

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

Montevideo, octubre de 2025

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

Actualización de la Calificación Emisión de Oferta Pública 06 - octubre - 2025

Denominación:	Fideicomiso Financiero Forestal Eucalyptus del Sur
Fiduciario:	Winterbotham Fiduciaria S.A. Administradora de Fondos de Inversión
Administrador:	Plantesia Forest Asset Management S.A.S.
Agente de Registro y Pago:	Winterbotham Fiduciaria S.A. Administradora de Fondos de Inversión
Entidad Representante:	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A. (BEVSA).
Asesor Legal:	Amorín Abogados
Organizador:	Nobilis Corredor de Bolsa SA
Títulos emitidos:	Certificados de Participación escriturales de Oferta Pública.
Moneda:	Dólares americanos
Importe de la emisión:	USD 55.500.000.
Fecha de suscripción	23 de marzo de 2023
Distribuciones:	se realizará anualmente de acuerdo a lo establecido en el contrato. Al finalizar se distribuyen los montos remanentes.
Activos del Fideicomiso:	Inmuebles rurales y bosques para desarrollar una explotación forestal.
Plazo de vigencia del fideicomiso:	25 años desde la emisión, pudiéndose extender hasta 30 años máximo.
Vigencia de la Calificación:	30 de abril de 2026.
Calificación de Riesgo:	BBB.uy ¹
Manual Utilizado:	Manual de Calificación de Finanzas estructuradas administradas por terceros

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

Resumen General

CARE ha actualizado la calificación de los certificados de participación en el dominio fiduciario del "Fideicomiso Financiero Forestal Eucalyptus del Sur", manteniendo la calificación BBB.uy de grado inversor.

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

A modo de resumen, los aspectos salientes de la calificación son:

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico ofrece las garantías necesarias tal como se aprecia en el informe jurídico que se adjuntara en la calificación original.
- De modo especial se evalúa la capacidad de gestión de la empresa Administradora del proyecto "Plantesia Forest Asset Management SAS" (en adelante Plantesia o Plantesia SAS), que si bien se creó para la administración de este proyecto, sus principales integrantes tienen una amplia y sólida experiencia en la gestión de empresas forestales.
- Se destaca la alineación de incentivos entre el Fideicomiso y el Administrador ya que este último adquirió Certificados de Participación (CP) por el 6% del monto total de la emisión.
- El Contrato de Fideicomiso incluye una serie de estándares mínimos de desempeño que el Administrador deberá cumplir y que son evaluados anualmente. Estos criterios refieren al mantenimiento de un área mínima de plantación, la ejecución de las reforestaciones, porcentajes de prendimiento, cumplimiento de los presupuestos anuales y el logro de un IMA mínimo (incremento medio anual de los bosques). Hasta el momento, el comité de vigilancia no reporta apartamientos respecto del plan de negocios y reporta que se vienen cumpliendo los estándares mínimos de desempeño del administrador.
- Un negocio que desde el punto de vista económico financiero para el inversor soporta los stresses ajenos al negocio a los que razonablemente el organizador y la calificadora han sometido el proyecto. Se presenta en esta oportunidad una actualización de las proyecciones financieras del fideicomiso estimando una TIR del 8,5% para el escenario base, que resulta levemente menor a la establecida en el prospecto (9%). CARE sometió las proyecciones a situaciones más severas estimando una TIR más probable del 7,2%, un valor menor, pero igualmente compara satisfactoriamente con el costo de oportunidad estimado para esta actualización.
- En setiembre de 2023 el Fideicomiso adquirió el activo forestal señalado en los documentos de emisión por un monto final de unos 54.8 millones de dólares, comenzando con la implementación del plan de negocios.

- A nivel productivo, en el primer semestre de 2025 se culminaron las cosechas de los negocios concretados en 2024. Asimismo, se concretaron ventas por un ingreso estimado de unos 2,5 millones de dólares, para este año y se comenzó con las cosechas en los predios. En paralelo se avanza en la realización de tareas de mantenimiento y control de rebrotes y en la planificación y solicitud de permisos para la realización de las reforestaciones.
- Se definió la estrategia de venta de los bonos de carbono, la cual se realizaría a través de la empresa CLIMIT, aunque aún no se han concretado ventas.
- El 2 de junio de 2025 se pagó a los tenedores de CPs, a prorrata de su participación, la suma de USD 1.001.421, resultante del cálculo realizado por el Administrador, y validado por el Fiduciario, de acuerdo a la fórmula establecida en el Contrato de Fideicomiso. Del total de la distribución, USD 561.333 responden a la distribución anual con fecha de corte 31/3/2025 y USD 440.088 a una distribución extraordinaria que consideró los ingresos de mayo por concepto de ventas de madera.
- La última tasación de las tierras, montes y mejoras del Fideicomiso fue presentada al 31 de diciembre de 2024. El valor total de los activos se estimó en 70,6 millones de dólares, valuación realizada bajo la metodología de recomposición de costos².
- 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 alta volatilidad en el comercio internacional de los precios de la madera y los productos forestales.
- En este contexto, los precios internacionales de la celulosa -principal mercado de este fideicomiso- y de la madera sólida han mostrado un comportamiento muy variable en los últimos años. Para el caso de la celulosa, principal producto forestal exportado por Uruguay, los valores mostraron un cierto repunte durante el primer semestre del 2024, para luego comenzar a caer a partir del mes de agosto y mantenerse deprimidos durante el 2025 frente una demanda internacional que aún no muestra una recuperación significativa y en un contexto de persistente incertidumbre comercial.

