CARE
CALIFICADORA DE RIESGO

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

Montevideo, octubre de 2026

Juncal 1437 of 106 / Tel (598) 2914 8866
Montevideo / Uruguay
www.care.com.uy / care@care.com.uy

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

Actualización de la Calificación Emisión de Oferta Pública
14 - octubre - 2026

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 2027.
Calificación de Riesgo:	BBB.uy[1]
Manual Utilizado:	Manual de Calificación de Finanzas estructuradas administradas por terceros[2].

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

[2]. Disponible en www.care.com.uy

Resumen General

CARE ha actualizado la calificación de los certificados de participación en el dominio fiduciario del "Fideicomiso Financiero Forestal 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 la normativa nacional vigente y los estándares internacionales del Manejo Forestal Sostenible (MFS), y cuenta con la certificación internacional voluntaria FSC (Forest Stewarship 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 (ver www.care.com.uy).

- De modo especial se evalua 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. En acuerdo con los beneficiarios podrá deducir su participación en un 1%, mitad en 2026 y mitad en 2027.

- 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 mayores 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 dispone de una del flujo financiero (setiembre 2026) que estima una TIR del 8,7% para el escenario base, que resulta levemente menor a la establecida en el prospecto (9%). CARE sometió las proyecciones a situaciones algo más severas estimando una TIR del 7,4%, un valor algo menor, pero igualmente aceptable a juicio de la calificadora.

- 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.

- El Fideicomiso ya se encuentra explotando los montes y realiza actividades de cosecha y entrega de madera, cumpliendo con los compromisos asumidos por los anteriores propietarios del activo y también con nuevos contratos con las plantas de celulosa. Algunos compromisos se han dilatado para 2027, por pedido de la industria, lo cual resulta conveniente para el Fideicomiso, dado que los estratos postergados corresponden a las áreas más jóvenes de ese predio, lo que permitirá optimizar su crecimiento en la última etapa de desarrollo.

- En mayo de 2026 no hubo distribución de dividendos, ya que el Administrador informó que no existían al 31 de marzo montos distribuibles. La anterior distribución había sido realizada en junio de 2024, aproximadamente 1 millón de dólares.

- A diciembre de 2025 se presentó la tasación anual de las tierras, montes y mejoras del Fideicomiso. El valor total de los activos se estimó en 75,6 millones de dólares, aproximadamente un 7% más alta que la realizada para el año anterior. La valuación de los activos fue realizada bajo la metodología de recomposición de costos[3] .

- El crecimiento del consumo de productos madereros -y particularmente la celulosa- se estima que 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. La producción forestal del Uruguay, y particularmente también la propuesta por este fideicomiso, cumple a satisfacción con las demandas ambientales del mercado internacional.

- No obstante, esa tendencia esperada de largo plazo puede verse afectada, en plazos más cortos, por coyunturas desfavorables que tengan efectos depresivos sobre la demanda y en consecuencia sobre los precios. La demanda y los precios internacionales de los productos que comercializa este fideicomiso (madera para celulosa), han mostrado un comportamiento muy variable en los últimos años, como consecuencia de efectos coyunturales (pandemia, conflictos bélicos, guerras comerciales, etc.). La actual coyuntura geopolítica, de no tener una pronta solución, podría contribuir a generar efectos negativos en el mercado de los productos forestales.

- 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 cinco años de aumentos sostenidos. El precio promedio de la tierra reportado por DIEA-MGAP para 2025, en términos nominales, supera en un 6,2% el récord de 2014.

[3] . 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 61,0 millones. Sin embargo la tasadora entiende que el valor obtenido con la recomposición de costos sería más compatible con los datos de mercado.

- Respecto de las políticas públicas, existe una normativa específica que regula el sector y que hasta el momento no ha sido un freno al desarrollo de la producción forestal, más allá del enlentecimiento de las inversiones en algunos casos. En julio de 2026 el Ministerio de Ambiente emitió un decreto que modifica la normativa vinculada a las evaluaciones ambientales de las plantaciones forestales, se eliminaron algunas disposiciones que se habían establecido en la anterior administración que buscaban flexibilizar las normas en algunas situaciones puntuales. Estas modificaciones en las normas podrían generar algunos inconvenientes al momento de realizar las reforestaciones o solicitar modificaciones a los proyectos.

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 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 y los de la Ing. Agr. Martha Tamosiunas, quien realizó una visita y evaluación de algunos de los predios a adquirir por el 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 sietiembre 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 Stewarship 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
Eucaliptus Dunni	1.055	14,4%
Eucaliptus Globulus	6.207	85,0%
Eucaliptus Grandis	9	0,1%
Eucaliptus 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 negocios[4] . 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.

- 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.

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

- 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 previsiones 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 Verra[5] a través de CLIMIT[6] , con el nombre de “EDS Green Carbon Project”.

- El 3 de febrero de 2026, la asamblea de beneficiarios modificó el contrato de fideicomiso en lo que refiere a la participación del administrador en la inversión. A solicitud del Administrador y autorizado por los beneficiarios, se aprobó la posibilidad de que Plantesia SAS reduzca su participación mínima obligatoria por contrato en el Fideicomiso, que estaba establecida en el 6%. Podrá reducir hasta en 1% (mitad en 2026, mitad en 2027).

- Se presentó a diciembre de 2025 la tasación anual de la tierra, montes y mejoras del fidecomiso la cual arrojó un valor final total de 75,6 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

- El 16 de setiembre de 2026 la Superintendencia de Servicios Financieros del BCU inscribió en el Registro del Mercado de Valores los Certificados de Participación a emitirse bajo el Fideicomiso Financiero Eucalyptus del Sur II, por un monto de hasta USD 70 millones. Este nuevo fideicomiso tiene características análogas a este y será llevado adelante por el mismo equipo de gestión.

