

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

Montevideo, octubre de 2025

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

**Calificación de Títulos de Deuda del “Fideicomiso Financiero Forestal Bosques de las Serranías”
09 - octubre - 2025**

Denominación:	Fideicomiso Financiero Forestal Bosques de las Serranías.
Fiduciario:	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Administrador:	Maderas del Uruguay S.A.
Agente de Registro y Pago:	EF Asset Management. Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Entidad Representante:	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay SA (BEVSA).
Títulos emitidos:	Certificados de Participación
Moneda:	Dólares americanos
Importe de la emisión:	USD 67.000.000.
Fecha de Emisión:	29 de mayo de 2020.
Distribuciones:	Toda vez que existan Fondos Netos Distribuibles, o a la venta de activos o por la distribución final de Fondos Netos Remanentes
Activos del Fideicomiso:	Inmuebles rurales y bosques forestales para el desarrollo de la actividad silvícola.
Plazo:	22 años desde la emisión, con posibilidad de prórroga de hasta 8 años más.
Calificación de Riesgo:	BBB.uy ¹
Vigencia:	hasta el 30 de abril de 2026.
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 "Bosques de las Serranías" manteniendo la calificación BBB.uy de grado inversor.

El proyecto consiste básicamente en la creación de un patrimonio forestal ubicado en el sureste del país, mediante la compra de unas 11.000 has de tierras de las cuales ya se encuentran plantadas unas 6.500 y el arrendamiento de 6.000 has efectivas de tierras para forestar de las cuales ya se encuentran plantadas -a junio de 2025- unas 3.350. La especie elegida principalmente es *Eucalyptus Smithii* que se manejará para la producción de madera (astillas y rolos) destinada a producir pulpa de celulosa.

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

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico ofrece las garantías necesarias tal como se señalara en el informe jurídico que se adjuntara en la calificación original.
- Al tratarse de un proyecto a largo plazo para la maduración de las inversiones, y al depender esta maduración crucialmente de operaciones realizadas al comienzo del mismo, se incluyó el compromiso especial de monitoreo de hechos que ponderan fuertemente la gestión de la administración: la compra de tierra, la evolución de los arrendamientos y de las plantaciones, el prendimiento de las mismas y el Incremento Medio Anual (IMA). Asimismo se consideran porcentajes mínimos de avance del proyecto, para condicionar la nota a través de esta evaluación. Todos los compromisos se vienen cumpliendo a satisfacción.
- De modo especial se evalúa la capacidad de gestión de la empresa Administradora del proyecto Maderas del Uruguay S.A. (Madelur), y sus dos socias Comercializadora Grupo Forestal S.A. y Foresur G.I.E. Las empresas poseen una sólida reputación nacional e internacional en este sentido, con clientes de primera línea, y se someten a diversos controles de gestión.
- Un negocio que desde el punto de vista económico financiero para el inversor soporta los stresses ajenos al mismo a los que razonablemente la emisora ha sometido el proyecto. En esta oportunidad el operador aporta una actualización de las proyecciones financieras del fideicomiso estimando ahora una TIR del 9,5% para los inversores en el escenario base, que resulta levemente menor a la establecida en el prospecto (10,0%). CARE sometió las proyecciones a situaciones más severas estimando una TIR del 8,4% considerando los criterios que utiliza la calificadora para realizar proyecciones de largo plazo; un valor menor, pero igualmente compara satisfactoriamente con el costo de oportunidad estimado para esta actualización.
- Se destaca la alineación de incentivos entre el fideicomiso y el operador ya que este último reforzó su compromiso con el proyecto comprometiendo la adquisición de certificados de participación, por USD 5,36 millones, un 8% de la emisión total. Por el momento viene cumpliendo con el compromiso de integración en las *capital calls* realizadas.