² . La tasadora también valoró los activos con la metodología de descontar los flujos de caja aplicando una tasa de descuento del 7,5% y el resultado fue de 58,8 millones. Sin embargo la tasadora entiende que el valor obtenido con la recomposición de costos sería más compatible con los datos de 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. En este emprendimiento los montes ya están implantados, están otorgados prácticamente todos los permisos y además buena parte de los montes están calificados por la Dirección General Forestal como BPA (Bosques Protectores Artificiales) por la función "restauradora" que cumplen los bosques sobre los suelos, lo que determina beneficios adicionales. Por lo tanto, no se advierten, por el momento, amenazas en lo que respecta a las políticas públicas.

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

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

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

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

CARE Calificadora de Riesgo es una calificadora con registros y manuales aprobados por el Banco Central del Uruguay a partir de abril de 1998. Califica conforme a su metodología oportunamente aprobada por dicha autoridad, seleccionando los profesionales necesarios para integrar en cada caso el comité de calificación, el que juzga en función de sus manuales. Estos, su código de ética, registros y antecedentes se encuentran disponibles en el sitio web: www.care.com.uy así como en el del regulador: www.bcu.gub.uy. El comité de calificación estuvo integrado en este caso por Martín Duran, Julio Preve y Adrián Tamber. Asimismo, en oportunidad de la calificación original, CARE contrató los servicios del Dr. Leandro Rama para realizar el análisis de contingencias jurídicas de la emisión y los de la Ing. Agr. Martha Tamosiunas, quien realizó una visita y evaluación de algunos de los predios a adquirir por parte del Fideicomiso.

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

2. Antecedentes generales y hechos salientes del período

- **Antecedentes generales**

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

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

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

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

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

Las principales características del proyecto son:

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

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

Cuadro 1.- Superficies plantadas por especie

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

Fuente: El Prospecto

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

- El Administrador podrá proponer la venta de aquellas hectáreas de inmuebles del Fideicomiso que se encuentran sin forestar y que a su vez no se pretendan explotar bajo el destino forestal del plan de negocios³. Para ello se requerirá un informe favorable del comité de vigilancia y la autorización de la Asamblea de Titulares por mayoría especial.
- El contrato de Fideicomiso establece una serie de estándares mínimos de cumplimiento que el administrador deberá cumplir. El no cumplimiento de los mismos podría llegar a determinar la remoción del Administrador, estos son:
 - o **Estándares de adquisición de los Inmuebles:** deberán adquirirse los Inmuebles definidos en el Plan de Negocios. Cumplido.
 - o **Estándares operativos del Proyecto:**
 - *Plantación:* se deberá mantener durante todo el Plazo del Fideicomiso una plantación mínima equivalente a un 50% del área total de los Inmuebles.
 - *Reforestación:* En caso de reforestar las áreas cosechadas se deberá plantar como mínimo un 80% de las mismas en un plazo máximo de 1 año desde que se finalizan las operación de extracción de la madera del bosque. Este plazo podrá ser mayor en caso de que se cuente con la aprobación del Comité de Vigilancia.
 - *Prendimiento:* Para el caso de las nuevas plantaciones deberá lograrse un prendimiento mínimo de 80% de la densidad inicial a excepción para la especie *Eucalyptus smithii* que se considerará un 10% extra de tolerancia.
 - *Cumplimiento del Incremento Medio Anual "IMA":* el IMA se establece en un crecimiento igual o superior al 75% del volumen proyectado para cada especie y edad de acuerdo a lo establecido en el Plan de Negocios.
 - *Cumplimiento del Presupuesto Anual del Fideicomiso:* El Administrador podrá desviarse en la ejecución del Plan de Negocios hasta un 23% del monto total presupuestado en cada presupuesto anual.
- Se instalan parcelas de medición permanente en cada estrato, las cuales se evalúan anualmente, lo que permite obtener una base de información para optimizar los turnos de corta y generar curvas de crecimiento adaptadas a cada predio. En junio 2024 se comenzó con la instalación y medición a campo de las parcelas integrantes del Inventario Forestal Continuo (IFC) del Fideicomiso.
- El manejo forestal del patrimonio establecido se realiza principalmente con el objetivo de producir materia prima con destino final para la industria de celulosa y en segundo orden de madera de calidad con destino aserrío. Además de la venta de madera, el proyecto prevé la venta de bonos de carbono ya que el patrimonio adquirido tenía la certificación de créditos de carbono.
- El Plan de negocios supone 3 ciclos de producción de la madera, y en ese período se prevé extraer unas 2.890 mil m3 de madera con destino pulpa o chip.

