasión de la revisión de la evolución de cada uno de los proyectos se constituye en la mejor fuente de información disponible para evaluar su capacidad.

Sintéticamente se recuerda que AF Global SRL es la empresa holding bajo la cual opera AF Administraciones Forestales. Las otras dos divisiones son La Novillada (control de malezas y venta de agroquímicos) y AF Maderas focalizada en la exportación de rolos para aserrío y ventas de madera en el mercado doméstico.

AF inicia sus operaciones en Uruguay en el año 2000; en el 2007 lo hace en Chile y en 2010 en Brasil. Sumando los tres países, AF llegó a gestionar más de 100.000 hás.

En Uruguay, siendo el antecedente más relevante, AF administra, entre otros, el patrimonio de cuatro fideicomisos calificados por CARE (incluyendo este) que entre todos alcanzan un valor patrimonial original de USD 640 millones. Todos ellos han sido calificados con nota de grado inversor debido a su, hasta la fecha, correcto desempeño.

Con motivo de la puesta en marcha del cuarto fideicomiso, AF asumió la necesidad de reestructurar su organización adaptándola a las nuevas y crecientes necesidades. En tal sentido, se contrató una consultoría a la firma Deloitte para que sugiriera las mejoras que AF debía hacer en este sentido.

El trabajo insumió seis meses y del mismo surgieron una serie de recomendaciones que, en términos generales, se han ido implementando tal como se ha informado en anteriores actualizaciones por lo que no cabe reiterarlas acá.

La nueva estructura, complementaria y de apoyo a la estructura empresarial, ha quedado definida y periódicamente se informan de eventuales cambios en distintas posiciones profesionales que la integran.

### Figuras clave

La estructura básica se compone de un Directorio; un Comité de Auditoría y un Comité de Cumplimiento. La firma no ha informado de cambios relevantes en su organización.

- Sigue siendo la figura clave el **Ing. Agr. Francisco Bonino** como Presidente del Directorio e integrante del Comité de Auditoría.
- **Ing. Industrial Mecánico, Dan Guapura**, Gerente General
- **Economista Msc. María Stella**, a cargo del reporting a los inversores, las valuaciones anuales (Bevsa/Independientes/AF), las proyecciones financieras y la evolución de las variables claves (precios, transacciones comparables, etc).

### Situación económica financiera

La firma cierra balance el 31 de diciembre; en la oportunidad se contó con el último cierre disponible auditado por Grant Thornton al 31/12/2024.

De acuerdo a los mismos, la firma muestra una evolución patrimonial positiva y creciente, consistente con la evolución de resultados obtenidos. Cabe destacar su participación en los 4 fideicomisos que administra, contabilizando en su activo al cierre del ejercicio 2024 un total de CP's, emitidos por los 4 fideicomisos, por un valor del orden de USD 14 millones.

Por lo expuesto, Se sigue manteniendo opinión favorable en cuanto a la capacidad de AF de llevar adelante esta y las demás operaciones mencionadas. Se recuerda, por otra parte, que en tanto administradora de patrimonios de fideicomisos, AF está sometida a los controles de rigor en esos casos contemplándose incluso la eventualidad de su sustitución de ocurrir alguna de las contingencias previstas en los contratos respectivos.

## El Fideicomiso

El Fideicomiso BDU II fue creado por contrato del 14/8/2014; el BCU autorizó su inscripción el 5/12/2014. El 19/1/2015 se colocaron en BEVSA CP's por USD 70 millones en un régimen de integración diferida según se estableció en el documento de emisión y que estaba anunciado en el prospecto informativo. Esto ha sido ya totalmente integrado en un proceso que comenzó en enero de 2015 y finalizó en febrero de 2017.

Un resumen del estado de situación y resultados del Fideicomiso al cierre del ejercicio 2024 se expone en los cuadros siguientes.

**Cuadro 6: Estado de Situación del Fideicomiso**

| En miles de USD                  | 31/12/2024     | 31/12/2023     | 31/12/2022     |
|----------------------------------|----------------|----------------|----------------|
| Activo Corriente                 | 2.026          | 4.705          | 2.313          |
| Activo no Corriente              | 125.972        | 128.863        | 117.217        |
| <b>Total Activo</b>              | <b>127.998</b> | <b>133.568</b> | <b>119.530</b> |
| Pasivo Corriente                 | 1.309          | 2.536          | 1.101          |
| Pasivo no Corriente              | 3.232          | 2.869          | 2.602          |
| <b>Total Pasivo</b>              | <b>4.541</b>   | <b>5.405</b>   | <b>3.702</b>   |
| <b>Patrimonio</b>                | <b>123.457</b> | <b>128.163</b> | <b>115.827</b> |
| <b>Total Pasivo y Patrimonio</b> | <b>127.998</b> | <b>133.568</b> | <b>119.530</b> |
| <b>Razon Corriente</b>           | <b>1,55</b>    | <b>1,86</b>    | <b>2,10</b>    |

Fuente: EE.CC.F.F. BDU II

Las tasaciones realizadas sobre fin de ejercicio determinaron una baja en los activos biológicos por USD 7.9 millones (incluye tasación y nuevas plantaciones) y un alta en el valor de la tierra por USD 4.1 millones. De esta forma, el principal activo del Fideicomiso quedó compuesto por USD 70.3 millones de masa forestal y USD 55.6 millones por tierra (USD 50.1 millones) y mejoras. El resultado de las tasaciones se comenta en otra sección.

El patrimonio contable al 31/12/2024 según se desprende del cuadro precedente ascendía a USD 123.5 millones, menor al del ejercicio anterior pero sigue siendo muy superior en términos nominales, al valor de la emisión recibido que fue de USD 70 millones.