- El Fideicomiso ha concretado la compra de 10 establecimientos por una superficie total de unas 10.850 hectáreas, un 98,6% del área total objetivo del prospecto (11.000 ha), retirándose de la búsqueda de campos para comprar. En el primer semestre del 2024 culminó con la plantación de montes en los campos propios, alcanzando una superficie final de casi 6.500 has, superando levemente (+1,8%) lo establecido en el prospecto. El precio promedio pagado por las superficies adquiridas estuvo en línea con el precio proyectado en el prospecto.
- En cuanto a los arrendamientos de tierras para forestar, se han firmado 33 contratos con productores por 4.633 has efectivas. Existen también 5 cartas intención por 339 hectáreas adicionales, que de concretarse se alcanzaría una superficie total de 5.972 ha efectivas bajo contratos firmados, el 99,5% de la meta establecida en el prospecto. El precio promedio ponderado de dichos arrendamientos ha estado por encima de lo establecido en el prospecto (+34,6%) y con respecto a la distancia promedio se mantiene según lo esperado. Hay negociaciones en proceso por lo que seguramente se podrá superar con las áreas proyectadas.
- En los campos arrendados hay efectivamente plantadas al 31 de diciembre 2024 unas 3.350 hectáreas y está previsto plantar en la primavera 2025 unas 1.270 hectáreas adicionales, por lo que al finalizar el año se alcanzaría al 77% de la superficie objetivo de bosques bajo arrendamiento.
- Se realizaron en el primer semestre de 2025 las auditorías de prendimiento de los montes plantados en otoño 2024 (486 has) y en primavera 2024 (1.597 has). Según surge de la información suministrada por el comité de vigilancia y el operador, la densidad de árboles vivos es correcta, aunque existen zonas de menor densidad, especialmente dentro de las reforestaciones, por lo que se requerirá de un seguimiento más cercano.
- El comité de vigilancia informa que el operador viene cumpliendo hasta el momento con todos los estándares mínimos de desempeño: compra de campos, arrendamientos, presentación de proyectos a la DGF y DINACEA, áreas plantadas y niveles de prendimiento.
- A diciembre de 2024 fue presentada la tasación anual de los campos y de los montes del Fideicomiso. Como la totalidad de los montes tienen menos de 5 años, se tasaron considerando los costos incurridos para su implantación y desarrollo de los primeros. El valor total estimado de la tasación fue de 52,7 millones de dólares, resultado de 38,7 millones por tierra y mejoras y 14,0 millones por concepto de bosques forestales.
- Se estima que el crecimiento del consumo de productos madereros será mayor al aumento de la población mundial, impulsado por el aumento de 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.
- 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 particular, este Fideicomiso ha debido enfrentar algunas trabas y dificultades para el acceso a los permisos forestales ya sean de la DGF o de la DINACEA; principalmente en los campos arrendados.

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

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

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

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

CARE Calificadora de Riesgo es una calificadora con registros y manuales aprobados por el Banco Central del Uruguay a partir de abril de 1998. Califica conforme a su metodología oportunamente aprobada por dicha autoridad, seleccionando los profesionales necesarios para integrar en cada caso el comité de calificación, el que juzga en función de sus manuales. Estos, su código de ética, registros y antecedentes se encuentran disponibles en el sitio web: www.care.com.uy 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 Tambler. Asimismo, en oportunidad de la calificación original, CARE contrató los servicios del Dr. Leandro Rama para realizar el análisis de contingencias jurídicas de la emisión.

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

2. Antecedentes generales y hechos salientes del período

o Antecedentes generales

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

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

a) *Las principales características del proyecto son:*

- Estructuración de una opción de inversión a largo plazo para el desarrollo de una masa forestal sostenible, mediante la adquisición de inmuebles rurales y arrendamientos; y la comercialización de madera para pulpa de celulosa (astillas o rolos) principalmente en el exterior.
- Administración a cargo de Maderas del Uruguay S.A. (MADELUR), integrada por Comercializadora Grupo Forestal S.A. y Foresur G.I.E., empresas con probada habilidad en la administración de patrimonios forestales, comercialización y exportación de madera (rolos y astillas).
- La inversión es destinada a la creación de un patrimonio forestal, mediante la compra de aproximadamente unas 11.000 ha de tierras (finalmente se adquirieron 10.852 has) y 6.000 ha efectivas de tierras para forestar bajo contratos de arrendamientos (etapa aún no culminada). La ubicación del proyecto es en la zona sureste, básicamente en los departamentos de Lavalleja y Florida.
- Se foresta con las especies: E.Smithii (principalmente) y E.Dunnii. Se realizarán dos turnos de cosecha, manejadas para la producción de madera pulpable para la industria de la celulosa, con destino a la comercialización en el mercado uruguayo e internacional.
- Ya se ha forestado unas 6.500 has en los campos propios y a diciembre de 2025 habrá unas 4,600 hectáreas plantadas en los campos arrendados, alcanzando aproximadamente al 92% de la superficie total de bosques a explotar (12.000 hectáreas aproximadamente).
- El E.Smithii se planta en el 90% de la superficie de los campos propios y en el 100% de los arrendados. Esta especie viene a sustituir el E.Globulus en el sur del país, ya que este último viene mostrando problemas sanitarios. El E.Smithii tiene buen rendimiento pulpable, buena adaptación a los suelos y al clima del sur del país, un buen Incremento Medio Anual (IMA) y una buena demanda comercial. Las empresas vinculadas al Administrador ya lo vienen plantando y a su criterio estarían probadas sus ventajas.
- Las inversiones del proyecto están constituidas fundamentalmente por la compra de tierras y la implantación de los bosques (74% del monto invertido).

- Al cierre del proyecto el ingreso total estimado por ventas a valores actuales descontados a un 5%² durante 20 años, corresponderá en un 86% a la venta de madera, un 13% a la venta de la tierra al final del proyecto, y 1 % a ingresos por pastoreo.
- El 29 de mayo de 2020 se suscribieron Certificados de Participación del Fideicomiso por un valor nominal de USD 67.000.000 (sesenta y siete millones de dólares estadounidenses), el operador se comprometió a ir adquiriendo el 8% de la emisión USD 5.360.000 (cinco millones trescientos sesenta mil dólares estadounidenses).
- Se ha concretado la compra de 10 establecimientos por una superficie total de 10.851 hectáreas, un 98,6% del área total objetivo del prospecto (11.000 ha); ya se ha dado por terminada la búsqueda de campos para comprar. El precio promedio de adquisición de los campos del fideicomiso se ubicó en 2.882.