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

- La venta de madera con destino final celulosa será a los 9 años para las especies E.Smithii y E.Dunnii, y de 11 años para E. globulus. El proyecto contempla la modalidad de venta de madera en pie bajo el marco de un sistema de licitación previa de venta analizando las propuestas de los oferentes.
- La distribución de fondos es anual siendo los fondos distribuibles los montos existentes en las cuentas del Fideicomiso al 31 de marzo, descontados los montos necesarios para afrontar pagos o provisiones a realizar hasta el 30 de setiembre. También se podrá distribuir en otras fechas, a propuesta del administrador.
- Al cierre del proyecto el ingreso total estimado por ventas corresponderá en un 75,8% a la venta de madera, un 21,2% a la venta de tierra al final del proyecto y 3,0% por concepto de ingresos por pastoreos (los flujos fueron descontados al 6,7% que era en su momento el costo de oportunidad del capital para el promedio de los 5 años previos al cálculo).
- En mayo 2024 la Asamblea de inversores aprobó la primer distribución por USD 1.278.684.
- En agosto 2024, el fideicomiso recibió la primer emisión de certificado FSC, por un plazo de 5 años, con vencimiento 25 de agosto 2029 para producción y venta de madera en troza. Al ser un proceso continuo se debe seguir trabajando en diferentes aspectos que ameritan mejorar y seguir desarrollando, tanto desde el punto de vista ambiental, relaciones con la comunidad, aspectos legales, aspectos operativos, entre otros.
- En agosto de 2024 se recibió también la aprobación final del Reporte, donde se informa los créditos de carbono verificados (VCU) y que estarán disponibles para la comercialización en la plataforma de Verra⁴ a través de CLIMIT⁵, con el nombre de "EDS Green Carbon Project".
- Se presentó a diciembre de 2024 la primer tasación de la tierra y montes del fideicomiso la cual arrojó un valor final total de 70,6 millones de dólares. La metodología considerada fue la de valuación por costos, estimando por separado la tierra, la madera y las mejoras.
- **Hechos salientes del período**
- Se sigue trabajando en el cambio de titularidad de las autorizaciones ambientales en el Ministerio de Ambiente.
- Se definió la instrumentación, la emisión y los eventuales costos que tendrá la comercialización de los bonos de carbono, que será a través de la empresa CLIMIT. Se realizaron contactos, se recibieron algunas consultas, pero no se concretaron ventas en el primer semestre de 2025.
- Se concretó la venta de madera para el año 2025 a las empresas exportadoras de chips ubicadas en Montevideo, por monto estimado de 2,5 millones de dólares, y ya se comenzaron las cosechas en los tres predios, que se realizarán en su totalidad durante el presente año.

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

⁵. Empresa de consultoría y asesoramiento en cambio climático.

- El Fideicomiso tiene 9 contratos de pastoreo vigentes que involucran unas 5.000 hectáreas. Varios padrones que están en cosecha no tienen contratos de pastoreo vigentes por el momento y hay disponibles para arrendar unas 1.300 hás.
- El 2 de junio de 2025 se distribuyeron USD 1.001.421 entre los beneficiarios de los certificados de participación, resultante del cálculo realizado por el Administrador, y validado por el Fiduciario, de acuerdo a la fórmula establecida en el Contrato de Fideicomiso. Del total de la distribución, USD 561.333 responden a la distribución anual con fecha de corte 31/3/2025 y USD 440.088 a una distribución extraordinaria que consideró los ingresos de mayo por concepto de ventas de madera.

3. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- Estados Contables de Plantesia SAS al 31/12/2024.
- Estados Contables intermedios del Fiduciario al 30/06/2025.
- Estados Contables intermedios del Fideicomiso al 30/06/2025.
- Informes trimestrales del Administrador el último a junio de 2025.
- Informes trimestrales del Fiduciario el último a junio de 2025.
- Informes trimestrales del Comité de Vigilancia, el último a junio de 2025.
- Información Sectorial sobre el mercado forestal y de la tierra.
- Informes de calificación de otros fideicomisos análogos.
- Modelo financiero actualizado a junio 2025

II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

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

1. Descripción general

Denominación:	Fideicomiso Financiero Forestal Eucalyptus del Sur
Fiduciario:	Winterbotham Fiduciaria SA. Administradora de Fondos de Inversión
Administrador:	Plantesia Forest Asset Management. SAS.
Agente de Registro y Pago:	Winterbotham Fiduciaria SA. Administradora de Fondos de Inversión
Entidad Representante:	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.
Organizador:	Nobilis Corredor de Bolsa
Títulos emitidos:	Certificados de participación escriturales de Oferta Pública.
Activos del Fideicomiso:	El Fideicomiso invertirá en la compra de inmuebles rurales y bosques para desarrollar una explotación forestal.
Moneda:	Dólar estadounidense transferencia
Importe de la Emisión:	USD 55.500.000 (cincuenta y cinco millones quinientos mil dólares).
Distribuciones:	Se distribuirán anualmente los montos existentes en las cuentas del Fideicomiso al 31 de marzo de cada año, luego de descontados los montos necesarios para afrontar pagos y gastos del presupuesto anual hasta el 30 de setiembre, y los montos que el Fiduciario prevea deban ser afectados para constituir la reserva final. Si se distribuyen en otra fecha diferente, a los montos existentes en las cuentas, se le descontarán los mismos conceptos, estimando las necesidades por 6 meses. Al liquidarse el Fideicomiso se distribuirán los montos remanentes.
Calificación de Riesgo:	BBB. uy

2. El análisis jurídico

El análisis jurídico se agregó en el Anexo I del informe original de calificación. El mismo descartó cualquier eventualidad de conflictos derivados por ejemplo de la construcción jurídica, los contratos respectivos, el cumplimiento con normas vigentes, etc.

Al inicio del informe, en la misma introducción plantea que *“Se puede adelantar a modo de concepto general que la estructura cumple con las exigencias normativas que hacen a la constitución formal del negocio fiduciario, la validez y eficacia de las obligaciones que asumen las partes y no se aprecian riesgos insubsanables en orden a la satisfacción de los derechos que otorgan los valores a emitirse”*.

El informe recorre diferentes aspectos del contrato de fideicomiso, haciendo énfasis en el objeto, el patrimonio, la emisión de los valores, el documento de emisión, la suscripción, adjudicación e integración de los valores y los derechos que otorgan los certificados de participación. Se concluye en este punto que *“La estructura convencional cumple con los requisitos legales de constitución formal, individualización y publicidad de la propiedad fiduciaria así como la oponibilidad (artículos 2, 6 y 17 de la ley 17.703)”*.

También analiza los aspectos subjetivos (del fiduciario, del administrador y de los fideicomitentes beneficiarios) y algunos aspectos estructurales de relieve desde la perspectiva de los potenciales inversores, como ser:

- a) la opción de compra de los inmuebles y la cesión al Fideicomiso;
- b) condiciones suspensivas y resolutorias para la transferencia definitiva al patrimonio fiduciario;
- c) las obligaciones del Administrador y Fiduciario y
- d) la actuación de los titulares y del comité de vigilancia.