## Cuadro 7: Estado de resultados del Fideicomiso

| En miles de USD                        | 31/12/2024     | 31/12/2023    | 31/12/2022    |
|--|----------------|---------------|---------------|
| Ingresos Operativos                    | 5.090          | 11.668        | 8.846         |
| Activos biológicos (1)                 | (7.903)        | 11.126        | 10.992        |
| <b>Operaciones Continuas</b>           | <b>(2.813)</b> | <b>22.794</b> | <b>19.838</b> |
| Costo de los bs. vendidos              | (3.364)        | (9.291)       | (7.304)       |
| <b>Resultado Bruto</b>                 | <b>(6.177)</b> | <b>13.503</b> | <b>12.534</b> |
| Gastos Adm. Y Ventas                   | (2.247)        | (2.710)       | (1.679)       |
| <b>Resultado Operativo</b>             | <b>(8.424)</b> | <b>10.793</b> | <b>10.855</b> |
| Resultados Diversos (2)                | -              | -             | -             |
| Resultados Financieros                 | 267            | (188)         | (345)         |
| <b>Resultados antes de impuestos</b>   | <b>(8.157)</b> | <b>10.606</b> | <b>10.511</b> |
| IRAE                                   | (325)          | (131)         | 823           |
| <b>Resultado del período</b>           | <b>(8.482)</b> | <b>10.475</b> | <b>11.334</b> |
| Otros resultados integrales (2)        | 4.149          | 1.899         | 1.675         |
| Impuesto diferido                      | (374)          | (38)          | (169)         |
| <b>Resultado Integrado del período</b> | <b>(4.706)</b> | <b>12.336</b> | <b>12.840</b> |

Fuente: EE.CC.F.F. BDU II

(1) cambio en el valor de las plantaciones

(2) Cambio en el valor de la tierra

El patrimonio al cierre del ejercicio disminuye por el déficit registrado según se observa en el estado de resultados.

Los ingresos operativos del periodo corresponden básicamente a venta de madera (USD 4.9 millones) el resto y en forma menor, a ingresos por pastoreos y otros. Más detalles de la actividad productiva y comercial del periodo se encuentran en otra sección de este informe.

### Riesgos considerados

**Riesgo administración**, considerando la idoneidad para cumplir con la función de AF S.A. y de EFAM, en virtud que todos los análisis practicados en la calificación del BDU, se considera que el riesgo de incumplimiento de la administradora y del fiduciario con las responsabilidades del proyecto es *casi nulo*.

**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 función de diversos resultados.

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

Se invirtió en la compra 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 invirtió en aquellos Inmuebles que fueron recomendados por el Administrador de acuerdo a lo previsto en el Plan de Negocios siguiendo los procedimientos que se establecen en el Contrato.

### 1. Evaluación de la rentabilidad de la inversión.

El Proyecto planteado en el prospecto original presentaba una Tasa Interna de Retorno del 8.55% para el inversor; posteriormente el operador fue ajustando los flujos esperados. La última actualización del flujo financiero es a marzo 2025, con información real a diciembre de 2024 y proyectando hasta la culminación del fideicomiso.

El operador en esta última proyección del flujo financiero presenta una serie de escenarios posibles, suponiendo distintas evoluciones de precios de madera, costos de producción y evolución del precio de la tierra a partir de 2025 y hasta la finalización del Fideicomiso en 2035.

De los diferentes escenarios presentados, el que cumple con los criterios que CARE considera para realizar proyecciones razonablemente conservadoras, sería el siguiente:

- Los precios de los productos ajustan según la inflación de EEUU (se considera 2,1% anual)<sup>4</sup>. No se proyectan aumentos reales en los precios de la madera, ni en madera con destino a pulpa ni en la sólida.
- El aumento en el precio de la tierra es de un 3% anual en dólares corrientes.
- Los costos internos ajustan por la inflación de EEUU y Uruguay. Se proyecta para Uruguay una devaluación anual promedio del 3,5% y una inflación de 6,2%.

Por otra parte, los rendimientos proyectados se mantienen alineados al comportamiento real que se viene observando en los montes, y los precios y costos parten de los niveles actuales. El valor final de los bosques es el flujo de 20 años de ingresos futuros descontados al 8,5%, lo que supone un supuesto conservador.

Los ingresos del inversor son los proyectados en el nuevo flujo que comenzarían a partir de 2025 y terminarían con la liquidación del Fideicomiso en 2035. También se consideró como ingreso la distribución de utilidades realizada en el año 2019 por 2 millones de dólares.

En base a esta proyección, la TIR para todo el período del Fideicomiso sería de 8,2%, no mostrando variaciones con la del año anterior. Esta tasa de retorno se calcula sobre el supuesto que el inversor adquirió los CPs en el año 0 y al valor par.

En el cuadro siguiente se presenta, a modo de sensibilización, el resultado de la consideración de escenarios diferentes, algunos más favorables y otros menos.

<sup>4</sup>. Hoy aún está levemente por encima de esos valores, pero probablemente ajustará a niveles históricos.

## Cuadro 8: Resultados de la TIR en diversos escenarios

| Escenario  | TIR         |
|--|-------------|
| <b>1</b> Madera ajusta por inflación USA, más un crecimiento del 1,5%.<br>Los costos ajustan por inflación USD UY y la tierra tiene un aumento del 1,5%. | 8,1%        |
| <b>2</b> Madera ajusta por inflación USA. Los costos ajustan por Inflación USD UY, y la tierra tiene un aumento del 1,5%.                                | 8,1%        |
| <b>3</b> <i>Idem al 2 pero con aumento del 3% en el precio de la tierra</i>  | <b>8,2%</b> |
| <b>4</b> Los precios de la madera y de la tierra aumentan un 1,5%.   | 6,9%        |
| <b>5</b> Aumento precio de Tierra 1,5%   | 6,9%        |
| <b>6</b> Todos los factores constantes   | 6,7%        |

Fuente: El Operador

Como puede observarse las tasas de retorno esperadas en los diferentes escenarios tiene poca variación.