CUADRO 1. Campos propiedad del Fideicomiso

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

Fuente: En base a operador y comité de vigilancia

- El área efectiva real de bosques en los predios adquiridos sería finalmente de unas 6.495 hectáreas, superando levemente lo establecido en el prospecto.
- Los establecimientos adquiridos están ubicados a una distancia promedio de 196 Km de Montevideo, por lo que todos estos indicadores estarían en línea con lo proyectado.
- En diciembre de 2024 se presentó la tasación anual de los campos y de los montes del Fideicomiso. En esa oportunidad el tasador también valuó los montes forestales que no habían sido considerados en la tasación anterior. Como la totalidad de los montes tienen menos de 5 años, se tasan considerando los costos incurridos para su implantación y los primeros años de desarrollo. El valor total estimado de la tasación fue de 52,7 millones de dólares, resultado de 38,7 millones por la tierra y mejoras y 14,0 millones por concepto de bosques forestales. Para el caso de la tierra la tasación estimó un aumento del 7,5% con respecto al año anterior.

b) Cumplimiento de los estándares mínimos de desempeño.

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

². Tasa de descuento estimada para el 2020, al realizarse la calificación original.

- Dentro de los primeros 2 años, a contar desde la fecha de emisión, deberá comprarse y/o arrendarse al menos el 50% de las tierras definidas en el Plan de Negocios; y el 90% en cuatro años. Esto significa que, para junio de 2022 debería haberse comprado y/o arrendado 8.500 ha (50%); y para junio de 2024 debería haberse comprado y/o arrendado 15.300 ha (90%).
 - o Ambos compromisos cumplidos. A junio de 2025, entre contratos de arrendamiento firmados (5.633 ha) y compras de campos (10.852 ha) había 15.632 ha, lo que representa un 97% del objetivo del proyecto en 57 meses, superando el nivel mínimo de desempeño exigido de 15.300 ha.
- Sobre las superficies compradas y/o arrendadas, se deberá haber plantado un 80% de las áreas forestables como mínimo, cuando hayan transcurrido un plazo de 12 meses desde la entrega de los campos. Cuando se requiera aprobación de DINAMA o Intendencias Departamentales, el plazo no correrá hasta la aprobación de dichos organismos, siempre que el Administrador haya presentado el proyecto antes de los 6 meses de la recepción del mismo.
 - o Cumplido, todos los campos adquiridos (comprados y en arrendamiento), cuentan con las autorizaciones ambientales necesarias.
 - o La totalidad del área propia se terminó de plantar en marzo de 2024.
 - o A junio de 2025 se está en proceso de plantación de los contratos de arrendamiento firmados en 2024 y 2025.
 - o Todos los contratos de arrendamiento firmados desde 2021 y hasta 2024 están plantados.
- Deberá lograrse un prendimiento promedio mínimo de 70% al cuarto mes luego de terminada la plantación. A los 8 y 12 meses de terminada la plantación se seguirán realizando monitoreos (en menor intensidad) mediante instalación de parcelas permanentes para determinar la evolución de prendimiento.
 - o Hasta el momento, todas las auditorías realizadas han dado porcentajes de prendimiento superiores al mínimo exigido. En casos puntuales que hubiera falta de plantas, en algunas áreas, se han realizado replantaciones.
- Cumplimiento del presupuesto. Se evalúa al final del año.
- El Incremento Medio Anual (IMA) deberá ser superior al 75% del establecido en la curva de menor crecimiento del modelo. Se evalúa a partir del 5to año de edad.
- Obtener y mantener la certificación forestal bajo estándares internacionales tales como FSC (Forest Stewardship Council): Se prevé implementar la certificación a partir de los 5 años de edad de los bosques.
- Como puede observarse por el momento se vienen cumpliendo a satisfacción los estándares mínimos de desempeño.

o Hechos salientes del período

- Al 30 de junio de 2025 se han firmado un total de 33 contratos de arrendamiento forestal con productores por 5.633 has efectivas, y existen cinco cartas de intención firmadas por unas 339 ha efectivas adicionales, que de concretarse se alcanzaría una superficie total de 5.972 ha efectivas bajo contratos firmados, el 99,5% de la meta establecida en el prospecto. Hay también negociaciones en proceso, por lo que podría superarse la meta inicial.
- El precio acordado por los arrendamientos (contratos firmados) viene siendo un 34,6% superior a lo originalmente estimado en el Prospecto, mientras que la distancia promedio de los establecimientos viene siendo un 4,5% menor a lo establecido en el prospecto. El incremento en los valores ofrecidos para arrendar, acordado en su momento con el comité de vigilancia y los inversores, ha contribuido a acelerar la concreción de nuevos acuerdos.