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

3. Riesgos considerados

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

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

III. LA ADMINISTRACIÓN

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

1. Winterbotham (La Fiduciaria)

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

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

En esta oportunidad, la fiduciaria presenta EE.CC intermedios al 30/06/2025. En primer término, el estado de situación patrimonial a esa fecha.

Cuadro 2: Estado de Situación de Winterbotham (miles \$)			
Concepto	30/6/2025	31/12/2024	31/12/2023
Activo	107.415	115.477	96.814
Activo Corriente	33.652	34.640	23.382
Activo no Corriente	73.763	80.837	73.431
Pasivo	47.510	55.255	47.654
Pasivo Corriente	4.939	6.163	4.189
Pasivo no Corriente	42.570	49.092	43.465
Patrimonio	59.905	60.221	49.159
Total Pasivo y Patrimonio	107.415	115.477	96.814
Razón Corriente	6,81	5,62	5,58

Fuente: EE.CC Winterbotham

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

Cuadro 3: Estado de Resultados de Winterbotham (miles \$)			
Concepto	30/6/2025	30/6/2024	31/12/2024
Ingreso de actividades ordinarias	16.406	14.552	30.601
Gastos de Administración	(12.151)	(11.227)	(22.383)
Resultado Operativo	4.255	3.325	8.219
Resultados de inversiones y financiamiento	(3.410)	1.658	6.594
Resultados antes de Impuestos	845	4.983	14.813
Impuesto a la Renta	(1.161)	(1.634)	(3.751)
Resultado del Periodo	(316)	3.349	11.062

Fuente: EE.CC Wintherbotham

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

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

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

2. El Administrador: Plantesia SAS.

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

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

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

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

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

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

En cuanto a su solvencia económica, CARE tuvo a la vista los EE CC de la firma al 31/12/2024, de su lectura no se advierten riesgos en ese sentido.

Por otra parte, es de destacar el compromiso asumido por el Administrador al asegurar la suscripción en firme del 6 % del importe de la emisión. En virtud de la emisión realizada (USD 55.5 millones) este compromiso representa USD 3.33 millones; mantiene en los EE CC referidos al cierre del ejercicio 2024 una inversión en CP's de este Fideicomiso por USD 3.5 millones por lo que ha cumplido con este compromiso.

3. El Fideicomiso

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

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

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

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

A continuación se exponen resumidamente los EE CC intermedios del Fideicomiso al 30/06/2025.

Cuadro 4: Estado de Situación del Fideicomiso (miles USD)			
Concepto	30/6/2025	31/12/2024	31/12/2023
Activo	74.479	75.972	59.949
Activo Corriente	6.240	5.365	6.652
Activo no Corriente	68.239	70.607	53.297
Pasivo	2.147	1.877	1.261
Pasivo Corriente	79	175	1.065
Pasivo no Corriente	2.068	1.702	196
Patrimonio	72.333	74.094	58.688
Total Pasivo y Patrimonio	74.479	75.972	59.949
Razón Corriente	78,99	30,66	6,25

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Habiéndose completado la integración se procedió a la adquisición del patrimonio forestal previsto por aproximadamente USD 50 millones. Al término del semestre informado el patrimonio contable era de USD 72.3 millones; algo menor al del ejercicio cerrado en diciembre 2024 pero un 32% superior en valor nominal a la emisión recibida.

En esta oportunidad no corresponde realizar revaluaciones por lo que los valores de campo y bosques, en la medida que no se verifiquen cambios físicos, se mantienen.

En lo que refiere a los resultados del semestre, se exponen resumidamente en el cuadro siguiente.

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

Concepto	30/6/2025	30/6/2024	31/12/2024
Ingreso de actividades ordinarias	2.535	107	281
Costo de ventas	(2.424)	-	-
Resultado bruto	111	107	281
Resultado por revaluación act biológicos	0	0	4971
Gastos de administración y ventas	(594)	(863)	(1.603)
Resultados financieros y otros	(107)	19	135
Resultados antes de Impuestos	(589)	(737)	3.783
Impuesto a la Renta	(169)	187	(1.577)
Resultado del periodo	(758)	(550)	2.205
Otros resultados integrales	(2)	-	16.046
Resultado integral del ejercicio	(760)	(550)	18.251

Fuente: EE.CC Fideicomiso

El ingreso del semestre se explica fundamentalmente por una venta de 655 has de monte en pie realizada en el mes de marzo de los corrientes.

Las actividades productivas y comerciales se analizan en otra sección de este informe. Se recuerda una vez más, que por tratarse de un cierre intermedio no corresponde realizar nuevas tasaciones, estas tienen una incidencia relevante en el estado de resultados.

En junio de 2025 se aprobó una nueva distribución de fondos, en este caso por algo más de USD 1 millón.

Riesgos considerados

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

Riesgo administración, considerando la idoneidad para cumplir con la función, evaluando la experiencia de los integrantes de Plantesia en virtud que todos los análisis practicados (incluyendo el hecho que se invierte en un patrimonio conocido y previamente evaluado), se considera que el riesgo de incumplimiento de la administradora y del fiduciario con las responsabilidades del proyecto es acotado. Por otra parte, se prevé su sustitución en caso de constatare desvíos que así lo justifiquen. *Riesgo muy bajo.*

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

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

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

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

1. Bienes fideicomitidos y aspectos descriptivos del proyecto

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

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

2. Proyección del Flujo de Fondos

Se presenta en esta oportunidad una actualización de las proyecciones financieras con información real a junio de 2025 y proyectando hasta la finalización del fideicomiso en 2048. La tasa de retorno estimada por el operador para el inversor con esta nueva proyección es de 8,5%, valor levemente menor al estimado en el Prospecto de emisión (9,0%)⁷.