El escenario 3, es el que se corresponde con los criterios que considera CARE para realizar proyecciones. Sería con un aumento en el precio de la madera en el entorno de la inflación de EEUU, o sea un mantenimiento en términos reales. Las últimas proyecciones disponibles realizadas por el Banco Mundial hacia 2035 suponían un aumento entre un 1,1 y un 1,5% anual dependiendo del origen (ver Sección V). Para el caso de la tierra un incremento de un 3% anual parece razonable y conservador, siendo el valor que la calificadoradora en general utiliza para las proyecciones.

El escenario 6 corresponde a la TIR real, se supuso que los precios de la madera y los costos de producción se mantuvieran constantes en términos nominales durante todo el período, al igual que los precios de la tierra. En ese caso, la TIR sería del 6,7% en moneda constante.

Este nuevo cálculo de TIR es consistente con el severo análisis de sensibilidad al que CARE sometió el flujo de fondos en oportunidad de la calificación original. En aquella oportunidad se sometió el flujo de fondos a efectos adversos en cuanto a:

- la tasa de crecimiento de los bosques
- el aumento esperado en el precio de la tierra

El escenario más adverso proyectado supuso que el incremento en la tasa de crecimiento de los bosques sería un 25% menor al esperado y que no habría incremento de precios en la tierra durante todo el período. Hasta el momento, una reducción en la tasa de crecimiento de esa magnitud no parecería que se pudiera verificar, a la luz de los resultados obtenidos en las parcelas permanentes.

Los resultados obtenidos para una simulación de 10000 iteraciones y suponiendo un escenario por demás desfavorable, mostraron que la TIR nominal esperada sería de 6,58% y evidenciaba un 95% de probabilidad de ubicarse en valores superiores al 5,74%.

## 2. Nueva estimación del Costo de Oportunidad del Capital.

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

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

Para considerar el riesgo sistémico se utiliza el "beta"<sup>6</sup> promedio de empresas de producción forestal en mercados emergentes, el cual se ubica en 1,13, lo que indica que la inversión en la actividad tiene un mayor riesgo y variabilidad que el promedio de todas las actividades en ese mercado. Para la tasa libre de riesgo se considera el rendimiento de los Treasury Bonds a 10 años de EEUU (2,78%), para el riesgo país (índice UBI) se consideraron 110 puntos básicos<sup>7</sup> y para la prima de riesgo del mercado accionario se consideró 4,51%.

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 5,83%. Este valor es menor a la última TIR estimada para el escenario que considera los criterios de la calificadoradora (8,2%), lo que indica que la inversión tendría una rentabilidad mayor al costo de oportunidad.

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

Otros indicadores con los que podría compararse la TIR esperada del Fideicomiso podrían ser las curvas de rendimiento, que serían opciones posibles de inversión ya que están estimadas para el caso del Uruguay<sup>8</sup>. En la actualidad la curva en dólares (CUD) a 10 años está en 5,24%. En este caso, la TIR estimada en el escenario más probable también supera al valor de la curva en dólares.

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

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

## 3. Cumplimiento de los estándares mínimos del proyecto.

Las características del proyecto hacen que los resultados económicos, sean sensibles a las acciones llevadas a cabo por el operador: compra de tierras establecimiento de los montes, mantenimiento de los mismos, reconversión de especies, costos operativos, cosecha y venta, etc. Por este motivo, se incluyeron en el Contrato de Fideicomiso, estándares mínimos de desempeño para el administrador.

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

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

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

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

En este aspecto, el comité de vigilancia informa que se vienen cumpliendo a satisfacción las exigencias mínimas establecidas.

- Compra de tierras: Cumplido. Se preveía la compra de 13.200 ha y el arrendamiento de 800 ha y se han comprado 14.656.
- Área plantable: No se reporta superficie en estado “disponible para plantar” durante más de 24 meses consecutivos.
- Prendimiento de la plantación: el porcentaje de prendimientos de plantaciones forestales registrados para la medición de mayo 2024 fue del 84% en promedio.
- Incremento Medio Anual (IMA) de las plantaciones:
  - o Eucaliptus Dumni (pulpa): Desarrollo alineado con lo previsto en el prospecto y se ubica sobre la curva máxima esperada.
  - o Eucaliptus Grandis (madera de calidad): Las plantaciones se encuentran entre la curva más probable y la curva máxima esperada.
  - o Pino Taeda: El pino del fideicomiso tiene 14 años, ambas curvas: volumen comercial y volumen total están sobre la curva mínima. Hay una diferencia importante entre volumen comercial y total, explicado porque no hay mercado para los troncos de menor diámetro (menores a 20cm).

De esta manera se da en general un buen nivel de cumplimiento de los compromisos de desempeño.

**Cuadro 9. Cumplimiento del proyecto**

| Concepto                                 | Prospecto | Logrado |
|--|-----------|---------|
| Precio de la tierra (USD/ha) al 2024 (*) | 4.164     | 3.404   |
| Distancia a Montevideo (km)              | 270       | 267     |
| Aprovechamiento forestal (%)             | 60-65%    | 63%     |
| Rel. Area E.Grandis/Dunii                | 2,7       | 4,4     |
| Superficie total                         | 14.000    | 14.658  |
| Superficie de bosque (actual)            | 8.680     | 9.087   |

El 15% del área forestada tiene pino

Fuente: En base al Comité de Vigilancia

(\*) El prospecto preveía un aumento de un 3% nominal anual en el precio de la tierra, lo cual no ha venido ocurriendo. Como se verá en la sección V luego de un ajuste muy importante en los precios entre 2004 y 2014, los valores cayeron y se alejaron de la tendencia histórica al crecimiento hasta 2020. A partir de 2021 el comportamiento de los precios parece haber retomado la tendencia al crecimiento.