CUADRO 2. Contratos y superficies arrendadas a junio de 2025

Concepto	Hás	N. Productores
Contratos Firmados	5.633	33
Carta de intención firmadas	339	5
Negociaciones en proceso	440	4
PROSPECTO	6.000	
Desvío sobre contratos firmados	-6,1%	
Desvío si se confirman cartas intención	-0,5%	

Fuente: el Operador

- En las plantaciones realizadas en 2021 en 2022 en otoño 2023, no se están realizando actividades silvícolas, las que no están previstas hasta el primer turno de cosecha. Todas estas plantaciones cuentan con ganado, sin observar daños aparentes y generando un buen control del tapiz natural. Las plantaciones de la primavera 2023 se encuentran en mantenimiento mientras que en las de 2024 (otoño y primavera), se realizan algunas actividades de replante.
- En el primer semestre de 2025 se realizaron los trabajos de marcación, subsolados y pasadas de excéntricas en las áreas y predios en donde se plantarán los montes en la primavera 2025. En esta campaña se prevén plantar unas 1.270 ha efectivas totales en 6 campos arrendados.
- En el período informado se realizaron las auditorías de prendimiento de los montes plantados en otoño y primavera de 2024. Los resultados fueron los siguientes:
 - La auditoría de prendimiento a los 12 meses de la plantación de otoño 2024, arrojó un promedio de 71,3%. Había sido de 84,2% a los 4 meses y de 80,2% a los 8 meses.
 - La auditoría de prendimiento a los 4 meses de la plantación de primavera 2024, arrojó un promedio de 77,3%.

- o Los resultados hasta el momento reflejan una tendencia clara, respecto de el prendimiento disminuye progresivamente con el tiempo, siendo el período más crítico entre los 8 y 12. No obstante, los resultados la densidad de árboles vivos sigue siendo aceptable, aunque existen zonas de menor densidad, especialmente dentro de las reforestaciones.
- Considerando la superficie que se planta en la primavera 2025, al finalizar el año el Fideicomiso tendrá plantadas entre las tierras arrendadas y las propias una superficie total efectiva en el entorno de las 11.100 hectáreas.
- Durante el 2024 se decidió comenzar el “Proyecto de Secuestro de carbono atmosférico por plantaciones forestales”, asesorado y gestionado por la Consultora PIKE CARBOSUR S.A., comenzando así las gestiones para iniciar el proceso de listado dentro de los 3 años requeridos para incluir áreas plantadas en 2021. En octubre de 2024 se comenzaron las gestiones con Verra, quien en junio de 2025 confirmó que quedó aprobado el listado y el inicio de las gestiones, por lo que el proyecto de encuentra en desarrollo.
- El 25 de abril de 2025 se realizó la última integración de fondos por un total de USD 14.29 millones, completándose de esta forma el total autorizado y dentro del periodo establecido.

3. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- Estados Contables intermedios del Fiduciario al 30/06/2025.
- Estados Contables intermedios del Fideicomiso al 30/06/2025.
- Estados Contables de Maderas del Uruguay SA, al 31 de diciembre de 2024 con informe de auditoría.
- Informes trimestrales del operador el último junio de 2025.
- Informes trimestrales del comité de vigilancia, el último a junio 2025.
- Información del Sector Forestal.
- Informes de calificación de otros fideicomisos análogos.
- Proyección del Flujo Financiero, actualizado a marzo 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 Bosques de las Serranías, creado por contrato correspondiente de fideicomiso financiero. Este contrato, los certificados y los demás contratos citados se analizan en la presente sección.

1. Descripción general

Denominación: Fideicomiso Financiero Forestal Bosques de las Serranías

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

Administrador: Maderas del Uruguay S.A.

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

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

Títulos a emitir: Certificados de participación escriturales

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

Moneda: Dólares americanos

Importe de la Emisión: USD 67.000.000

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

Calificación de Riesgo: BBB.uy

2. El análisis jurídico

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

Del mismo se transcriben algunos párrafos más destacados. Por ejemplo sobre la estructura señala:

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

Específicamente sobre el contrato de fideicomiso señala:

... La estructura convencional cumple con los requisitos legales de constitución formal, individualización y publicidad de la propiedad fiduciaria así como la oponibilidad (artículos 2, 6 y 17 de la ley 17.703)

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

Finalmente concluye

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

3. Riesgos considerados

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

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

III. LA ADMINISTRACIÓN

Las características de la emisión hacen necesario analizar dos empresas administradoras: EF Asset Management (EFAM) en su condición de emisora y fiduciaria del fideicomiso financiero, y Maderas del Uruguay S.A (MADELUR) en su calidad de administrador y organizador:

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

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

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

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

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

Situación económica y financiera

El análisis de los EE.CC 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 3: 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 4: 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. El Administrador: Maderas del Uruguay S.A (MADELUR)

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

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

A modo de recordatorio se la describe sintéticamente:

Estructura del grupo y antecedentes

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

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

Personal clave

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

Empresas controladoras:

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

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

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

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

- **Chipper S.A.**

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

En definitiva, el grupo empresarial cuenta con un equipo multidisciplinario compuesto por unas 70 personas en calidad de personal directo.

En cuanto a su solvencia económica, según se puede apreciar en los EE.CC de Madelur SA al 31/12/2024 que cuenta con informe de auditoría independiente y que CARE tuvo a la vista, no ofrece dificultades, aunque el último ejercicio marcó una caída de actividad.

