

**ACTUALIZACIÓN DE LA
CALIFICACIÓN DE RIESGO DE
CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN
EN EL DOMINIO FIDUCIARIO DEL
“FIDEICOMISO FINANCIERO
FORESTAL BOSQUES DEL
URUGUAY 4”**

Montevideo, octubre de 2025

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

Actualización de la Calificación Emisión de Oferta Pública 15 - octubre - 2025

Denominación:	Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 4
Fiduciario:	EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Operador (Administrador) y Organizador:	Agro Empresa Forestal S.A.
Agente de Registro y Pago:	EF Asset Management. Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Entidad Representante:	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.
Títulos emitidos:	Certificados de participación escriturales
Moneda:	Dólares americanos
Importe de la emisión:	USD 330.000.000
Fecha de Suscripción:	10 de abril 2019.
Distribuciones:	Cuando existan Fondos Netos Distribuibles según resultados y a partir del tercer año, de acuerdo a procedimiento establecido.
Activos del Fideicomiso:	Tierra y bosques forestales.
Plazo de vigencia del fideicomiso:	máximo de 30 años.
Vigencia de la Calificación:	30 de abril de 2026.
Calificación de Riesgo:	BBB+.uy ¹
Comité de Calificación:	Julio Preve, Martín Durán Martínez y Adrián Tambler.
Manual Utilizado:	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros ²

¹. La calificación otorgada puede estar sujeta a modificación en cualquier momento según se deriva de la metodología de trabajo de CARE

². Disponible en www.care.com.uy

Resumen General

CARE ha actualizado la calificación de los certificados de participación en el dominio fiduciario del "Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 4" manteniendo la categoría BBB+.uy 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 aprecia en el informe jurídico del Anexo I de la calificación original.
- Un proyecto que desde el punto de vista físico y económico supera diversas pruebas a los que razonablemente la emisora y la calificadora han sometido el proyecto. La última actualización del flujo financiero a diciembre de 2024 estimó una TIR de 9,1% para el escenario que considera los criterios de la calificadora en su visión del negocio para el largo plazo, la que resultó levemente menor a la estimada en 2024 (9,5%).
- Un proyecto que en sus líneas fundamentales repite otros tres con el mismo negocio y actores intervinientes, en los que se vienen cumpliendo razonablemente los planes de negocios establecidos. Todos los fideicomisos tienen nota de grado inversor y son calificados por CARE. Los desvíos observados vienen siendo debidamente justificados por el operador y el comité de vigilancia, y responden a situaciones coyunturales del mercado, y en principio no parecen generar cambios en la marcha del proyecto.
- Un negocio compuesto por la adquisición de 55.365 hectáreas de tierras forestales sobre las cuales al cierre del primer semestre de 2025 hay plantadas unas 34 mil y el arrendamiento de 6.030 hectáreas de las cuales hay plantadas unas 3.600 has adicionales. El área total forestada, entre los campos propios y arrendados, es del orden de las 38.000 hectáreas.
- Se adquirió una extensión de tierras con un negocio en marcha, con lo cual se mitigaron considerablemente los riesgos de adquisición y plantación, aunque el plan de negocio considera la reconversión de buena parte del área que estaba plantada con pinos, para ser plantada con eucaliptus para obtener mayoritariamente madera de calidad.
- La capacidad de gestión de la empresa administradora del proyecto – Agro Empresa 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 acota el riesgo a los inversionistas y que hasta la confección del presente informe ha funcionado en forma adecuada.
- Se destaca la alineación de incentivos entre el Fideicomiso y el Administrador ya que este último ha adquirido Certificados de Participación (CP) en los diferentes Fideicomisos y a diciembre de 2024 tiene CPs por unos 14 millones de dólares.

- En el primer semestre de 2025, se cosecharon (tala rasa) unas 237 hectáreas, lo que representa una disminución de 0,4% del activo forestal, por otra parte se realizaron también raleos comerciales en unas 2.000 has de eucaliptus. Los ingresos brutos totales por concepto de venta de madera bruta y láminas alcanzó a los 21,3 millones de dólares, un 19% por debajo de lo proyectado para el período. Del total de ingresos por madera, el 53% fue por ventas al mercado interno (90% pulpa y 10% aserraderos) y el 47% fue por ventas al exterior (65% rolos de eucaliptus, 12% rolos de pinos y 14% láminas).
- Los mercados tanto domésticos como los de exportación estuvieron muy deprimidos en el primer semestre del año, en buena parte como resultado de la política comercial impuesta por EEUU, la que generó incertidumbre en los principales países demandantes. Los negocios de exportación de pino, tuvieron resultados muy magros, motivo por el cual sobre fines del primer trimestre del año se detuvieron las cosechas y las exportaciones de pino a la espera que los mercados muestren una recuperación, que podría ser en el segundo semestre del año.
- En el otoño 2025 se reforestaron unas 200 hectáreas, y estaba previsto que se reforestaran una 500 en ese período, no obstante se estima que la superficie a forestar se complete en la primavera 2025. Por su parte, las superficie intervenidas con poda también estuvieron por debajo de los previsto, por lo que el monto de las inversiones ejecutadas del semestre estuvieron un 25% por debajo del presupuesto para el período
- En el primer semestre de 2025, los costos de producción, estuvieron por debajo del presupuesto (-12%), mientras que los gastos levemente por encima (+5%). Los menores costos operativos se explican por las menores cosechas, a pesar de la existencia de un mayor costo unitario del flete por mayores distancias a los centros de acopio. El resultado global financiero fue menor al esperado para el período lo que se explica en gran medida como consecuencia de un mercado muy difícil para el pino, con márgenes muy ajustados, y por las bajas ventas de la Planta Olimar, especialmente durante el primer trimestre.
- Al primer semestre 2025 la planta industrial Olimar, por el momento sigue mostrando resultados negativos. Sin embargo en el segundo trimestre del año se han logrado mejorar varios indicadores productivos y los volúmenes de venta han aumentado. De mantenerse esa tendencia y en la medida que se logre desarrollar el mercado para las láminas de alto valor, sería esperable que los resultados mejoren sustancialmente y se logren márgenes positivos.
- En diciembre de 2024 se presentó la tasación anual de las tierras y bosques del fideicomiso que arrojó un valor total de 542,8 millones de dólares, conformado por 176,5 millones por la tierra y 366,3 millones por concepto de bosques forestales. El patrimonio que surge de los estados contables del fideicomiso al 30 de junio de 2025 era de USD 550 millones, valor muy superior a la emisión recibida de USD 330 millones en términos nominales.

- Se estima que el crecimiento del consumo de productos madereros será mayor al aumento de la población mundial, impulsado por el aumento de la demanda proveniente de los países de ingresos bajos y medios. La mayor demanda deberá ser atendida aumentando la productividad a través de la gestión forestal sostenible en los bosques y deberá estar alineada con las crecientes exigencias ambientales. 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 más recientemente el resurgimiento de las políticas proteccionistas, contribuyen a generar un alta volatilidad en el comercio internacional de los precios de la madera y los productos forestales.
- En este contexto, los precios internacionales de los productos que comercializa este fideicomiso (celulosa y madera sólida de eucaliptus y pino) 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 mantenerse deprimidos durante el 2025 frente una demanda internacional que aún no muestra una recuperación significativa y en un contexto de persistente incertidumbre comercial. Por su parte, la madera sólida de eucaliptus, que enfrentó un mercado muy poco demandado en 2022 y parte de 2023, pero que se venía recuperando en forma muy lenta, vuelve a caer, al ser fuertemente impactada por la incertidumbre que generan las tarifas aplicadas por EEUU. Para el caso del pino, la entrada de oferta de Nueva Zelanda y Australia en India que venía siendo el principal mercado para Uruguay, ha generado una sobre oferta que ha impactado fuertemente en los precios. El mercado interno se encuentra con buena demanda por madera ya sea para pulpa o para aserrio y viene siendo por el momento el principal mercado.
- 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 sostenidos. El precio promedio de la tierra reportado por DIEA-MGAP para el 2024, en términos nominales, supera levemente (+0,8%) el récord histórico de 2014.
- Respecto de las políticas públicas, el cambio de administración podría volver a considerar la implementación de algunos cambios en el marco regulatorio de la actividad, tendientes a limitar el uso del suelo para la forestación, con posibles efectos sobre la actividad. No obstante, este Fideicomiso en particular ya ha completado sus plantaciones y obtenido los permisos correspondientes, motivo por el cual no se advierten por el momento amenazas para este proyecto.