Como se han adquirido campos ya forestados, los plazos de inicio de las ventas de madera de tala rasa, se han modificado respecto a la proyección original, adelantando los ingresos del fideicomiso por estos conceptos. A su vez, los costos de implantación se postergan en aquellas áreas adquiridas ya forestadas, ya que los mismos serán efectuados, una vez que se haya llevado a cabo la tala rasa pertinente. Las variables macroeconómicas (inflación y tipo de cambio) han evolucionado en forma diferente a lo proyectado inicialmente, por lo que los costos internos han aumentado sensiblemente en dólares.

#### 4. Riesgos asociados al desempeño productivo forestal.

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

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

El riesgo de manejo productivo es mínimo dado que está mitigado por la trayectoria y experiencia del Operador. 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 de los riesgos climáticos, el más importante sería la ocurrencia de eventos extremos de sequía como el ocurrido en 2022/2023, que tiene efectos negativos y muy pocas posibilidades para mitigar. Estos riesgos son difíciles de prevenir y de estimar su impacto futuro; la fuerte sequía 2022/2023 ha permitido generar información real de los efectos que pueda generar sobre la producción forestal.

Para el caso de los incendios forestales, es un riesgo ya muy presente en la actividad forestal y estos proyectos lo tienen adecuadamente internalizado. Existen medidas de manejo para minimizar su ocurrencia (cortafuegos, limpieza de residuos), tareas de vigilancia continua en los meses del verano y también hay seguros. Por otra parte, la alta dispersión de los predios también reduce los riesgos, ya que si éstos llegaran a ocurrir quedarían acotadas a ese predio.

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

### **5. Resultados de la medición de parcelas permanentes**

En los montes del fideicomiso se instalaron parcelas permanentes sobre bosques de entre 6 a 9 años, distribuidas en diferentes predios. El objetivo de las parcelas permanentes es la medición de dos parámetros de crecimiento de los árboles, la altura y el diámetro, que son críticas para luego estimar la producción.

Los resultados de crecimiento que surgen de las parcelas permanentes muestran que para E. Dumni su desarrollo está alineado con lo previsto en el prospecto y se ubican sobre la curva máxima esperada, según informa el

Comité de Vigilancia. Para el caso del E. Grandis también el desarrollo está alineado con lo previsto en el prospecto y se ubica entre la curva más probable y la curva máxima esperada.

Para el caso de los pinos, debido al mercado hay una diferencia importante entre volumen total y volumen comercial. Trozas menores a 20 cm de diámetro no tienen actualmente valor comercial generando la diferencia de volúmenes. Ambas curvas: total y comercial, están sobre la curva mínima.

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

Se presentó a diciembre de 2024 una nueva tasación de la tierra y plantaciones del Fideicomiso, que fue realizada en esta oportunidad por dos empresas diferentes a las que tasaron en los últimos tres años. La tierra fue tasada por Pike & Co y Consur UIT, y los montes por Indufor.

Indufor considera para la valuación del activo solamente el valor de la tierra (calculado por Pike y Consur) y el de los bosques forestales. No considera como otros tasadores ingresos provenientes de pastoreos ni eventuales ingresos por venta de carbono. De acuerdo a la metodología utilizada entiende que estos conceptos deberían estar considerados en el valor de la tierra.

La metodología aplicada para el caso de los montes forestales (madera) fue una combinación entre un enfoque de compras comparadas y una valoración del activo forestal utilizando el método de flujo de fondos descontado a una tasa del 7,5% y asignándole el pago de una renta teórica a la tierra. El valor asignado a través de esta metodología para los bosques forestales fue de 70,3 millones de dólares, lo que implicó una reducción de un 8,7% respecto del año anterior. *En esta oportunidad, no hay reducción en el área de bosques por lo que la diferencia se explicaría básicamente por el cambio de tasador.*

Por su parte, la evaluación de la tierra arroja un valor de 50,1 millones de dólares, lo que resulta en un valor promedio de USD 3.404/ha, mostrando un aumento de un 9,1% respecto del año anterior. La tierra se valora combinando tres conceptos: la evolución histórica del precio de la tierra, el valor real de mercado de predios similares que fueron comercializados y las características generales de los predios (tipo de suelo, área efectiva de plantación, ubicación geográfica y superficie de bosque nativo).

En el cuadro siguiente se presenta la evolución de los valores de los campos y bosques del Fideicomiso. La serie se inicia una vez completado el período de compras, a los efectos de que los datos sean comparables. Cabe aclarar que las tasaciones fueron realizadas bajo diferentes metodologías y consideran la suma de la tierra y los bosques, no se consideran los ingresos de pastoreo ni bonos de carbono ya que no todos los tasadores los consideran.

**Cuadro 10: Evolución de la valuación de la tierra y de las plantaciones**

| Año  | Millones de USD |
|------|-----------------|
| 2015 | 26,70           |
| 2016 | 51,50           |
| 2017 | 66,00           |
| 2018 | 66,20           |
| 2019 | 74,99           |
| 2020 | 71,90           |
| 2021 | 97,80           |
| 2022 | 111,10          |
| 2023 | 123,00          |
| 2024 | 120,40          |

Fuente: CARE en Base a Tasaciones

**Nota:** recién en 2018 se estabiliza la superficie, en 2015 y 2016 había menos área y en 2018 un área mayor, ya que luego se vende un predio al BDU III

No se considera créditos de carbono ni ingresos por pastoreos.