Los supuestos utilizados en las proyecciones fueron los siguientes:

- El monto de la emisión y el valor de compra son los reales.
- Las proyecciones de productividad de los bosques (IMA) esperados para las distintas especies son consistentes con las de otros proyectos.
- Se consideran la totalidad de los costos operativos: reforestación, manejo de rebrotes, mantenimiento de montes, administración, certificaciones, combate de incendios, etc.. Los costos se ajustan por la inflación en dólares de Uruguay.
- Los precios de venta de inicio fueron los de mercado, y se incrementan anualmente en un 3,5%.
- Se consideró un precio de arrendamiento medio de mercado para las áreas ganaderas (25 USD/ha).
- Se asume que el valor de la tierra tiene una apreciación de un 3,5% nominal anual.
- Teniendo en cuenta la existencia de ofertas concretas, en el modelo se previeron dos ventas de dos lotes de tierra que no tienen destino productivo, pero sí turístico en el departamento de Maldonado.

3. Replanteo del flujo de fondos y sensibilidad.

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

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

⁷. Las referencias a las Tasas de Retorno refieren siempre a todo el período y suponen que el inversor adquirió los CPs en el año cero y al valor par.

Como se verá en la Sección V, las perspectivas para la demanda de la madera son buenas para el mediano y largo plazo. No obstante, no son tan claras las expectativas de crecimiento de los precios en magnitudes similares a las del pasado. En general, quienes proyectan precios lo hacen sobre la base de un 1,5 a 2% en términos nominales, apenas cubriendo la devaluación histórica del dólar. Son proyecciones preliminares y a 10 años, cuando este plan de negocios tiene una duración bastante mayor. 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. En este sentido, podría ocurrir que la trayectoria esperada para la evolución de los precios de la madera esté levemente por debajo de las proyecciones realizadas.

Para el caso de la tierra, el porcentaje de incremento anual de su precio considerado por el operador en el flujo financiero, está alineado con el que la calificadora considera para realizar proyecciones de largo plazo. Los precios en el Uruguay ya se ajustaron a la baja, se estabilizaron y han comenzado a recuperarse. Para CARE el incremento anual del precio de la tierra para realizar proyecciones, debería contemplar a la inflación americana de largo plazo (aproximadamente un 2%), más el incremento en la productividad de la tierra (1-2%), por tal motivo el incremento de largo plazo en el precio de la tierra debería ubicarse en una hipótesis razonablemente conservadora, entre un 3 y un 4% en dólares corrientes.

Considerando este panorama de precios esperados para la madera y la tierra CARE realizó un análisis de sensibilidad con el modelo financiero actualizado presentado por el operador, suponiendo diferentes trayectorias de precios. Las sensibilizaciones se basan en los siguientes supuestos:

- Aumento nominal del precio de la tierra entre 1 y 4%
- Aumento nominal del precio de la madera entre 1 y 3%.

Los resultados se presentan en el siguiente cuadro.

Cuadro 6. Sensibilidad de la TIR a diferentes tasas de evolución del precio de los productos y la tierra			
Aumento precio de la Tierra	Aumento del precio de la madera		
	1,0%	2,0%	3,0%
1,0%	5,6%	6,4%	7,3%
3,0%	6,5%	7,2%	7,9%
4,0%	7,0%	7,7%	8,3%

Fuente: CARE en base al modelo Financiero

Como era de esperarse la TIR tiene menor sensibilidad ante variaciones en el precio de la tierra y mayor sensibilidad a las variaciones en el precio de la madera. Los ingresos por venta de madera tendrán una mayor importancia en la generación de la rentabilidad final por su incidencia en la facturación global (75,8%).

Las tasas internas de retorno estimadas bajo estos supuestos se ubicarían entre 5,6% y 8,3%, siendo positivas incluso en las situaciones más desfavorables en las cuales se supone que los incrementos de precios tanto en la tierra como en la madera evolucionarían por debajo de la inflación esperada del dólar, situación de muy baja probabilidad en una tendencia de más de 20 años.

Para CARE la TIR que más de ajusta a su visión actual del negocio en el largo plazo se ubicaría en torno al 7,2%. Esto supondría un aumento real en el precio de la tierra del entorno de 1% y un mantenimiento de los precios de la madera en términos reales y para el largo plazo (o levemente por debajo), en línea con los que se proyecta para las principales commodities.

A los efectos de estresar aún más el modelo, CARE estimó la TIR para el caso de que se mantuvieran sin aumentos nominales durante todo el período los precios de la madera y de la tierra lográndose en ese caso una TIR del 4,5%. Importa destacar que la probabilidad de ocurrencia de ese escenario sería extremadamente baja, ya que nada indica que las variables como el precio de la tierra o el valor de la madera vayan a tener ese comportamiento durante un período tan largo.

4. Costo de oportunidad del capital.

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

Para estimar el costo de oportunidad del capital, CARE utiliza el modelo de valoración CAPM (Capital Asset Pricing Model)⁸, 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"⁹ 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 básicos¹⁰ y para la prima de riesgo del mercado accionario se consideró 4,51%.

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 5,87%. Este valor es menor a la TIR esperada del inversor para el escenario que considera los criterios de CARE para realizar proyecciones (7,2%), lo que estaría indicando que el proyecto sería atractivo, según esta metodología.

En la coyuntura actual, la tasa libre de riesgo es mayor al promedio de los últimos 5 años, pero en contrapartida el riesgo país es menor al período considerado. En consecuencia, si se aplican los valores actuales, el costo de oportunidad del capital sería menor (5,14%).