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para actualizar la calificación de los certificados de participación en el dominio fiduciario del fideicomiso financiero nominado “Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 4”.

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

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

CARE Calificadora de Riesgo es una calificadora con registros y manuales aprobados por el Banco Central del Uruguay a partir de abril de 1998. Califica conforme a su metodología oportunamente aprobada por dicha autoridad, seleccionando los profesionales necesarios para integrar en cada caso el comité de calificación, el que juzga en función de sus manuales. Estos, su código de ética, registros y antecedentes se encuentran disponibles en el sitio web: www.care.com.uy así como en el del regulador: www.bcu.gub.uy. El comité de calificación estuvo integrado en este caso por Martín Duran Martínez, Julio Preve y Adrián Tamber. Asimismo 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.

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

2. Antecedentes generales y hechos salientes del período

a. Antecedentes generales

- El Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 4 tiene como objetivo proveer a los inversores retornos a largo plazo logrados esencialmente a través del producto de las ventas de la madera y bosques en pie y la valorización del activo tierra, y a la vez, aunque en menor medida, del pastoreo de las tierras no forestadas, siguiendo protocolos de inversión y administración, con adecuados estándares productivos, ambientales y sociales.
- Como antecedente más relevante hay que mencionar a los Fideicomisos Financieros Forestales Bosques del Uruguay I, II y III, que emitieron certificados de participación en agosto de 2011, en octubre de 2014 y en diciembre de 2016 por un monto de 50, 70 y 190 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.
- El desarrollo del emprendimiento forestal comienza con la adquisición de tierras y bosques, sigue con el manejo silvicultural de los árboles y culmina con la cosecha y comercialización de la madera, sea ésta con destino a la producción de pulpa de celulosa o el aserrío.
- El plazo del Fideicomiso es de 30 años como máximo, o hasta el momento en que se liquiden en forma total los Certificados de Participación emitidos por el Fiduciario, y se cancelen las demás obligaciones del Contrato. No obstante, en virtud del alcance del proyecto y la edad actual del activo que se adquirió, se estima una duración aproximada de 20 años.
- El Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 4, quedó constituido el 17 de diciembre de 2018, mediante la firma del contrato respectivo entre EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A. en calidad de "Fiduciario", Agroempresa Forestal S.A. en calidad de "Administrador", y los Suscriptores Iniciales de los Valores en calidad de "Fideicomitentes".
- Con la emisión se adquirió un patrimonio que ya se encontraba forestado y en plena operación. Se compraron un total de 55.365 hectáreas, integrado por dos bloques: el Norte (Terena) con 18.802 hectáreas y el Noreste (Guanare) con 36.563 hectáreas. Los campos del Bloque Noreste se encuentran en Cerro Largo y Treinta y Tres y los del Bloque Norte en Tacuarembó y Rivera.
- La superficie plantada en campo propio actualmente (junio 2025) es de unas 34.000 hectáreas y aproximadamente una tercera parte de la superficie sigue siendo de pino. El Fideicomiso arrienda también 6.030 hectáreas de las cuales hay plantadas unas 3.600. Los campos arrendados se encuentran en los departamentos de Cerro Largo, Treinta y Tres, Tacuarembó, Rivera y Durazno.

- Al cierre del proyecto el ingreso total estimado por ventas corresponderá en un 51% a la venta de madera, un 33% a la venta de bosques en pie, y finalmente un 15% a la venta de tierra al final del proyecto. Los ingresos por pastoreo son marginales. Estos ingresos se estimaron descontando el flujo esperado a una tasa del 6%.
- El plan de negocio supone que en la medida que se vayan cortando los montes de pino, las áreas cosechadas serán replantadas con eucaliptus orientado a la producción de madera para aserrío libre de nudos y en las zonas menos productivas se plantarán especies de eucaliptus con destino a la producción de pulpa de celulosa.
- El 28 de agosto de 2019 el Fideicomiso tomó posesión de los campos adquiridos, y se iniciaron las operaciones por parte del Operador.
- El fideicomiso cuenta con la certificación FSC® (Forest Stewardship Council o Consejo de Administración Forestal en español), en el 91 % de las hectáreas.
- A los efectos de atender los déficits de caja derivados de los costos de cosecha y el proceso de exportación, el Fideicomiso ha incurrido en la contratación de créditos de corto plazo con bancos privados de plaza (créditos de prefinanciación de exportaciones), los cuales en varias oportunidades se han ido renovando. Asimismo el Fideicomiso ha contraído crédito de largo plazo que se viene amortizando sin inconvenientes. En todas las oportunidades, se ha contado con la aprobación del comité de vigilancia y el fiduciario lo ha comunicado a la Calificadora.
- 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.
- En enero de 2022 se firmó una nueva modificación del contrato de Fideicomiso cuyo principal objetivo fue el de incluir dentro del Plan de Negocios la realización de "Proyectos Industriales" que permitan la percepción de un mayor retorno a los inversores.
- El 16 de junio de 2022 la asamblea de beneficiarios aprobó por unanimidad la venta anticipada de un predio de 139 hás ubicado sobre la Ruta 27 a 3 km de la ciudad de Rivera. El establecimiento estaba muy cerca de la ciudad de Rivera y era muy difícil reforestarlo por el riesgo de incendio en cercanías de los centros poblados.
- En la Asamblea del 16 de junio de 2022 también se aprobó por mayoría la ejecución del Proyecto Olimar, el que se financió con un préstamo de largo plazo (10 años).

- El 7 de julio de 2023, se llevó a cabo una asamblea de titulares de certificados de participación en la cual el administrador presentó una actualización de la situación del proyecto Olimar y la proyección de los costos de inversión en la planta. La asamblea aprobó las proyecciones de los costos presentados por el administrador.
- El 12 de diciembre de 2023, se realizó una asamblea de titulares en la que se aprobó la modificación del contrato del fideicomiso. El motivo fue el de modificar la paramétrica de ajuste del pago de los servicios del administrador del fideicomiso.
- La planta industrial Olimar, se terminó de construir en cuarto trimestre del 2023, y se inauguró en el mes de marzo de 2024; el costo final de la inversión fue de 6,98 millones de dólares.
- 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.
- Sobre fin del año 2024 se realizó la tasación anual de los montes y tierras del fideicomiso estimándose un valor total de 542,8 millones de dólares, conformado por 176,5 millones por la tierra y 366,3 millones por concepto de montes forestales³. Se incrementan los valores de la tierra en un 10,5% y los de los montes en un 5,2%, lo que determina una revaluación positiva de los activos de 7,9%.

b. Hechos salientes del período

- Sobre fines de 2024 el operador presentó el presupuesto para el 2025, el cual fue aprobado por el comité de vigilancia. Se proyectaron ingresos brutos por US\$ 53,6 millones, que estaría compuesto en un 65% por ventas de madera al mercado interno (pulpa y aserraderos), un 34% por ventas de madera de exportación y el resto por ingresos por pastoreos. Una vez descontados los costos operativos y los gastos, se lograría un flujo operativo neto de unos 15 millones de dólares. Finalmente se prevén inversiones por aproximadamente 2,4 millones de dólares.