La tasación de 2024 estimó un valor total para los activos al 31 de diciembre de 2024 de 120,4 millones de dólares, un 3,2% menos a la del año anterior. La evolución muestra igualmente una tendencia creciente del activo, el cual punta a punta viene creciendo a un 10,5% acumulativo anual, explicado básicamente por el crecimiento de los montes.

Si bien estos valores no consideran el valor del carbono futuro, el tasador reporta que podría ser de 1,9 millones de dólares. La tasa de descuento aplicada a los ingresos por carbono es la misma que la aplicada a los montes forestales.

En el siguiente cuadro se presentan los resultados de la tasación 2024, desagregada en los diferentes componentes y se compara con la de años anteriores

**Cuadro 11. Tasaciones por concepto en millones de dólares**

|                      | 2022   | 2023   | 2024   | Variación |
|----------------------|--------|--------|--------|-----------|
| Producción de madera | 67,06  | 77,04  | 70,30  | -8,7%     |
| Pastoreos            | 1,31   | 1,35   |        |           |
| Valor de la Tierra   | 44,04  | 45,94  | 50,10  | 9,1%      |
| Total                | 112,41 | 124,33 | 120,40 | -3,2%     |
| Créditos de carbono  | 0,48   | 1,10   | 1,90   |           |

Fuente: Care en base a las tasaciones

**Nota:** en 2024 el tasador estima que podría haber 1,9 MM en bonos de Carbono, pero metodológicamente entiende que no corresponde considerarlo.

Las tasaciones de las plantaciones refieren a una fotografía al 31 de diciembre de los bosques existentes a esa fecha, por lo tanto respecto de la tasación del año anterior consideran el crecimiento biológico de los árboles, la variación en el número de hectáreas, ajustes de precios de la madera y costos de producción, etc. En algunos años -como en el actual- pueden ocurrir variaciones debidas al cambio de criterios de la tasación.

### 7. Riesgos considerados:

**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 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 de calidad (básicamente de eucaliptus), ya que es el objetivo central de este fideicomiso. No obstante importa también el precio esperado por la madera con destino a celulosa ya que siempre un cierto porcentaje de la madera tiene ese destino, especialmente durante los primeros años.

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

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

El incremento de la demanda enfrenta una oferta que se ha visto limitada por crecientes medidas de protección de los bosques nativos, así como también el control que se realiza sobre los de rendimiento. Por su parte, las políticas destinadas a atenuar los impactos del cambio climático también promueven la protección de los montes al ser éstos importantes sumideros de carbono. En este sentido, se abre una nueva oportunidad para el sector que es la consolidación del mercado de carbono, lo que implica que la venta de certificados se constituye en un nuevo ingreso para estos emprendimientos. Las negociaciones que se vienen llevando a cabo en los ámbitos internacionales siguen avanzando en relación a asegurar compromisos ambientales de reducción de emisiones por lo que todo indica que en el mediano y largo plazo la demanda por certificados de carbono debería crecer.

En base a este panorama, puede concluirse que la tendencia de largo plazo esperada para los precios de la madera, es que todo indica que los precios deberían mostrar una tendencia creciente, al menos en valores nominales.

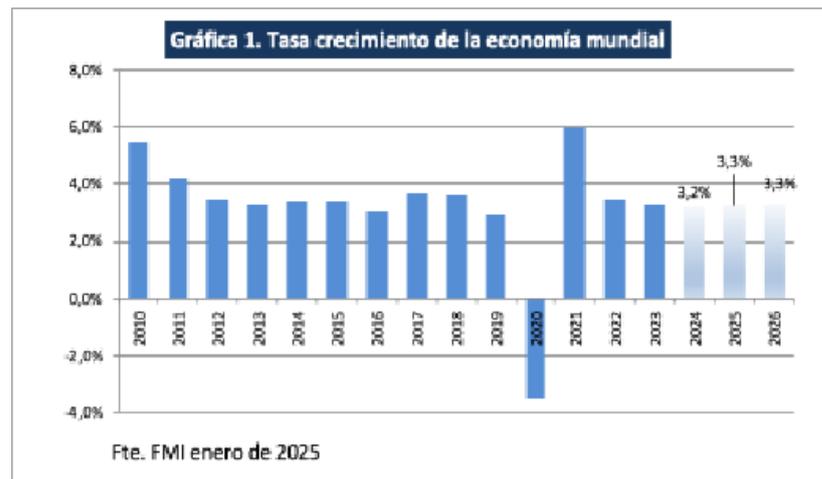
No obstante, la tendencia esperada de largo plazo puede verse afectada por coyunturas desfavorables que tengan efectos depresivos sobre la demanda y en consecuencia sobre los precios. Los efectos derivados de la pandemia, las consecuencias del conflicto entre Rusia y Ucrania, el enfriamiento de la economía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

Para el largo plazo no existen elementos para suponer cambios en las tendencias planteadas en el prospecto de emisión, aunque no habría que descartar puntualmente coyunturas desfavorables como las comentadas. Para esta calificación CARE realiza una actualización de la información clave del sector, confirmando que no deberían existir en el futuro mayores desvíos respecto de la trayectoria esperada.

<sup>9</sup>. FAO 2022.