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

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

Por otra parte, se recuerda el compromiso asumido por el Administrador al asegurar la suscripción en firme del 8% del importe de la emisión con un tope de U\$S 5.360.000; cosa que ya ocurrió. En tal sentido, según los EE CC de la firma al cierre del ejercicio 2024, había una inversión en el Fideicomiso por USD 4.2 millones los que figuran en el Activo no Corriente.

3. El Fideicomiso

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

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

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

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

Al cierre del primer semestre de 2025 se han emitido títulos por USD 67 millones distribuidas en 12 emisiones, la última de las cuales fue el 25/04/2025 por USD 14.29 millones. De esta forma se ha completado el total autorizado y dentro del periodo establecido.

En el cuadro siguiente, se muestran los estados de situación y resultados intermedios del Fideicomiso, en forma resumida, al 30/06/2025.

Cuadro 5: Estado de Situación del Fideicomiso (miles USD)			
Concepto	30/6/2025	31/12/2024	31/12/2023
Activo Corriente	15.790	1.055	1.189
Activo no Corriente	51.988	51.508	44.368
Total Activo	67.778	52.563	45.557
Pasivo Corriente	641	189	273
Pasivo no Corriente	-	-	-
Total Pasivo	641	189	273
Patrimonio	67.138	52.374	45.284
Total Pasivo y Patrimonio	67.778	52.563	45.557
Razon Corriente	24,63	5,58	4,36

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Como se informa líneas arriba, la integración recibida fue de USD 67 millones; esto se compara razonablemente bien con el patrimonio contable que, según el cuadro precedente, al 30/06/2025 era de USD 67.14. Sobre todo porque, cabe recordar, por tratarse de un cierre de medio término no corresponde realizar revaluaciones las que, en particular las referidas a activos biológicos, recogen la valorización del crecimiento de las plantaciones. Esto se hará a fin de ejercicio.

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

En cuanto a los resultados del semestre informado, se exponen en el cuadro siguiente.

Cuadro 6: Estado de Resultados del Fideicomiso (miles USD)			
Concepto	30/6/2025	30/6/2024	31/12/2024
Ingresos operativos	86	74	154
Valuación activos biológicos	0	0	1847
Gastos de Administración	(1.728)	(999)	(2.106)
Otros ingresos y egresos	-	2	3
Resultados financieros	116	(13)	(53)
Resultados antes IRAE	(1.526)	(935)	(155)
IRAE	-	-	-
Resultado del periodo	(1.526)	(935)	(155)
Otros resultados integrales	-	-	2.245
Resultado integral del periodo	(1.526)	(935)	2.090

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Los resultados del periodo informado son consistentes con un proyecto forestal que recién comienza y cuyos ingresos relevantes se producen a partir de la venta de madera cosechada. Los ingresos operativos registrados refieren básicamente a contratos de pastoreo. Una vez más se recuerda que las tasaciones que habrán de practicarse antes de fin de año habrán de redundar en resultados positivos, al menos por el crecimiento de los montes.

Riesgos considerados

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

Riesgo administración, considerando la idoneidad para cumplir con la función de MADELUR S.A. y de EFAM, en virtud que todos los análisis practicados, se considera que el riesgo de incumplimiento de la administradora y del fiduciario con las responsabilidades del proyecto es acotado. Por otra parte, se prevé su sustitución en caso de constatarse 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 EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

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

a) Proyección del Flujo de Fondos del Prospecto

Se dispone para esta actualización con una actualización de las proyecciones financieras con información real a marzo de 2025 y proyectando hasta la finalización del fideicomiso en 2044.

Los supuestos utilizados en las proyecciones, son consistentes con los considerados en el modelo original, ajustándose algunas variables que ya dejaron de ser supuestos. En general, los criterios son compartidos por la calificadora.

- El aporte de capital, la compra de predios y algunos gastos ya son los reales.
- El flujo de ingresos por venta de madera, venta de los campos, y pastoreo, se ajustó al ritmo de las plantaciones efectuadas.
- El punto clave de la proyección son los supuestos utilizados para proyectar el volumen de producción y la estimación de los precios y del incremento del valor de la madera así como el de los campos.
 - o Para la madera se estimó un aumento igual al de la inflación de Estados Unidos, más un 0,5%, lo que implicaría un incremento nominal anual promedio de 2,6% . Esta evolución está levemente por encima de lo que CARE considera para realizar proyecciones.
 - o Para la tierra se supone un incremento en el precio del entorno al 3% adicional a la inflación de Estados Unidos, que implica un incremento nominal anual del 5,2% lo que aun siendo posible se encuentra por encima de lo que CARE utiliza como cálculo básico para proyectar.
 - o Los precios de venta de inicio considerados son los del mercado al 2024.

La tasa de retorno estimada por el operador para el inversor con esta nueva proyección es de 9,5%, valor levemente menor al estimado en el Prospecto de emisión (10,0%)³.

b) Replanteo del Flujo de Fondos y sensibilizaciones

En el flujo de fondos presentado, los supuestos fundamentales para la obtención de la TIR son en general compartidos (precio de la madera, tasas de crecimiento de los bosques y evolución de los precios de la tierra, de la madera y de los arrendamientos). No obstante lo anterior, podría suponerse una situación un poco más desfavorable para las esperadas evoluciones del precio de la tierra y de la madera. Estas variables son claves en la generación de la rentabilidad final por su importancia en la facturación global.