Cuadro 1. Presupuesto operativo proyectado 2025 (USD)

	Presupuesto
Ingresos Brutos ventas domésticas	34.832.070
Ingresos Brutos ventas exportación	18.441.545
Otros Ingresos	280.000
Total de Ingresos	53.553.615
Costos Operativos	-30.336.485
Gastos	-7.990.512
Flujo Operativo Neto	15.226.618
Inversiones	-2.420.468
Flujo Operativo y de inversión	12.806.150

Fuente: el operador

³. En esta oportunidad se contrató a una nueva tasadora (INDUFOR), que no considera los ingresos por pastoreo.

- El mercado internacional muestra incertidumbre en el corto y mediano plazo como consecuencia de los aranceles al comercio impuestos por EEUU y a la volatilidad de los precios de los fletes. En ese sentido, las proyecciones realizadas sobre fines de 2024, que resultaban razonables en su momento, hoy parecen difíciles de cumplir. El administrador estima que para la totalidad del año, el volumen a comercializar posiblemente estará un 18% por debajo de lo presupuestado, como consecuencia de la menor demanda del mercado externo.
- Los ingresos brutos totales durante el primer semestre del año 2025 alcanzaron a los 21,5 millones de dólares, un 15% menores a los del mismo período del año anterior y un 19% más bajos a los que se había proyectado para el período. El 52% de los ingresos fue por ventas de madera al mercado interno (pulpa y aserraderos), el 47% por ventas de madera de exportación y el 1% por contratos de pastoreo.
- Del total de madera vendida en el período considerado, un 86% corresponde a raleos comerciales y un 14% a tala rasa (cosecha final). El costo de venta de la madera corresponde solamente a las ventas por tala rasa (reducción del activo forestal del orden del 0.4%).
- De las ventas al mercado interno, un 90% corresponde a ventas de madera de eucaliptos con destino a plantas de celulosa y el 10 % restante son ventas a aserraderos locales de rolos de pino y de eucaliptos. Por su parte, las ventas al mercado externo fueron en un 65% de rolos de eucaliptos, un 21% de rolos de pinos y 14% de láminas. Las ventas de pino se han resentido respecto del mismo período del año anterior (-67%), mientras que las ventas de láminas comenzaron a crecer lentamente, en especial a partir del segundo trimestre del año.
- Los bajos precios del pino en India han determinado márgenes brutos muy magros, por lo que sobre fines del primer trimestre del año se decidió suspender la cosecha y exportación de ese producto a la espera de mejoras en el mercado, que podrían verificarse sobre medidos del segundo semestre del año. Por su parte, el mercado de exportación de eucaliptus de alta calidad está mostrando una demanda sostenida y con mejores precios desde China.

Cuadro 2. Ingresos reales para el primer semestre 2025 (USD)

	Real semestre	Presupuesto semestre	Variación
Ingresos Brutos ventas domésticas	11.270.243	16.870.269	-33%
Ingresos Brutos ventas exportación	10.009.506	9.499.721	5%
Ingresos por pastoreo	205.482	280.000	-27%
TOTAL	21.485.231	26.649.990	-19%

Fuente: el operador

- Los costos de producción en el primer semestre del 2025 estuvieron por debajo de lo previsto en el presupuesto para el período (-12%), lo que podría estar explicado por una menor producción de madera (cosecha de pinos). En el primer semestre del año se cosecharon unas 237 hectáreas y se ralearon unas 2.000 hectáreas.

- Los gastos en el semestre estuvieron por encima de lo proyectado para el período, explicado porque muchos costos fijos se incurren en el primer trimestre y luego tienden a corregirse en el correr del año.
- Por su parte, las inversiones estuvieron por debajo en un 24%, a lo presupuestado, lo que se explica por una menor superficie plantada de montes en el otoño, se preveían plantar 492 hectáreas y se plantaron 200. En la primavera se completaría la superficie proyectada. Por otra parte, también se podaron menos hectáreas que las que se habían proyectado (un 23% de lo que establecía en el plan para el período).

Cuadro 3. Costos e inversiones reales al primer semestre 2025 (USD).

	Real semestre	Presupuesto semestre	Variación
Costos de Producción	15.512.166	17.706.778	-12%
Gastos, gerenciamiento, fijos y financieros	4.861.469	3.928.512	24%
Inversiones Implantación y manejo	1.281.490	1.690.212	-24%
Total	21.655.125	23.325.502	-7%

Fuente: el operador

- El EBITDA (ingresos brutos-costos de producción-gastos generales) se ubicó en apenas 1,1 millones de dólares. Si se descuenta el costo de venta de la madera (reducción del área de bosque), el margen es negativo. Este resultado es consecuencia de los costos fijos incurridos a principio de año y también el impacto de la planta de Olimar, que aún no ha generado un volumen de ventas que le permita cubrir sus costos.
- La planta Olimar sigue trabajando por debajo de su potencial, pero habría mostrado algunas mejoras a partir del segundo trimestre del año. Aumentó el consumo de madera, mejoró el porcentaje de conversión de madera procesada a láminas secas y aumentaron las exportaciones. Desde que se ha puesto en operación la planta se ha vendido el 65% de lo producido, además en cada trimestre la producción es mayor a las ventas, por lo que sigue acumulándose un stock de producto para vender y parte del mismo es de las primeras producciones de menor calidad y precio.
- Los resultados de la planta siguen estando por debajo de lo estimado en el presupuesto y sigue generando pérdidas. No obstante, las mejoras en varios de los indicadores productivos permiten suponer que si se mantiene esa tendencia sería esperable que los resultados mejoren y se puedan lograr márgenes positivos. El aspecto clave es el desarrollo de un mercado para las láminas de alto valor.
- En el período informado se cancelaron cuotas del préstamo a largo plazo que tiene este fideicomiso y se mantuvieron las operaciones de prefinanciación de exportaciones y de créditos de corto plazo para la operativa. Al cierre del semestre el nivel de endeudamiento se mantiene en el orden del 5% del patrimonio.

3. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- Balance con informe de auditoría al 31 de diciembre de 2024 de Agro Empresa Forestal.
- Estados Contables intermedios del Fiduciario al 30 de junio de 2025.
- Estados Contables intermedios del Fideicomiso al 30 de junio de 2025.
- Informes trimestrales del operador, el último a junio de 2025.
- Informes trimestrales del Comité de Vigilancia, el último a junio de 2025.
- Calificaciones y actualizaciones de los Fideicomisos Financieros Forestales Bosques del Uruguay I, II y III realizadas por CARE.
- Información relevante del sector forestal.

II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

Se ofrecieron en oferta pública certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 4, creado por contrato correspondiente de fideicomiso financiero. Este contrato, los certificados y los demás contratos citados se analizan en la presente sección.

1. Descripción general

Denominación: Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 4

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

Operador administrador: Agro Empresa Forestal S.A.

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

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

Cotización bursátil: Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.

Organizador: Agro Empresa Forestal S.A.

Títulos emitidos: Certificados de participación

Activos del Fideicomiso: El Fideicomiso invirtió en la compra y arrendamiento de inmuebles rurales para desarrollar una explotación forestal.

Moneda: Dólar fondo

Importe de la Emisión: USD 330.000.000

Distribuciones: Toda vez que existan Fondos Netos Distribuibles luego de cada cierre de ejercicio, o al procederse a la venta de activos del Fideicomiso o por la distribución final de Fondos Netos Remanentes. (Entre los años 0 a 2, no habrá distribución de fondos aún en el caso de que existan ya que los mismos se destinarán al financiamiento del plan de negocios).

Calificación de Riesgo: BBB+.uy

2. El análisis jurídico

El análisis jurídico se agregó en el Anexo I ("Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 4". Informe Jurídico). El mismo descartó cualquier eventualidad de conflictos derivados por ejemplo de la construcción jurídica, los contratos respectivos, el cumplimiento con normas vigentes, etc.