## Perspectivas de crecimiento de la economía mundial

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



## Evolución histórica de los precios

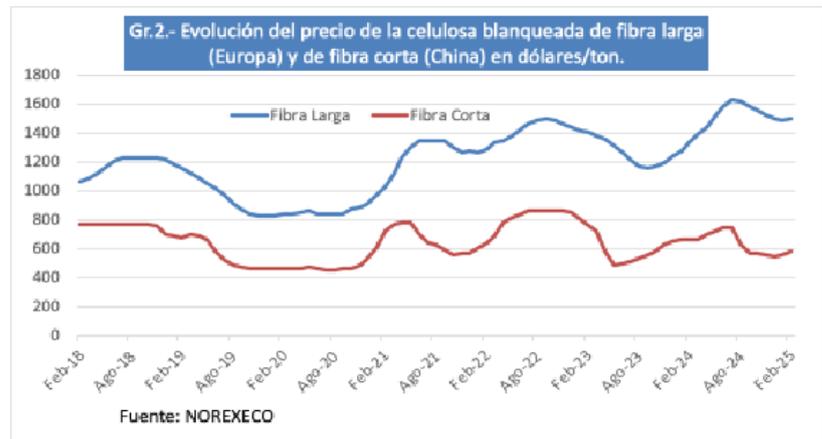
En los últimos años, los precios internacionales de los productos forestales han mostrado una muy alta volatilidad, como consecuencia de la ocurrencia de una serie de factores que han afectado la demanda: la pandemia, los conflictos bélicos, el magro crecimiento de la economía mundial, acumulación de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

Para el caso de la pulpa de celulosa, la reducción en el consumo como consecuencia de la pandemia generó en un primer momento una abrupta reducción en la demanda y en los precios. Fue así, que luego de un marcado pico al alza de precios durante 2018, los valores de la celulosa a nivel internacional, regional y doméstico, mostraron una caída muy significativa del orden del 35-40%, la mayor caída se verificó en 2019 para luego atenuarse o mantenerse en esos niveles deprimidos, prácticamente durante todo el año 2020. Esa caída fue coyuntural, y en 2021 los precios se recuperaron rápidamente, hasta fines de 2022. En el 2023, los precios internacionales cayeron fuertemente durante buena parte de año, para comenzar a recuperarse sobre finales del año y durante todo el primer semestre de 2024. A partir de los meses de julio/agosto de 2024 los precios de la celulosa vuelven a caer y habrían alcanzado su piso en los primeros meses de 2025.

En la siguiente gráfica se presenta información de los precios por tonelada para dos tipos de pasta de celulosa: la NBSK<sup>10</sup> (principal cotización internacional, correspondiente a pulpa de coníferas de fibra larga en Europa), y de la BHKP<sup>11</sup> (pulpa de fibra corta en China). Puede observarse el comportamiento comentado en el párrafo anterior.

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

<sup>11</sup> Bleached Hardwood Kraft Pulp. Pulpa de celulosa blanqueada de fibra corta.



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

En 2024, el precio implícito<sup>12</sup> recibido por las exportaciones de pulpa del Uruguay fue de 624 dólares por tonelada FOB, lo que resultó en un 12% superior al promedio de las exportaciones realizadas en 2023, pero aun un 11% por debajo de los valores recibidos en 2022 .

Algunas proyecciones a las que CARE tuvo acceso, estiman que para el corto plazo los precios internacionales de la celulosa podrían mejorar respecto del nivel actual (febrero 2025), pero quedaría por debajo del promedio de 2024.

No se dispone de información que proyecte las perspectivas de la evolución de precios internacionales para la celulosa para el largo plazo. En los últimos 10 años el incremento anual del precio internacional de la celulosa de fibra larga (NBSK) fue del 3,6%, esto es un valor indicativo, ya que no existe la certeza de que para el futuro se cumpla lo verificado en el pasado.

Para el caso de la madera de eucalipto en bruto con destino aserrío, el comportamiento de la demanda ha mostrado una volatilidad similar al de la celulosa, aunque menos marcada. Por su parte, los precios mantienen una leve tendencia al crecimiento viéndose afectados mayormente los volúmenes comercializados. Tras un comienzo de año 2020 muy incierto, marcado por el enlentecimiento en las exportaciones registrado sobre fines de 2019 y la declaración de pandemia a comienzos de 2020, el segundo semestre de ese año ya mostró un cierto empuje, consolidando la recuperación que se mantuvo durante todo el año 2021 y parte de 2022.

A partir del segundo semestre de 2022, se genera una importante caída en la demanda externa de rolos de eucalipto para aserrío que comienza a recuperarse lentamente recién en el segundo trimestre de 2023. A partir 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.

<sup>12</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<sup>13</sup>. Para el caso de los rolos se proyectó un crecimiento del 0,95% acumulativo anual y para la madera aserrada un 1,5%. Estos aumentos de precios, no alcanzarían a cubrir la devaluación del dólar, por lo que estarían cayendo levemente en términos reales. Estas proyecciones son consistentes con las de los commodities alimenticios para los que se proyecta también una leve reducción de los valores en términos reales (aumentos nominales positivos pero algo menores a la devaluación de largo plazo del dólar).

Las exportaciones forestales del Uruguay alcanzaron en 2024 un nuevo récord, como consecuencia de un año completo con funcionamiento pleno de las tres plantas de celulosa. El valor total de las exportaciones de los productores forestales estuvo un 20% por encima del mismo período del año anterior.