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 Uruguay¹¹. En la actualidad (principios de octubre) la curva en dólares (CUD) a 10 años está en 4,76%. La TIR esperada está también por encima de la curva en dólares, pero cabe aclarar que la CUD contempla solamente el riesgo soberano.

⁸. El modelo de valoración de activos financieros, denominado en inglés Capital Asset Pricing Model (CAPM) es un modelo utilizado para calcular la rentabilidad que un inversor debe exigir al realizar un inversión en un activo financiero, en función del riesgo que está asumiendo

⁹. Valor proporcionado por Damodaran.

¹⁰. Es el promedio de 5 años, sobre fines de setiembre 2025 el riesgo país estaba ubicado en el entorno de 65 puntos básicos

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

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

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

5. Riesgo de manejo productivo forestal.

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

El riesgo de manejo productivo es mínimo dado que está mitigado por la trayectoria y experiencia del Administrador mencionada en la sección III de este documento. El sector forestal en Uruguay está en una fase de madurez donde están presentes importantes firmas en la producción primaria, en los servicios a la producción, en la producción industrial, en el sector logístico y en el comercio exterior.

Asimismo, en lo que respecta a los riesgos biológicos, las especies elegidas presentan una adecuada performance en los ecosistemas elegidos y las patologías de estas son conocidas. No obstante, por tratarse de un proyecto de largo plazo, si las especies presentaran problemas biológicos en el futuro, en el país y en la región existe una importante dotación de recursos humanos calificados en lo que respecta a la Investigación básica y aplicada adecuada tanto en la órbita del Instituto Nacional de Investigación Agropecuaria como en la Universidad de la República (básicamente Facultad de Agronomía y Facultad de Ciencias).

6. Tasación de la Tierra y los Montes Forestales

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

Cuadro 7. Tasaciones de la tierra y madera en miles de USD	
	2024
Tierra (11.282 has)	53.797
Madera Comercial	11.329
Madera precomercial (montes jóvenes y cepas)	1.614
Mejoras (construcciones, alambrado, etc)	3.865
TOTAL	70.606

Fuente: Care en base a tasaciones

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

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

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

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

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

V. EL ENTORNO

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

El crecimiento del consumo de productos madereros, se estima que será mayor al aumento previsto de la población mundial, lo que sería impulsado por el aumento de 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 75,8% de los retornos de la inversión se explican por el valor de la madera.

Para el caso concreto de este proyecto, el precio que mayor incidencia tendrá en el resultado final, es el de la madera con destino a la producción de celulosa, ya que los chips y rolos que se producirán tienen ese destino.

La Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura (FAO), en su informe "Perspectivas del sector forestal mundial 2050"¹² prevé que el consumo global de productos primarios de madera procesada crecería 37% para 2050. Este crecimiento del consumo de productos madereros -en comparación con el aumento previsto del 25% de la población- "se verá impulsado por el aumento de los ingresos en las regiones emergentes del mundo, lo que provocará un efecto de convergencia en los bienes de consumo (por ejemplo, papel, envases, ropa y muebles) y en más actividades del sector de la construcción".

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

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.

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.

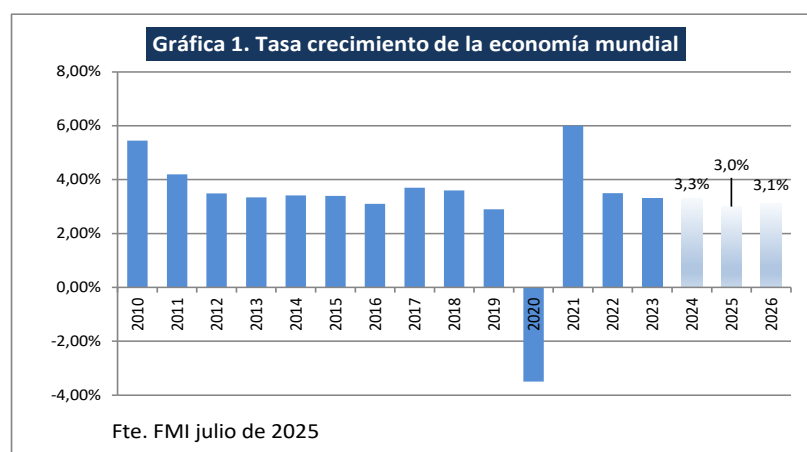
¹². FAO 2022. Último informe disponible.

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.



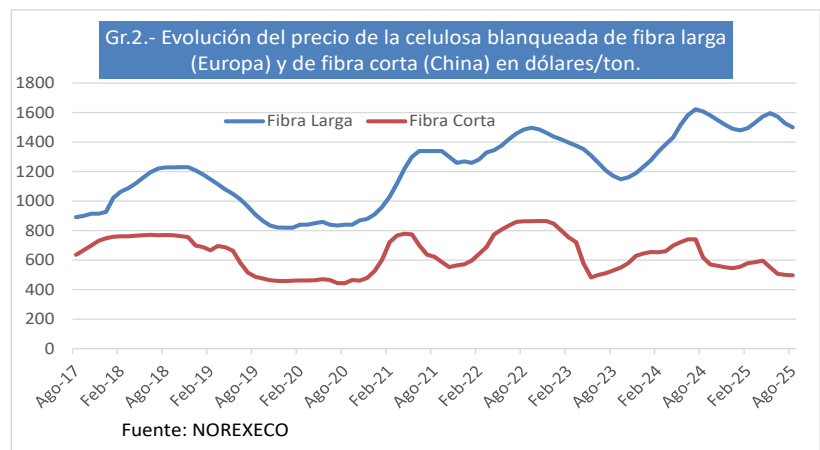
Evolución histórica de los precios

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 NBSK¹³ (principal cotización internacional, correspondiente a pulpa de coníferas de fibra larga en Europa), y de la BHKP¹⁴ (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 afectado a los precios durante buena parte del 2023.