Al inicio del informe, en la misma introducción planteaba que *"de la compulsión de toda esta documentación, como concepto general se puede adelantar que se cumplen las disposiciones legales y reglamentarias disciplinadas para el fideicomiso financiero, tanto en cuanto a su constitución formal y aspectos relacionados con la capacidad y legitimación de los contrayentes. En cuanto al fondo, no se advierten obstáculos jurídicos que impidan o pongan en riesgo el rendimiento esperable bajo los certificados de participación a emitirse."*

El informe finalmente concluye: ***"...En conclusión y contemplando todos los aspectos involucrados, el negocio fiduciario cuenta con un razonable grado de cobertura, no advirtiendo riesgos jurídicos relacionados con el proceso de emisión"***.

3. Riesgos considerados

Riesgo jurídico de estructura. Comprende el análisis de la eventualidad de incumplimientos en el pago a los beneficiarios, derivado de defectos en la estructura jurídica por no cumplir con alguna norma vigente, así como eventualmente por la aplicación de sentencias judiciales derivadas de demandas de eventuales perjudicados por la creación oportunamente descrita. Visto el informe antes mencionado, que reitera en lo esencial el de los Fideicomisos anteriores I, II y III se concluye que el *riesgo jurídico de estructura se considera prácticamente inexistente*.

Riesgo por iliquidez. Los certificados se han diseñado para ser líquidos. Por este motivo, la liquidez puede considerarse adecuada dadas las características del mercado uruguayo. No obstante este proceso no es instantáneo, puede llevar un tiempo difícil de determinar. *El riesgo es medio bajo*.

III. LA ADMINISTRACIÓN

Las características de la emisión hacen necesario analizar dos empresas administradoras: 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 intermedios al 30 de junio de 2025 sigue mostrando una sólida situación de solvencia.

El ratio de liquidez para el semestre, medido como la razón corriente, en este caso supera la unidad. Cabe recordar 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. Esto relativizaba la circunstancia de tener una razón corriente por debajo de la unidad lo que no ocurre en el semestre informado.

A continuación se exponen, en forma resumida los estados de situación y resultados intermedios al 3/06/2025 y su comparativo con ejercicios anteriores.

Cuadro 4: Estado de Situación de EFAM (miles de \$)

Concepto	30/6/2025	31/12/2024	31/12/2023
Activo Corriente	55.186	33.440	26.198
Activo no Corriente	257.937	290.099	248.688
Total Activo	313.122	323.539	274.886
Pasivo Corriente	39.818	45.457	38.315
Pasivo no Corriente	244.216	249.374	211.246
Total Pasivo	284.033	294.830	249.561
Patrimonio	29.089	28.708	25.325
Total Pasivo y Patrimonio	313.122	323.539	274.886
Razon Corriente	1,39	0,74	0,68

Fuente: EE.CC EFAM

Los resultados al término del primer semestre de 2025 muestran un nivel de facturación similar respecto al mismo periodo del año anterior pero gastos algo mayores lo que determina un descenso en las utilidades.

Cuadro 5: Estado de Resultados de EFAM (miles de \$)

Concepto	30/6/2025	30/6/2024	31/12/2024
Ingresos Operativos	49.372	48.060	95.753
Gastos Adm. y Vtas.	(41.679)	(38.149)	(78.523)
Resultado Operativo	7.693	9.911	17.230
Resultados Financieros	(6.931)	(6.541)	(11.495)
Resultados antes de impuestos	763	3.370	5.735
IRAE	(381)	(1.158)	(2.352)
Resultado del período	381	2.212	3.383
Res Operativos/Ingresos	15,58%	20,62%	17,99%
Res Ejercicio/Ingresos	0,77%	4,60%	3,53%

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 y sus 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 sumaron un valor original de USD 640 millones. Todos ellos han sido calificados con nota de grado inversor debido a su, hasta la fecha, correcto desempeño.

La estructura se ha ido adaptando a las exigencias que demandaba el crecimiento del patrimonio administrado. En la actualidad mantiene la misma estructura definida desde ya hace algunos años. Últimamente se agregó un Comité de Riesgos, que está liderado por la Economista María Stella y participan profesionales como el Economista Aldo Lema entre otros.

Figuras clave

La estructura básica se compone de un Directorio; un Comité de Auditoría y un Comité de Cumplimiento. No se nos ha comunicado ningún cambio relevante en la misma.

- 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

Con fecha 17/12/2018 se celebró el contrato de Fideicomiso entre EFAM (fiduciaria) y AF (administrador). El 18/3/2019 el BCU autorizó la inscripción del Fideicomiso en el Registro del Mercado de Valores y consecuentemente la emisión de CP's por un monto de hasta USD 330 millones.

En virtud de lo antedicho, efectivamente se emitieron CP's por USD 330 millones, ya totalmente integrados en tres emisiones sucesivas realizadas entre el 11/04/2019 y 26/08/2019 y de esa forma cumplir con el inicio del plan de negocios forestal descripto en otra sección de este informe.

A continuación se presentan los EE.CC intermedios del Fideicomiso al cierre del primer semestre de 2025.

Cuadro 6: Estado de Situación del Fideicomiso (miles de USD)			
Concepto	30/6/2025	31/12/2024	31/12/2023
Activo Corriente	25.986	21.212	17.629
Activo no Corriente	566.290	569.241	526.001
Total Activo	592.276	590.453	543.631
Pasivo Corriente	26.473	24.091	24.340
Pasivo no Corriente	15.874	15.448	11.580
Total Pasivo	42.347	39.539	35.919
Patrimonio	549.929	550.915	507.711
Total Pasivo y Patrimonio	592.276	590.454	543.631
Razon Corriente	0,98	0,88	0,72

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Se recuerda que en el *Activo no Corriente* dentro del rubro *Propiedades, Planta y Equipo* se incluye la planta de Olimar (PO), por un valor contable neto de unos USD 6.4 millones. La misma estuvo disponible para su uso a partir del 31/7/2024.

Como corresponde a un cierre intermedio no se realizan nuevas tasaciones de los principales activos (tierra y plantaciones) por lo que mantienen su valor de cierre del ejercicio pasado, salvo cambios físicos. Esto se considera en otra sección de este informe.

El valor del patrimonio contable al 30/06/2025, puede observarse en el cuadro precedente, era de USD 550 millones, ligeramente inferior al de seis meses atrás pero muy superior, en términos nominales, a la emisión recibida de USD 330 millones.

En cuanto al pasivo financiero, a los créditos anteriores se le agregaron en el semestre 6 nuevas operaciones por un total de USD 8.6 millones, el saldo a la fecha de cierre del periodo era de USD 27.8 millones; la mayoría (USD 18.7 millones), de corto plazo.

Cuadro 7: Estado de Resultados Fideicomiso (miles de USD)

Concepto	30/6/2025	30/6/2024	31/12/2024
Ingresos operativos	21.485	25.230	50.959
Cambio valor activo biológico	-	-	38.548
Costo de los bienes vendidos	(18.153)	(20.730)	(43.101)
Resultado Bruto	3.332	4.500	46.406
Gastos administración y ventas	(4.661)	(4.117)	(9.054)
Resultados financieros	(1.655)	(595)	(834)
Resultados diversos	-	-	-
Resultados antes IRAE	(2.983)	(212)	36.518
IRAE	1.997	265	(1.660)
Resultado del periodo	(986)	53	34.857
Revaluación tierra	-	-	8.700
Impuesto diferido asociado	-	-	(353)
Resultado integral del periodo	(986)	53	43.204

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Los ingresos operativos registrados en el periodo, según cuadro precedente, responden casi en su totalidad a venta de madera (USD 20.1 millones), el resto básicamente son ventas de la Planta de Olimar por USD 1.1 millones y otros de escasa significación. En el caso de la PO, el costo contable de sus ventas, supera los ingresos. Esto y los negocios del Fideicomiso en general se informan con más detalle en otra sección.