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

<sup>13</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 12. 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

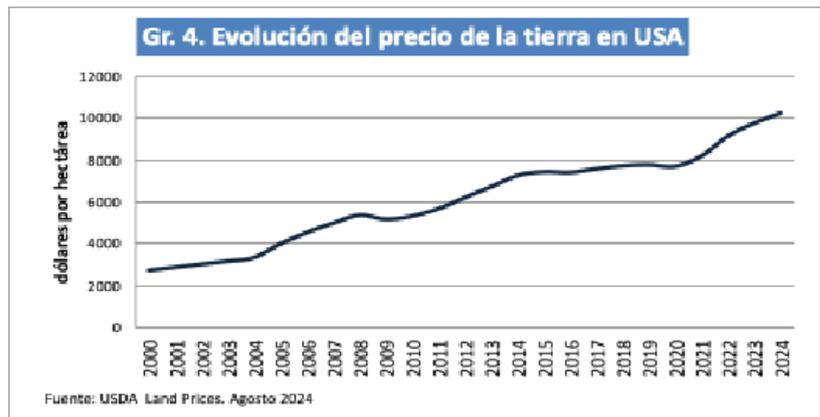
Las perspectivas de demanda internacional por tierra siguen siendo alentadoras y ubicarían los precios en niveles crecientes para el corto y mediano plazo. Esto es consecuencia de las dificultades que existen para la expansión de la frontera agrícola, sumado a la necesidad de un uso racional y sostenible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

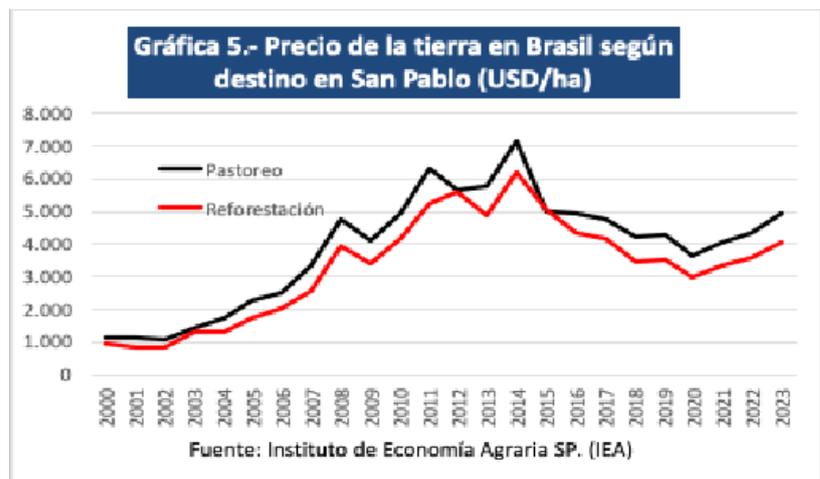
En lo que respecta al precio de la tierra en Estados Unidos, en lo que va del siglo XXI se observa una continua fase ascendente, con alguna excepción (2009 y 2015) en donde se verificaron mínimas reducciones, pero que no modifican la tendencia. El precio en Estados Unidos cayó únicamente en los primeros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

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

El precio de la tierra (promedio) se había mantenido relativamente estable entre 2017 y 2020, con aumentos mínimos en el entorno a la inflación del dólar, pero en los últimos 4 años los valores se recuperan fuertemente mejorando en términos reales, y también acompañando la mayor inflación. Entre 2020 y 2024 el valor de la hectárea promedio lleva acumulado un aumento de un 32%; si se analizan por separado las tierras agrícolas de las ganaderas, las primeras tuvieron entre 2020 y 2024 un aumento del 36% mientras que las segundas un 31%.



El comportamiento del precio de la tierra en Brasil, está por lo general afectado por el efecto del tipo de cambio, en la medida que en ese país la cotización del recurso se realiza en su moneda (reales). Por ello, las fluctuaciones pueden ser amplificadas por este efecto. El precio en dólares muestra un crecimiento sostenido hasta el año 2014 para luego comenzar a caer hasta 2020, en un comportamiento similar al ocurrido en Uruguay. A partir de 2020 comienza a recuperarse en forma importante (12% en 2021, 8% en 2022 y 13% en 2023), pero aún se mantiene muy por debajo de los valores máximos. El aumento de precios del año 2023 en dólares se explica en parte por el incremento del precio en la moneda local y también por un fortalecimiento del real frente al dólar. No se dispone aún de información para el 2024, pero es muy probable que se verifique una reducción de los valores de la tierra en dólares corrientes, como consecuencia de la fuerte devaluación que ha tenido el Real en ese año.



La historia económica reciente de Argentina ha hecho imposible disponer de una serie de precios actualizada y confiable de la tierra. La alta volatilidad de las políticas, las elevadas detracciones a las producciones agrícolas, los desajustes macroeconómicos y las restricciones al manejo de las divisas, generaron distorsiones en los valores que nada tienen que ver con la tendencia que deberían tener los precios de los campos. Los cambios que se están realizando en la política económica probablemente permitan en el mediano plazo retomar series confiables.

Sobre la base de algunos trabajos técnicos a los cuales CARE tuvo acceso, en un período de 55 años (1956 a 2011) el precio de la tierra agrícola (de muy buena calidad) en Argentina, aumentó a un ritmo promedio de 3,5% acumulativo anual en términos reales.

La Cámara Argentina de Inmobiliarias Rurales (CAIR), institución que analiza la evolución de ese mercado, informa que la actividad del mercado (no refiere a precios sino a transacciones) se ha recuperado en forma sostenida en el 2024, como resultado directo del cambio de administración. El índice de actividad que estima la Cámara<sup>14</sup>, se ubicaba en diciembre de 2024 en 49,69 puntos frente a los 21,52 puntos en que había cerrado en diciembre de 2023. El informe aclara que en noviembre de 2024 había llegado a los 60 puntos y que la fuerte baja de diciembre se explica por un tema estacional (4 feriados en días laborables en el mes). Según la Cámara, el año 2024 cerró con una tendencia alcista en la actividad a pesar de la baja importante del mes de diciembre.