³. 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, como se verá, los precios en el Uruguay se ajustaron a la baja, se estabilizaron y han comenzado a recuperarse. No obstante ya no parece muy probable que en el mediano plazo se vuelvan a verificar tasas de crecimiento como las que se dieron hasta el 2014. Esto es consecuencia de que las proyecciones de precios internacionales y las perspectivas de largo plazo para las principales commodities (alimentos), más allá de las volatilidades coyunturales, son de un crecimiento moderado en términos nominales, manteniéndose o reduciéndose levemente en moneda constante.

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 más conservadora para realizar proyecciones, entre un 3 y un 4% en dólares corrientes.

Considerando este panorama de precios esperados para la madera y la tierra CARE recalculó la TIR con la utilización del último modelo financiero presentado por el operador, suponiendo trayectorias de precios algo menores a los proyectados en el modelo de negocios. 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%.

Cuadro 7. 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%	6,9%	8,0%	9,1%
3,0%	7,4%	8,4%	9,4%
4,0%	7,7%	8,6%	9,6%

Fuente: CARE en base al modelo Financiero

Las tasas internas de retorno estimadas bajo estos supuestos se ubicarían entre 6,9% y 9,6%, 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 estarían bastante por debajo de la inflación esperada del dólar, situación de muy baja probabilidad en un plazo de más de 20 años.

La TIR que ajusta con los criterios que utiliza la calificadora para realizar proyecciones con un enfoque más conservador sería 8,4%. 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 para el largo plazo⁴ -o levemente por debajo-, en línea con lo que se proyecta para las principales commodities.

CARE a los efectos de estresar aún más el modelo, estimó la TIR para el caso de que se mantuvieran sin aumentos nominales durante el período los precios de la madera y de la tierra lográndose en ese caso una TIR del 5,6%. 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.

c) 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%.

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 estimada para el escenario base (9,5%), y también inferior a la TIR que considera los criterios de CARE para realizar proyecciones (8,4%), lo que nos indicaría que la tasa prevista es superior a la teórica.

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

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 (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.

⁴ En general, las consultoras que tasan los bosques sobre la base de descontar flujos de ingresos futuros, también consideran que los precios se mantienen en términos reales.

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

⁶ Valor proporcionado por Damodaran.

⁷ Es el promedio de 5 años, sobre inicios de octubre el riesgo país está ubicado en el entorno de 65 puntos básicos

⁸ 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 el costo de oportunidad del capital.

d) Riesgo de manejo forestal.

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

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

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

Respecto del riesgo climático, el más importante sería un evento extremo de sequía, que podría afectar no solamente los montes muy jóvenes, sino también en algunos casos los montes de mayor desarrollo. Estos riesgos son difíciles de prevenir y de estimar su impacto futuro; la fuerte sequía 2022/2023 ha permitido generar información real de los efectos que pueda generar sobre la producción forestal.

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

e) Tasación de la Tierra y los Montes Forestales

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

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

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

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

Cuadro 8. Valores de Tasación a Diciembre de cada año en millones de dólares.

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

Fuente: En base a tasaciones

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

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

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

V. EL ENTORNO

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

El crecimiento del consumo de productos madereros, se estima que será mayor al aumento previsto de la población mundial, lo que sería impulsado por el aumento de 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 86% 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”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.

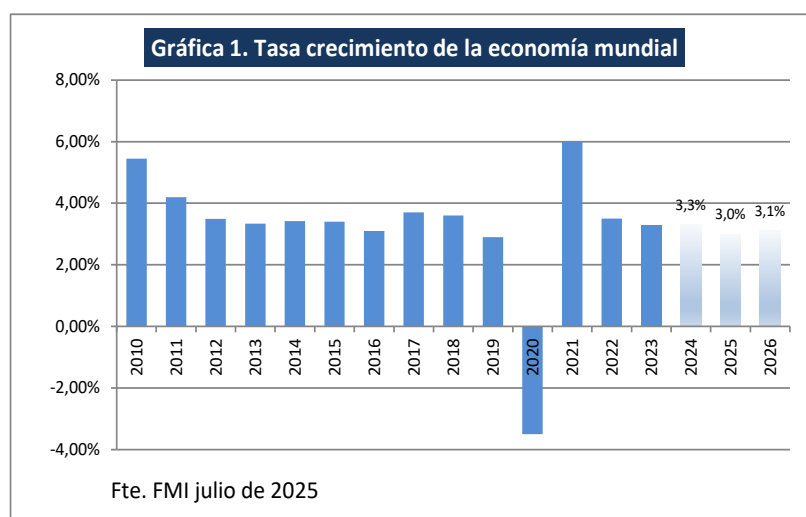
Para el largo plazo no existen elementos para suponer cambios en las tendencias planteadas en el prospecto de emisión, aunque no habría que descartar puntualmente coyunturas desfavorables como las comentadas. Para esta calificación CARE realiza una actualización de la información clave del sector, confirmando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

⁹. FAO 2022. Último informe disponible.

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.