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, se considera que el riesgo de incumplimiento de la administradora y del fiduciario con las responsabilidades del proyecto es acotado. Por otra parte, se prevé su sustitución en caso de constatare desvíos que así lo justifiquen. *Riesgo bajo.*

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

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

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

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y FLUJO FUTURO DE FONDOS

1. Bienes fideicomitidos y aspectos descriptivos del proyecto

Se invirtió en la compra de un emprendimiento forestal en las condiciones previstas en el Contrato, para que se integren al patrimonio del Fideicomiso y desarrollar una explotación silvícola de acuerdo a lo establecido en el Plan de Negocios.

El emprendimiento forestal ya estaba formado por lo que durante unos 20 años se realizará la explotación de los montes, que consiste en la cosecha y venta de madera, y la replantación de las áreas cosechadas con eucaliptus. Al final, se vende la tierra y los montes en pie.

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

El proyecto en el prospecto original para el escenario base presentaba una Tasa Interna de Retorno del 7,7% para el inversor. Posteriormente el operador fue ajustando los flujos esperados, que vienen arrojando valores más altos para la TIR. La última actualización del flujo financiero se presentó con datos reales a diciembre de 2024 y una proyección para el período 2025-2039.

Se presentaron diferentes escenarios, suponiendo distintas evoluciones de precios de la madera, costos de producción y evolución del precio de la tierra a partir de 2025 y hasta la finalización del Fideicomiso en 2039. De los diferentes escenarios presentados, el que contempla los criterios que considera CARE para realizar proyecciones de largo plazo, son los siguientes:

- Los precios de los productos ajustan según la inflación de EEUU (se considera 2,1% anual)⁴. 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%, superior al utilizado en la tasación (7,5%) y superior también al costo de oportunidad estimado por CARE en esta oportunidad en base al WACC (5,9%), lo que implica un supuesto conservador.

Los ingresos del inversor en CPs son los proyectados en el nuevo flujo que comenzarían a partir de 2025 y terminarían con la liquidación del Fideicomiso en 2039.

En base a esta proyección, la TIR para todo el período del Fideicomiso en el escenario considerando los criterios de la calificadora sería de 9,1%, un poco más baja que la estimada un año atrás (9,5%). Esta tasa de retorno se calcula sobre el supuesto que el inversor adquirió los CPs en el año 0 y al valor par.

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

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

Cuadro 8: Resultados de la TIR en diversos escenarios	
Escenario	TIR
1 Madera ajusta por inflación USA, más un crecimiento del 1,5%.	
Los costos ajustan por inflación USD UY y la tierra tiene un aumento del 1,5%.	9,0%
2 Madera ajusta por inflación USA. Los costos ajustan por Inflación USD UY, y la tierra tiene un aumento del 1,5%.	8,9%
3 Idem al 2 pero con aumento del 3% en el precio de la tierra	9,1%
4 Los precios de la madera y de la tierra aumentan un 1,5%.	7,8%
5 Aumento precio de Tierra 1,5%	7,7%
6 Todos los factores constantes	7,4%

Fuente: El Operador

Como puede observarse las tasas de retorno esperadas en los diferentes escenarios tienen poca variación con los supuestos realizados.

El escenario 3, es el que se corresponde con los criterios de 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.. Para el caso de la tierra un incremento de un 3% anual parece razonable, siendo el valor que la calificadora 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 de 7,4% en moneda constante.

3. Nueva estimación del costo de oportunidad del capital.

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

Para estimar el costo de oportunidad del capital, CARE utiliza el modelo de valoración CAPM (Capital Asset Pricing Model)⁵, 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"⁶ 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 (3,15%), para el riesgo país (índice UBI) se consideraron 96 puntos básicos⁷ y para la prima de riesgo del mercado accionario se consideró 4,51%.

⁵ 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 una inversión en un activo financiero, en función del riesgo que está asumiendo.

⁶ Valor proporcionado por Damodaran.

⁷ Es el promedio de 5 años, en octubre de 2025 está en el entorno de 65 puntos básicos

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 5,87%. Este valor es menor a la última TIR estimada para el escenario que considera los criterios de la calificadora (9,1%), 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 (5,14%).

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 Uruguay⁸. En la actualidad (octubre 2025) la curva en dólares (CUD) a 10 años está en 4,77%. En este caso, la TIR estimada en el escenario 3 también supera al valor de la curva en dólares. Cabe aclarar que la CUD considera solamente el riesgo soberano.

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.

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).

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

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. Tasación de la Tierra y los Montes Forestales

En diciembre de 2024 se presentó la tasación anual de la tierra y plantaciones del Fideicomiso, que fue realizada en esa oportunidad por dos empresas diferentes a las que tasaron en los anteriores tres años. Se presentaron dos tasaciones, Pike & Co junto con Consur UIT realizaron la tasación de las tierras sin considerar el valor de los bosques y la empresa Indufor realizó la tasación de los montes considerando la tierra al valor estimado y definido por los primeros.

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 plantadas, ajustes de precios de la madera y de los costos, etc. En algunos años -como en esa oportunidad- pueden ocurrir variaciones debidas al cambio de criterios de la tasación.

En el siguiente cuadro se presenta la evolución de los valores de los campos y bosques del Fideicomiso, según la información proveniente de las tasaciones realizadas anualmente. Cabe aclarar que los valores del año 2020 fueron realizados por otra empresa y bajo una metodología diferente que subvaloraba el valor de la tierra.

Cuadro 9: Evolución de la valuación de la tierra y de las plantaciones en millones de USD

	Tierra	Bosques	Pastoreo	Total
2020	113,0	275,5		388,4
2021	154,4	246,1	3,7	404,1
2022	161,1	288,4	3,2	452,6
2023	167,8	331,4	3,7	502,9
2024	176,5	366,3	-	542,8
Variación 2024/2023	5,2%	10,5%	-100,0%	7,9%
Tasa de crecimiento anual				8,7%

Fuente: Tasaciones

El valor de tasación de las tierras y bosques del fideicomiso a diciembre de 2024 es de 542,8 millones de dólares, compuesto de 366,3 millones de bosques y 176,5 MM de tierra.

Entre 2023 y 2024 el valor de los campos y los montes tiene un aumento de un 7,9% en conjunto, que se explica por el aumento del valor de los bosques en un 10,5% y de un 5,2% de incremento en el valor de los campos.

Entre 2020 y 2024 la tasa de crecimiento acumulativa anual del activo total es del 8,7% y la tasa acumulativa anual considerando el valor de la emisión en 2019 es del 10,5%

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

Riesgo de descalce de monedas. Los ingresos y egresos más relevantes están previstos en la misma moneda. *Riesgo casi nulo.*

V. EL ENTORNO

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

El crecimiento del consumo de productos madereros, se estima que será mayor al aumento previsto de la población mundial, lo que sería impulsado por el aumento de la demanda proveniente de los países de ingresos bajos y medios. Esta mayor demanda deberá ser atendida aumentando la productividad a través de la gestión forestal sostenible en los bosques, que deberá estar alineada con las crecientes exigencias ambientales. 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 y el comercio 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, surgen interrogantes en relación a que el cambio de administración podría volver a considerar la implementación de ajustes 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, no obstante por el momento no se han planteado.

1. Riesgo Económico y de Mercado

En esta sección se describen los aspectos salientes de los dos precios que inciden en los retornos de la Inversión: los precios de la madera y de la tierra, elementos claves en el negocio del Fideicomiso.

a) El precio de la madera

El precio más importante y por tanto el juicio más determinante para la calificadora es el de la madera. Esto se fundamenta en que el 84% 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 de eucalipto y de pino. Como ya fuera comentado el plan de negocios supone la sustitución de los pinos por eucaliptos manejados para la obtención de madera de calidad. Si bien el objetivo de largo plazo será la madera sólida de eucalipto el patrimonio adquirido tenía un 39% plantado con pino, los que se irán comercializando durante los primeros años. Finalmente, como en todos los proyectos forestales hay superficies plantadas con destino a celulosa y también tienen ese destino los raleos y desechos comerciales de los montes de calidad.

La Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura (FAO), en su informe "Perspectivas del sector forestal mundial 2050"⁹ prevé que el consumo global de productos primarios de madera procesada crecerá 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.

La madera en masa y los productos de ingeniería de la madera en la construcción, la fibra de celulosa artificial para la producción textil y las formas más modernas de madera para la energía son los productos de madera más destacados para la sustitución a gran escala de materiales no renovables.

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

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

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

⁹. FAO 2022. Último informe disponible.

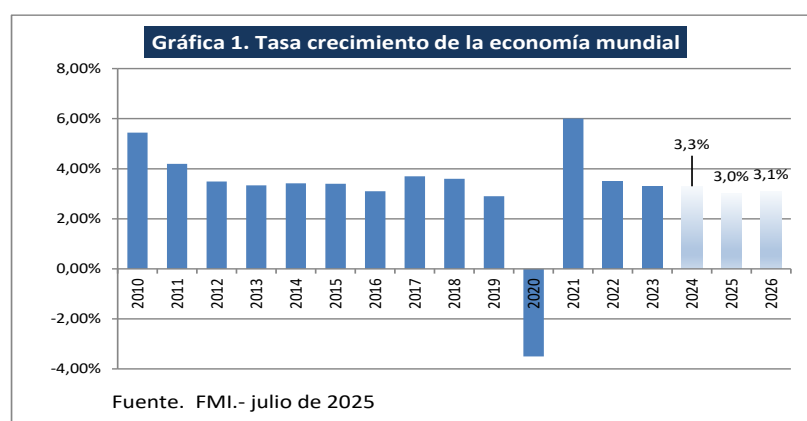
Para el largo plazo no existen elementos para suponer cambios en las tendencias planteadas en el prospecto de emisión, aunque no habría que descartar puntualmente coyunturas desfavorables como las comentadas.

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

Perspectivas de crecimiento de la economía mundial

El Fondo Monetario Internacional en su informe de julio de 2025 proyectó tasas de crecimiento mundial del 3,0% en 2025 y 3,1% en 2026, lo que implicó una leve mejora respecto de su anterior informe (abril 2025), pero se mantiene por debajo de la media histórica (2000–19) del 3,7%. Esta leve mejora se debe a que hubo un adelantamiento de las importaciones antes de la subida de los aranceles que fue mayor al previsto; a unas tasas arancelarias efectivas medias de Estados Unidos más bajas que las anunciadas en abril; y a una mejora de las condiciones financieras, en particular a causa del debilitamiento del dólar estadounidense. Por otra parte, el FMI prevé que el nivel general de inflación a escala mundial descienda al 4,2% en 2025 y 3,6% en 2026, lo que supone una trayectoria similar a la proyectada en abril.

Las perspectivas están expuestas a factores adversos ya que el repunte de las tasas arancelarias efectivas podría frenar el crecimiento y la elevada incertidumbre podría frenar más la actividad.



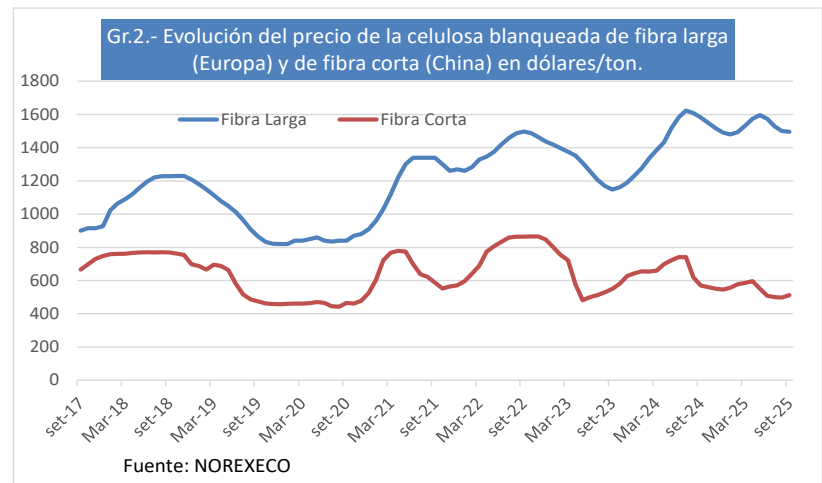
Evolución histórica de los precios

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, la 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. Desde mediados de 2024 y hasta el presente, los precios internacionales mantienen una tendencia de mayor estabilidad, aunque con un claro comportamiento cíclico, y para el caso de la celulosa de fibra corta parece mostrar una leve tendencia a la baja.

En la siguiente gráfica se presenta información de los precios por tonelada para dos tipos de pasta de celulosa: la NBSK¹⁰ (principal cotización internacional, correspondiente a pulpa de coníferas de fibra larga en Europa), y de la BHKP¹¹ (pulpa de fibra corta en China). Puede observarse el comportamiento comentado en el párrafo anterior.



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 implícito¹² recibido por las exportaciones de pulpa del Uruguay fue de 610 dólares por tonelada FOB, lo que resultó en un 10% superior al promedio de las exportaciones realizadas en 2023, pero aun un 13% por debajo de los valores recibidos en 2022. En los primeros 7 meses de 2025, el precio implícito promedio del período fue de unos 546 dólares por tonelada, aproximadamente un 10,5% por debajo del promedio de 2024. No se espera una recuperación del precio de la celulosa para el segundo semestre de 2025, manteniéndose los actuales niveles y tendencia.

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 (agosto 2025), pero quedaría por debajo del promedio de 2024 en el caso de la fibra corta y levemente por encima para la fibra larga. La negociación de un acuerdo entre EE.UU. y la Unión Europea para la imposición de un arancel del 15% a las exportaciones de la UE., y la exoneración por parte de EE.UU. a la aplicación de un arancel del 50% a las exportaciones brasileñas, podrían devolverle confianza al mercado y reactivar la demanda y contribuir a la mejora de los precios.

¹⁰ Northern Bleached Softwood Kraft Pulp. Pulpa de celulosa blanqueada de fibra larga

¹¹ Bleached Hardwood Kraft Pulp. Pulpa de celulosa blanqueada de fibra corta.

¹² Valor FOB de exportación/toneladas exportadas

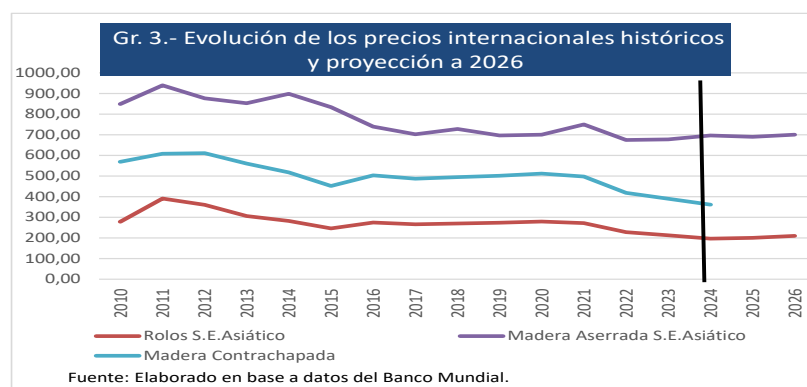
No se dispone de información que proyecte las perspectivas de la evolución de precios internacionales para la celulosa para el largo plazo. En los últimos 10 años el incremento anual del precio internacional de la celulosa de fibra larga (NBSK) fue del 3,6%, esto es un valor indicativo, ya que no existe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

Para el caso de la madera de eucaliptus 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. En el 2024, las exportaciones tanto en valor como en volúmen, vuelven a recuperarse a partir del segundo trimestre, básicamente en lo referente a los precios. Durante los primeros 7 meses del 2025, las exportaciones uruguayas de madera de eucaliptus mantiene en valor niveles muy similares a los de 2024. China, Vietnam, India, Camboya y Malasia son los principales mercados para el producto uruguayo.