En 2024, el precio implícito¹⁵ 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.

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.

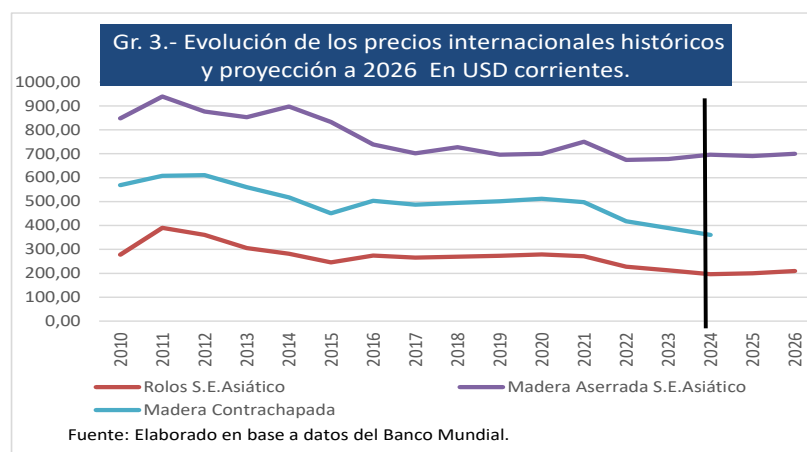
¹³. Northern Bleached Softwood Kraft Pulp. Pulpa de celulosa blanqueada de fibra larga

¹⁴. Bleached Hardwood Kraft Pulp. Pulpa de celulosa blanqueada de fibra corta.

¹⁵. Valor FOB de exportación/toneladas exportadas

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

A partir del segundo semestre de 2022, se genera una importante caída en la demanda externa de rolos de eucalipto para aserrío que comienza a recuperarse lentamente recién en el segundo trimestre de 2023. En el 2024, las exportaciones tanto en valor como en volumen, vuelven a recuperarse a partir del segundo trimestre, básicamente en lo referente a los precios. Durante los primeros 7 meses del 2025, las exportaciones uruguayas de madera de eucalipto mantiene en valor niveles muy similares a los de 2024. China, Vietnam, India, Camboya y Malasia son los principales mercados para el producto uruguayo.



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 plazo¹⁶. 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.

¹⁶. World Bank Commodities Price Forecast. En informes posteriores solamente se proyectan precios a dos años.

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.

Cuadro 8. 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.

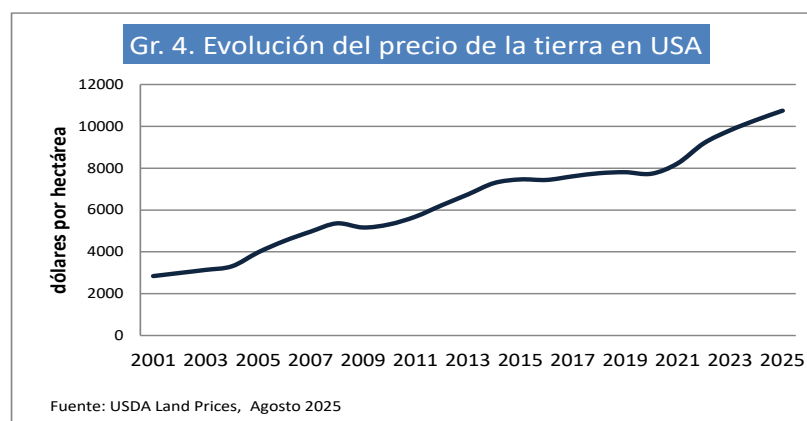
En este caso se actualiza el comportamiento de los precios en diferentes países considerados de importancia, en el entendido de que sus tendencias podrían generar información respecto de lo que podría ocurrir en nuestro país.

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 Volker" y en menor medida, en la crisis financiera de Lehman Brothers y en la 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%.

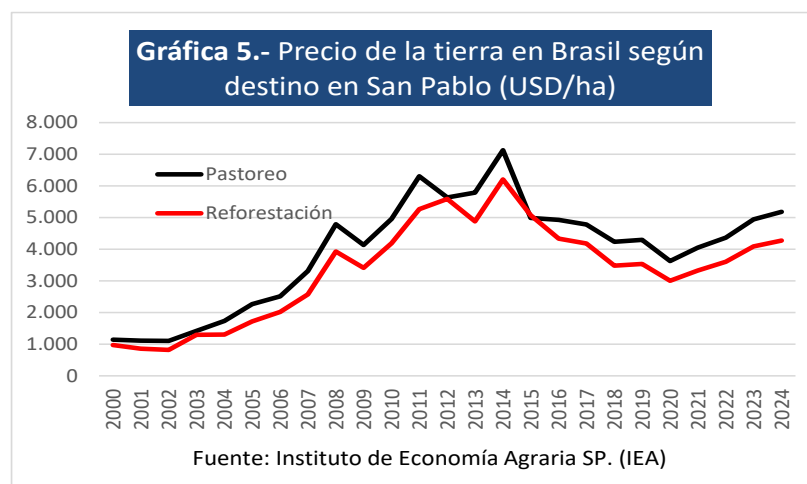
El último informe del USDA¹⁷ que reporta precios de 2025, da cuenta de un incremento de un 4,32% para el promedio de las tierras, respecto del año anterior. Por su parte, las tierras de uso agrícola aumentaron un 4,67% mientras que las de uso ganadero un 4,92%.



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.

¹⁷ . USDA Land Prices, Agosto 2025

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 gráfico 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 dólares).



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.