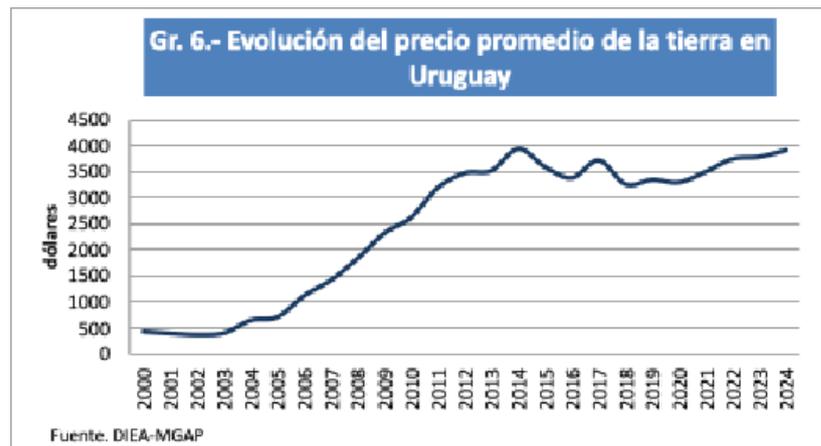
En el caso de Uruguay, la información reportada por DIEA-MGAP para el promedio de las transacciones de tierras muestra que se verificó una muy fuerte valorización de los campos a partir de 2004 y hasta el 2014. A partir de 2015 comenzó un ajuste a la baja pero con un comportamiento un tanto errático, consecuencia seguramente de un bajo número de transacciones en donde la calidad y la localización de los campos comercializados tienen una gran incidencia en los valores medios.

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

A partir de 2023 los incrementos se moderan a un 1,1% en ese año y las cifras preliminares para el primer semestre de 2024 estarían mostrando un crecimiento en el precio promedio de la tierra de un 3,4%<sup>15</sup>. Cabe destacar que la información de un semestre, al representar una menor superficie que el año completo, puede estar influenciada por la localización y/o la calidad de los suelos al momento de la definición del precio medio. De confirmarse ese valor para el año 2024, el precio promedio de la tierra en dólares corrientes habrá prácticamente alcanzado el máximo histórico del 2014 (-0,6%).

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

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



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

Existe una proporcionalidad comprobada<sup>17</sup> entre el índice de CONEAT y el precio con valores de campo con CONEAT por encima de 100, pero cuando los índices están por debajo de 100, los precios también caen pero no exactamente en la misma proporción que cuando están por encima de 100. Esto básicamente se explica porque muchos de los campos por debajo de 100 son demandados para producciones diferentes a la carne y a la lana (arroz o forestación), rubros considerados para determinar el valor del índice.

La valorización del precio de la tierra es un componente relativamente importante de ingreso final del fideicomiso (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:

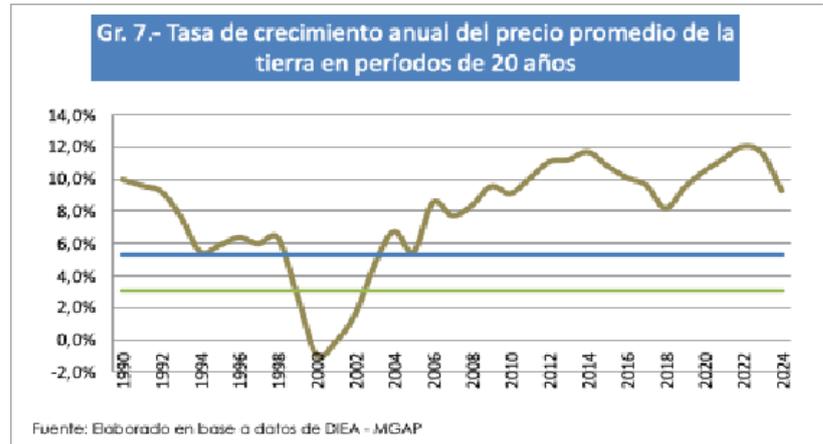
- En promedio, la evolución anual del precio de la tierra en períodos móviles de 20 años fue de 7,9%.
- La tasa anual de crecimiento solamente fue menor al 3% para el caso de los campos que se vendieran en 1999 y 2002, o sea que se hubieran comprado en 1979 y 1982.
- Para el resto del período, el crecimiento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

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

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

Si el mismo análisis se realiza para períodos de 30 años la tasa de crecimiento anual cae levemente (7,3%), y el mínimo crecimiento anual es de 5% y 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>18</sup>, más un pequeño componente por incremento de la productividad de la tierra, de esta forma se deberían ubicar entre el 3 y el 4% anual. Esto no implica que 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.

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

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

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.

Estas modificaciones, así como las regulaciones generales para el sector, no tendrían mayor impacto para este fideicomiso ya que no se tiene prevista la incorporación nuevas áreas forestales, aunque si podría tener efecto sobre algunas reforestaciones.

**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

*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 la Fiduciaria y el Operador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación BBB+.uy<sup>19</sup> de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.*

Comité de Calificación



Ing. Julio Freve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrián Tamber

<sup>19</sup>. **BBB+.uy**. Se trata de instrumentos emitidos por empresas o sociedades que presentan un riesgo medio-bajo para la inversión. Su capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados es buena. El propio papel, la condición de la empresa, la calidad del proyecto 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 (papel, proyecto, empresa, entorno). Podría incrementarse el riesgo del instrumento ante eventuales cambios previsibles en el proyecto tal como fue presentado, en la sociedad emisora, en el sector económico a la que pertenece, 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 empresa de manejarlos aunque incrementando el riesgo algo más que en las categorías anteriores. **Grado de inversión mínimo. La inclusión del signo + indica que la calificación se acerca más a la categoría superior.**