Para el caso de la madera de pino aserrable, el mercado externo para el producto uruguayo, no muestra señales claras de recuperación, manteniéndose una tendencia decreciente desde 2021. 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 debajo de la cantidad de producto que está recibiendo, lo que podría generar presión a la baja de los precios a futuro. Además, Nueva Zelanda y Australia están derivando su producción de pinos hacia India ya que China, su principal mercado, ha reducido en forma importante su demanda. En los primeros 7 meses del año, las exportaciones uruguayas de rolos de pino cayeron en valor un 27% respecto del mismo período de 2024,

Según el último informe de proyección de precios del Banco Mundial de abril de 2025, los precios de la madera en bruto 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 2011. Por su parte, la madera aserrada no mostraría mayores cambios en los precios en los próximos dos años, mostrando también una tendencia decreciente desde el 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 plazo¹³. 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 productos 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.

En los primeros 7 meses de 2025, el valor acumulado de las exportaciones de productos forestales se ubica en un nivel muy similar al del mismo período del año anterior (+1%), ubicándose por el momento en el segundo lugar, por debajo de las de carne bovina. Para este período, se destaca una caída en los ingresos por exportaciones de rolos de pino y eucalyptus, tableros contrachapados y papel y cartón, mientras que se incrementan sensiblemente las exportaciones de chips.

En el siguiente cuadro se presentan las exportaciones forestales en valor para los últimos años y para los primeros 7 meses de 2025, donde puede observarse una clara tendencia al crecimiento.

¹³ World Bank Commodities Price Forecast. En informes posteriores solamente se proyectan precios a dos años.

Cuadro 10. Exportación de productos forestales seleccionados (en millones de dólares FOB)

	2021	2022	2023	2024	enero-julio 2024	enero-julio 2025	Variación
Celulosa	1.576	1.818	2.019	2.545	1.313	1.337	2%
Rolos de pino	204	127	69	64	41	30	-27%
Tableros de madera contrachapados	105	102	80	89	57	47	-17%
Chips (eucalipto y pino)	74	113	109	56	29	40	39%
Madera Aserrada coníferas y no coníferas	159	184	171	188	110	110	0%
Papel y Cartón	26	35	30	27	17	15	-12%
Rolos de eucalipto	23	34	24	39	21	20	-7%
Total	2.167	2.412	2.503	3.009	1.588	1.599	1%

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.

Las perspectivas de demanda internacional por tierra siguen siendo alentadoras y ubicarían los precios en niveles crecientes para el corto y mediano plazo. Esto es consecuencia de las dificultades que existen para la expansión de la frontera agrícola, sumado a la necesidad de un uso racional y sostenible del recurso suelo. Esto no implica que puedan existir variaciones de corto plazo que la aparten de esa tendencia, como consecuencia de la evolución de diversas variables que puedan afectar los precios nominales de la tierra, como por ejemplo: las tasas de interés, la devaluación de las monedas, la inflación internacional o el precio de los commodities.

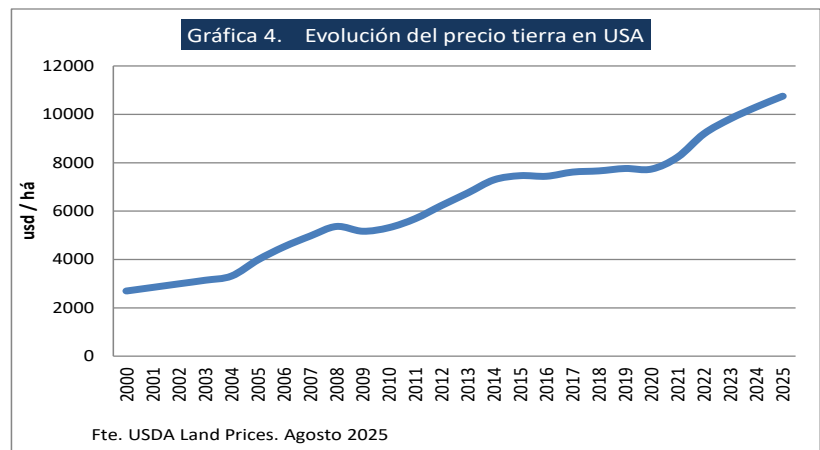
En este caso se actualiza el comportamiento de los precios en diferentes países considerados de importancia, en el entendido de que sus tendencias podrían generar información respecto de lo que podría ocurrir en nuestro país.

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

Durante el período 2000-2025, el incremento acumulativo anual del precio de la tierra en EEUU en dólares corrientes fue de un 5,69% anual, valor superior al de la inflación de la moneda norteamericana (2,55% anual en promedio), lo que determina un incremento real anual del 3,06% en los últimos 25 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 5 años los valores se recuperan fuertemente mejorando en términos reales, y también acompañando la mayor inflación. Entre 2020 y 2025 el valor de la hectárea promedio lleva acumulado un aumento de un 39%; si se analizan por separado las tierras agrícolas de las ganaderas, las primeras tuvieron entre 2020 y 2025 un aumento del 43,5% mientras que las segundas un 37,1%.

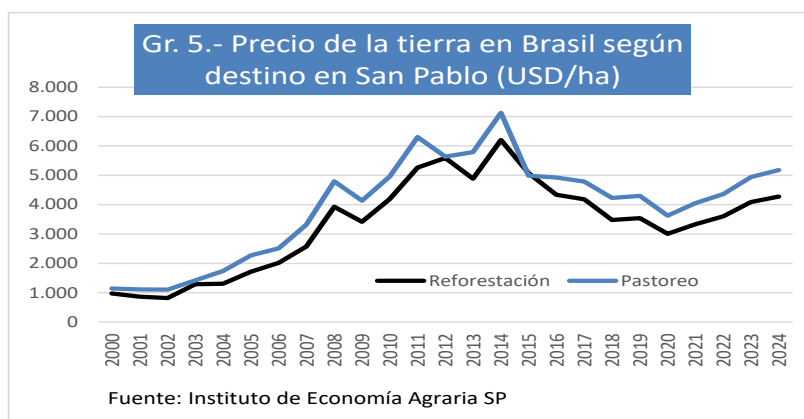
El último informe del USDA¹⁴ que reporta precios de 2025, da cuenta de un incremento de un 4,32% para el promedio de las tierras, respecto del año anterior. Por su parte, las tierras de uso agrícola aumentaron un 4,67% mientras que las de uso ganadero un 4,92%.



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.

En 2024, el Instituto de Economía Agraria de San Pablo reporta un incremento del precio de la tierra de un 9% en reales. No obstante cabe recordar que en los últimos meses de 2024 la moneda brasileña mostró una fuerte devaluación frente al dólar, motivo por el cual el valor al finalizar el año muy probablemente estuviera por debajo del año anterior (2023) en dólares. En el grafico se considera el valor promedio del año de la tierra y también el promedio del tipo de cambio, por lo que el 2024 sigue mostrando un leve aumento (aproximadamente un 5% en dolares).

¹⁴. USDA Land Prices, Agosto 2025



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 venido recuperando en forma sostenida desde el 2024, como resultado directo del cambio de administración. El índice de actividad que estima la Cámara¹⁵, se ubicaba en julio de 2025 en 51,9 frente a los 21,5 puntos en que había cerrado en diciembre de 2023.