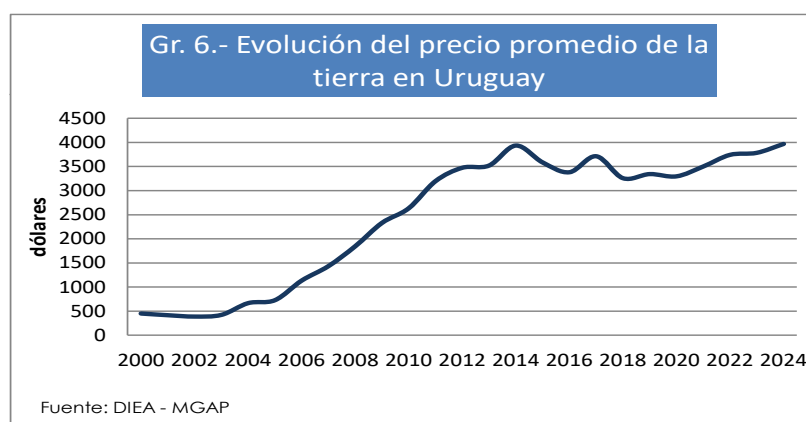
La Cámara Argentina de Inmobiliarias Rurales (CAIR), institución que analiza la evolución de ese mercado, informa que la actividad del mercado (no refiere a precios sino a transacciones) se ha venido recuperando en forma sostenida desde el 2024, como resultado directo del cambio de administración. El índice de actividad que estima la Cámara¹⁸, 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.

¹⁸. 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.



Existen otras fuentes de información realizadas por consultoras y operadores del mercado¹⁹, 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 (21,2%) por lo que lo que finalmente ocurra con su comportamiento tendrá una contribución con el retorno final de la inversión. El modelo financiero supuso una valorización acumulativa anual de un 3,5%

¹⁹ . SERAGRO, Agroclaro, Consur y operadores privados

nominal durante los 25 años, por lo que resulta importante conocer que ha sucedido en el pasado como forma de tener una cierta aproximación con lo que pueda ocurrir en el futuro.

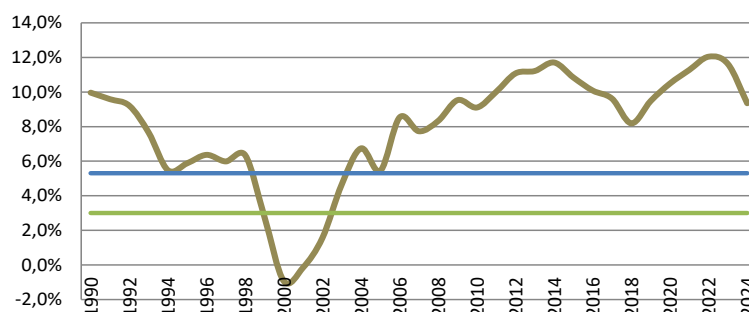
Para ello CARE analizó con la información de los precios de la tierra (en dólares corrientes) de una serie de más de 50 años (1970 a 2024) la variación anual en períodos de 20, en donde se observa lo siguiente:

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

Si el mismo análisis se realiza para períodos de 30 años la tasa de crecimiento anual es de 7,4%, y el mínimo crecimiento anual es de 5% y por lo tanto en ningún período estaría por debajo del valor considerado.

La evolución anual de este indicador –para intervalos de 20 años- muestra una tendencia al alza hasta el 2014, para luego comenzar a caer pero se mantiene en valores muy por encima del 3,5% (en el entorno del 9% de crecimiento anual).

Gr. 7.- Tasa de crecimiento anual del precio promedio de la tierra en períodos de 20 años



Fuente: Elaborado en base a datos de DIEA - MGAP

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 Unidos²⁰, más un pequeño componente por incremento de la productividad de la tierra, de esta forma se deberían ubicar entre el 3 y el 4% anual. Esto no implica que existan períodos de mayores o menores tasas anuales de crecimiento.

²⁰ . Se estima en aproximadamente un 2%. En la actualidad está levemente por encima de esos valores pero tendiendo a sus valores históricos.

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 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, facilitando que no se cambie de suelos para la próxima plantación. De esta forma, se simplifican y aceleran los trámites ya que los productores no deben esperar la autorización del Ministerio de Ambiente sino que pueden empezar con las plantaciones una vez que la autorización esté en trámite, habiendo informado con 30 días de antelación a la Dirección Nacional de Evaluación Ambiental (Dinacea).

El nuevo gobierno ha manifestado algunas reservas con relación al último decreto firmado por el anterior y adelantó su voluntad de analizar las actuales regulaciones de la actividad forestal, sin descartar la posibilidad de proponer cambios como los planteados en la Ley de 2021, que fuera vetada por el Poder Ejecutivo. Esta situación genera algunas interrogantes para el corto plazo, aunque de concretarse cambios en el marco regulatorio, éstos seguramente afectarían a futuros emprendimientos y no tanto a los que ya se encuentran en ejecución. A pesar de esas manifestaciones, por el momento no se han concretado ni propuesto cambios en la normativa vigente.

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

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

VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

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

En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos - tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación BBB (uy)²¹ de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrian Tambler

²¹. **BBB (uy)**. Se trata de instrumentos que presentan un riesgo medio bajo para la inversión, ya que evidencian un desempeño aceptable y suficiente capacidad de pago en los términos pactados. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, y las características del entorno, dan en conjunto moderada satisfacción a los análisis practicados, sin perjuicio de alguna debilidad en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo. Podría incrementarse el riesgo del instrumento ante eventuales cambios previsibles en los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, o en la economía en su conjunto. La probabilidad de cambios desfavorables previsibles en el entorno es de baja a media baja, y compatible con la capacidad de la administradora de manejarlos aunque incrementando el riesgo algo más que en las categorías anteriores. **Grado de inversión mínimo.**