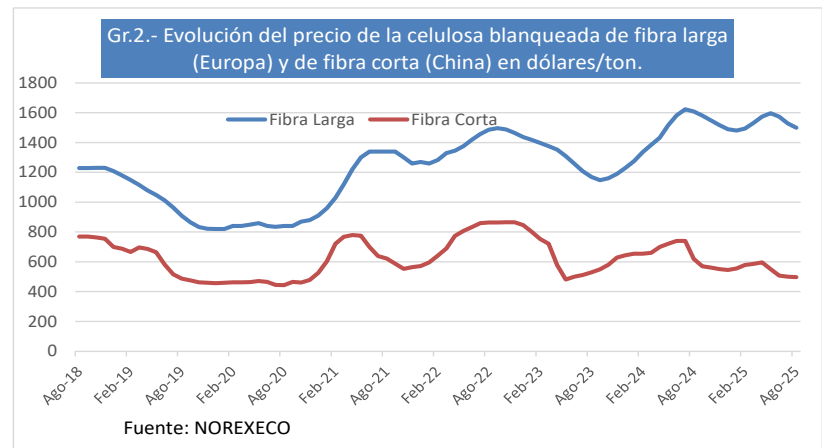
Evolución histórica de los precios

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.

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.

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

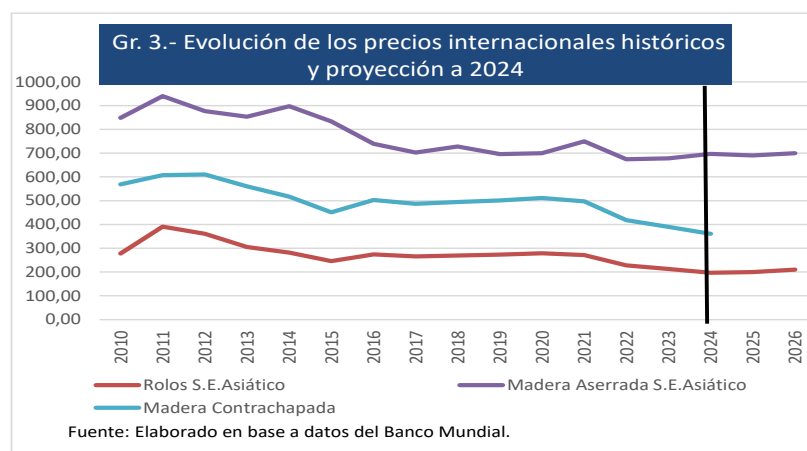
¹¹ Bleached Hardwood Kraft Pulp. Pulpa de celulosa blanqueada de fibra corta.

¹² Valor FOB de exportación/toneladas exportadas

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.

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 plazo¹³ para la madera en bruto para aserrío y para la aserrada, mostrando un leve crecimiento en valores nominales hacia el 2035 en el largo plazo. Para el caso de los rolos se proyectó un crecimiento del 0,95% acumulativo anual y para la madera aserrada un 1,5%. Estos aumentos de precios, no alcanzarían a cubrir la devaluación del dólar, por lo que estarían cayendo levemente en términos reales. Estas proyecciones son consistentes con las de los commodities alimenticios para los que se proyecta también una leve reducción de los valores en términos reales (aumentos nominales positivos pero algo menores a la devaluación de largo plazo del dólar).

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

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.

Cuadro 9. Exportación de productos forestales seleccionados (en millones de dólaresFOB)							
	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.

a) 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.

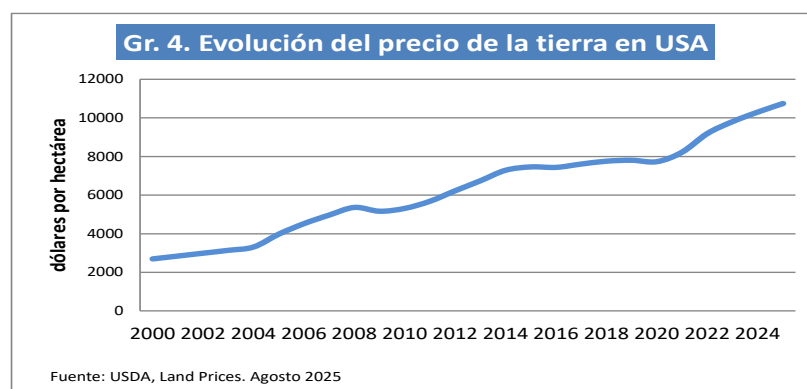
En lo que respecta al precio de la tierra en Estados Unidos, en lo que va del siglo XXI se observa una continua fase ascendente, con alguna excepción (2009 y 2015) en donde se verificaron mínimas reducciones, pero que no modifican la tendencia. El precio en Estados Unidos cayó únicamente en los primeros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