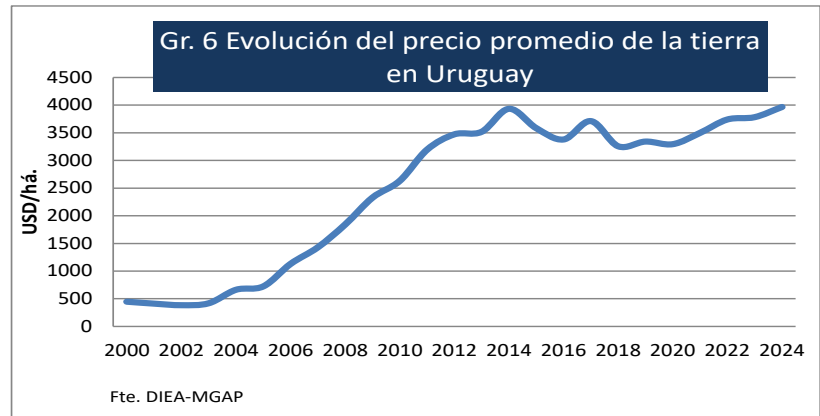
El mercado de campos en Argentina mantiene su atractivo, respaldado por la firmeza en la demanda, la diversificación de intereses y un entorno macroeconómico que, si se consolida, podría fortalecer aún más la ponderación de los activos rurales. La clave parece estar en garantizar la previsibilidad jurídica y estabilidad económica para sostener este proceso en el tiempo. Según informa la Cámara, algunas áreas ya presentan indicios de un proceso lento de revalorización paulatina. Esta tendencia se encuentra íntimamente ligada a las expectativas económicas y políticas del actual gobierno, siendo su alcance y duración dependientes del desempeño en estos ámbitos.

¹⁵. El "Índice de actividad del mercado inmobiliario rural" (InCAIR) es un índice mensual que refleja la "actividad" del mercado. Se toma como base de referencia máxima 100 puntos, correspondientes al pico de máxima actividad histórica. No refleja precios/valores, solo actividad de mercado. Se comenzó a medir a partir del mes de noviembre del 2013.

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.

En 2023 el incremento en el precio de la tierra es de 1,1% y en 2024 vuelve a aumentar en un 4,9%. Cabe destacar, que el precio de la tierra en 2024, en términos nominales, supera levemente (+0,8%) el récord histórico de 2014.



Existen otras fuentes de información realizadas por consultoras y operadores del mercado¹⁶, 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.

El informe del mercado de tierras del primer semestre de 2025 realizado por la consultora Agroclaro y publicado por El País, indica que se hicieron 62 negocios de compraventa de campos por un total de 66.500 hectáreas, incluyendo campos agrícolas, ganaderos y forestales. Según dicho informe, existiría una cierta estabilidad en los valores, aunque se observa una mayor demanda por campos con elevado potencial agrícola y buena ubicación en el litoral y litoral sur. Por otra parte, los campos ganaderos tienen menor presión de la demanda y a nivel general se han mantenido estables en sus valores durante el último año. Los campos forestales mantienen una buena demanda y se comercializan rápidamente.

La valorización del precio de la tierra es un componente significativo de ingreso final del fideicomiso (16%) por lo que lo que finalmente ocurra con su comportamiento tendrá una contribución con el retorno final de la inversión. La última actualización del modelo financiero supuso una valorización acumulativa anual de un 3% a partir de 2025 y hasta la finalización del fideicomiso, 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.

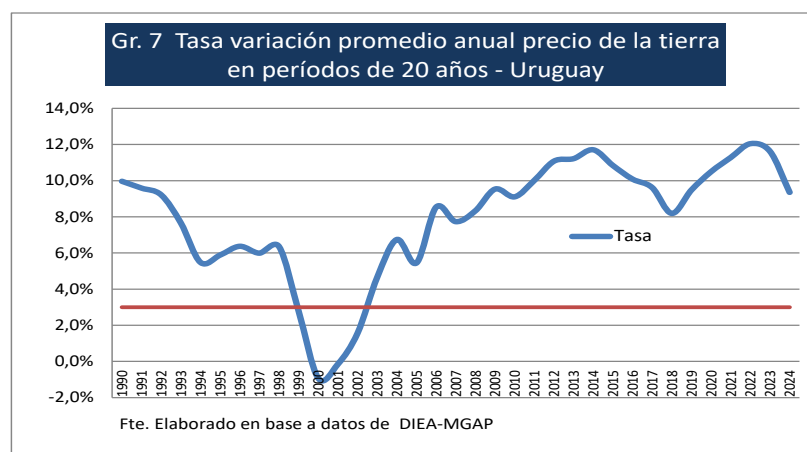
¹⁶. SERAGRO, Agroclaro, Consur y operadores privados

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 entre 1999 y 2002, o sea que se hubieran comprado entre 1979 y 1982.
- Para el resto del período, el crecimiento anual del precio de la tierra supera el 3%.

Si el mismo análisis se realiza para períodos de 30 años la tasa de crecimiento anual cae levemente (7,3%), y el mínimo crecimiento anual es de 5% y por lo tanto en ningún período estaría por debajo del valor considerado.

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 Unidos¹⁷, más un pequeño componente por incremento de la productividad de la tierra, de esta forma se deberían ubicar entre el 2 y el 4% anual. Esto no implica que existan períodos de mayores o menores tasas anuales de crecimiento.

2. Las políticas públicas, el riesgo político

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

La Política Forestal Nacional se fundamenta en la Ley Forestal N°15.939 (28/12/87) y sus decretos reglamentarios. También está fuertemente regulada a través de la Ley de Evaluación de Impacto Ambiental (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

¹⁷. Se estima en aproximadamente un 2%. En la actualidad está aún por encima de esos valores pero razonablemente se espera que vuelva a sus valores históricos.

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 decreto de diciembre de 2021.

El marco legal de la forestación tiene dos grandes objetivos: la conservación de los bosques naturales y la ampliación de la base forestal del país para un posterior desarrollo industrial.

La Ley Forestal declara de interés nacional la defensa, el mejoramiento y la ampliación de los recursos forestales y en general el desarrollo de la economía forestal encargando su ejecución al Ministerio de Ganadería, Agricultura y Pesca, a través de la Dirección General Forestal. La ley impulsa el manejo forestal sostenible mediante diversos mecanismos de promoción. Para acceder a los beneficios otorgados por la misma, las plantaciones forestales deben contar con un proyecto aprobado por la Dirección General Forestal de acuerdo a los lineamientos técnicos establecidos. Actualmente los beneficios se han reducido de manera importante permaneciendo algunos de ellos exclusivamente para la producción de madera con destino a la industria del aserrío, tableros de madera y para los bosques protectores.

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

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

En 13 enero de 2025 el gobierno anterior, antes de culminar su mandato, firmó el decreto No 3/025 que modificó el No 405/021, con el objetivo, entre otros, de flexibilizar los trámites relativos a los permisos para las reforestaciones. Se reemplazó la Autorización Ambiental Previa (AAP) por una Autorización Ambiental Especial, evitando 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 reforestaciones 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 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.

A pesar de esas manifestaciones, por el momento no se han concretado ni propuesto cambios en la normativa vigente.

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

VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

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

En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos - tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación BBB+. uy¹⁸ de la escala de nuestra metodología. La inclusión del signo + indica que la calificación se acerca más a la categoría superior Se trata de una calificación de grado inversor.

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrián Tamber

¹⁸. **BBB+.uy.** Se trata de instrumentos que presentan un riesgo medio bajo para la inversión, ya que evidencian un desempeño aceptable y suficiente capacidad de pago en los términos pactados. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, y las características del entorno, dan en conjunto moderada satisfacción a los análisis practicados, sin perjuicio de alguna debilidad en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo. Podría incrementarse el riesgo del instrumento ante eventuales cambios previsibles en los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, o en la economía en su conjunto. La probabilidad de cambios desfavorables previsibles en el entorno es de baja a media baja, y compatible con la capacidad de la administradora de manejarlos aunque incrementando el riesgo algo más que en las categorías anteriores. **La inclusión del signo + indica que la calificación se acerca más a la categoría superior. Grado de inversión mínimo.**