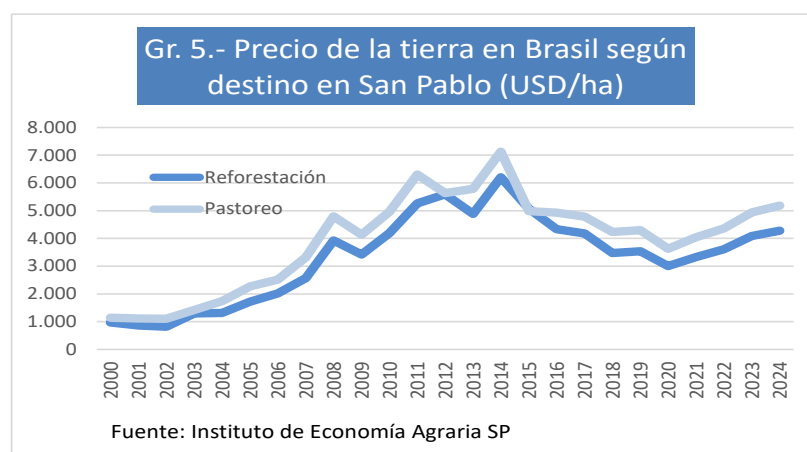
El último informe del USDA¹⁴ que reporta precios de 2025, da cuenta de un incremento de un 4,32% para el promedio de las tierras, respecto del año anterior. Por su parte, las tierras de uso agrícola aumentaron un 4,67% mientras que las de uso ganadero un 4,92%.

¹⁴. USDA Land Prices, Agosto 2025



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 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 Cámara¹⁵, se ubicaba en julio de 2025 en 51,9 frente a los 21,5 puntos en que había cerrado en diciembre de 2023.

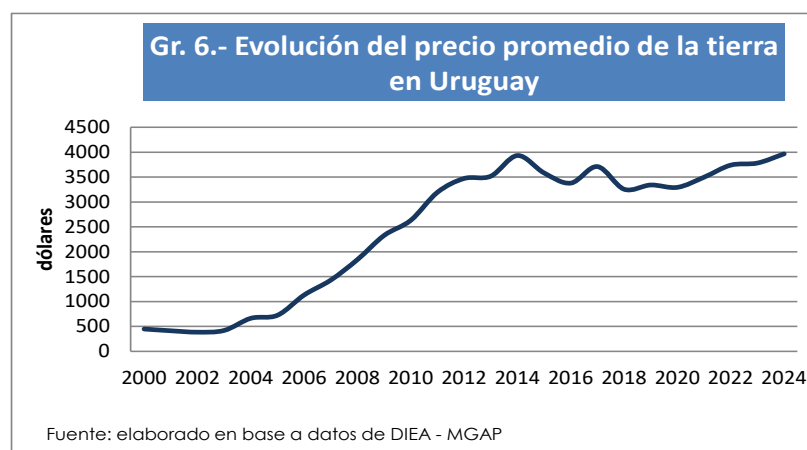
¹⁵ El "Índice de actividad del mercado inmobiliario rural" (InCAIR) es un índice mensual que refleja la "actividad" del mercado. Se toma como base de referencia máxima 100 puntos, correspondientes al pico de máxima actividad histórica. No refleja precios/valores, solo actividad de mercado. Se comenzó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

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.

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.

¹⁶. SERAGRO, Agroclaro, Consur y operadores privados

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 relativamente importante de ingreso final del fideicomiso (14%) por lo tanto lo que finalmente ocurra con la evolución de su precio tendrá incidencia con el retorno final de la inversión. El modelo financiero supuso una valorización acumulativa anual de un 5,2% (en dólares corrientes) durante 20 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.

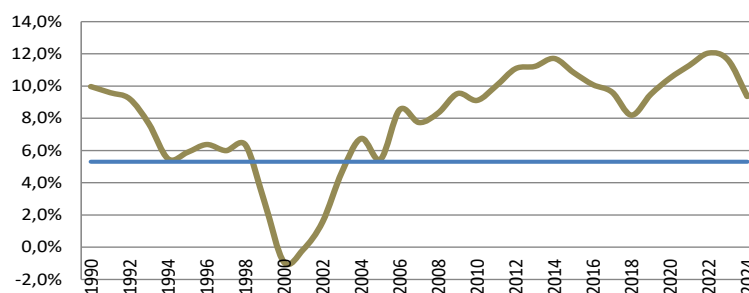
Para ello CARE analizó con la información de los precios de la tierra (en dólares corrientes) de una serie de más de 50 años (1970 a 2024) la variación anual en períodos de 20, en donde se observa lo siguiente:

- En promedio, la evolución anual del precio de la tierra en períodos móviles de 20 años fue de 7,9%.
- La tasa anual de crecimiento solamente fue menor al 5% para el caso de los campos que se vendieran entre 1999 y 2003, y si se hubieran comprado entre 1979 y 1983.
- Para el resto del período, el crecimiento anual del precio de la tierra supera el 5%.

Si el mismo análisis se realiza para períodos de 30 años la tasa de crecimiento anual cae levemente (7,4% en dólares corrientes), y el mínimo crecimiento anual es de 5%, por lo que prácticamente en ningún período habría estado por debajo del valor considerado en el prospecto.

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

2. Las políticas públicas, el riesgo político

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

La 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, podrían generar algún impacto negativo para este fideicomiso ya que se encuentra en pleno proceso de contratación de áreas para arrendar y gestionando los permisos para plantar.

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. uy¹⁷ 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

¹⁷. **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.**