- En relación a las gestiones para la validación de los bonos de carbono, se le solicitó al auditor de KBS que modifique y actualice los documentos para enviar a VERRA, y aún se continúan realizando correcciones adicionales con nuevos pedidos de información. Según informa el administrador no se han podido concretar ventas, ni se podrán concretar hasta tanto no se finalice el proceso de revisión en VERRA.

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

[6]. Empresa de consultoría y asesoramiento en cambio climático.

- Continua la actividad de carga en el predio “El Gordo y El Flaco”, cosecha que refiere al compromiso de venta asumido por parte de la anterior propietaria de los actiuvos. A junio ya se habría cumplido con el compromiso (USD 2.265.000), por lo que resta a acordar con la planta industrtial el pago de la diferencia a favor del Fideiocomiso.

- Culminado el contrato de 2024, se verificó un saldo final de USD -220.005, como consecuencia de un menor volumen entregado, a pesar de que una parte de ese menor volumen fue compensado por un ajuste al alza del precio. Dicha diferencia será compensada mediante la cesión de volúmenes provenientes del predio Doña Sara, por un valor equivalente a esa diferencia. En mayo se comenzó con la operación de cosecha en ese predio.

- Entre marzo y junio de 2026 se realizó la cosecha en el predio “Fontella”, que forma parte del contrato de suministro de madera firmado en marzo de 2025. El ingreso por esta venta ya se ha realizado, por lo que resta únicamente realizar los ajustes correspondientes a los volúmenes efectivamente entregados.

- En función de las condiciones actuales de mercado, la planta de celulosa ha propuesto una pausa en el avance de algunas cosechas, con reanudación prevista para el año 2027. Desde la perspectiva del Fideicomiso, esta decisión resulta conveniente, dado que los estratos postergados corresponden a las áreas más jóvenes, lo que permitirá optimizar su crecimiento en esta última etapa de desarrollo.

- El 28 de febrero de 2026 se produjo un incendio en uno de los predios del Fideicomiso (Don Alcides). Se realizó un análisis de afectación y los resultados fueron los siguientes: 182,6 hectáreas quemadas en total, de las cuales 91.9 has eran de bosques. Del área forestal que fue afectada por el incendio, 78,8 has tuvieron una afectación moderada-leve y 13,1 hás una afectación moderada-alta. El administrador informa que se monitoreará la recuperación del bosque por 8 meses (tiempo mínimo de restauración establecido), y posteriormente se evaluará el recepado o no de acuerdo a su estado luego de transcurrido ese lapso de tiempo.

- El Administrador presentó en el primer semestre de 2026 ante la Dirección General Forestal (DGF) y el Ministerio de Ambiente la actualización del proyecto correspondiente a uno de los predios del Fideicomiso (Deuz). La resolución de la DGF propone modificar la clasificación del proyecto, pasando de Bosque Protector Artificial (BPA) a Bosque de Rendimiento (BR), cambio que podría generar un impacto en los beneficios fiscales, particularmente en las exoneraciones del IRAE y del CIR. Por su parte, la resolución del Ministerio de Ambiente identifica dentro del predio nuevas áreas catalogadas como suelo rural natural, consideradas de interés para la conservación, lo que implicaría reducir la superficie forestable del predio.

- El administrador solicitó una reunión a la DGF para conocer los nuevos criterios y evaluar el alcance de esta resolución y determinar su posible aplicación al resto de los proyectos de Eucalyptus del Sur (EDS) que actualmente cuentan con la clasificación de Bosque Protector Artificial (BPA). Estos posibles cambios afectarían -según informa el administrador- a no más del 20% de los predios y considerando medidas silviculturales alternativas, el impacto negativo finalmente no sería significativo.

- El Fideicomiso tiene 9 contratos de pastoreo vigentes que involucran unas 5.530 hectáreas. Varios padrones que están en cosecha no tienen contratos de pastoreo vigentes por el momento.

3. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- Estados Contables de Plantesia SAS al 31/12/2025.
- Estados Contables intermedios del Fiduciario al 30/06/2026.
- Estados Contables intermedios del Fideicomiso al 30/06/2026.
- Informes trimestrales del Administrador el último a junio de 2026.
- Informes trimestrales del Fiduciario el último a junio de 2026.
- Informes trimestrales del Comité de Vigilancia, el último a junio de 2026.
- Información Sectorial sobre el mercado forestal y de la tierra.
- Informes de calificación de otros fideicomisos análogos.
- Modelo financiero a junio 2026.

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 30/06/2026. En primer término, el estado de situación patrimonial a esa fecha.

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

Concepto	30/6/2026	31/12/2025	31/12/2024
Activo	**100.443**	**93.323**	**115.477**
Activo Corriente	25.359	19.973	34.640
Activo no Corriente	75.084	73.350	80.837
Pasivo	**49.193**	**46.049**	**55.255**
Pasivo Corriente	6.012	4.023	6.163
Pasivo no Corriente	43.182	42.025	49.092
Patrimonio	**51.250**	**47.274**	**60.221**
Total Pasivo y Patrimonio	**100.443**	**93.323**	**115.477**
Razón Corriente	**4,22**	**4,96**	**5,62**

Fuente: EE.CC Winterbotham

En cuanto a los resultados del semestre indicado, se presentan resumidamente en el cuadro siguiente.

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

Concepto	30/6/2026	30/6/2025	31/12/2025
Ingreso de actividades ordinarias	16.390	16.406	32.431
Gastos de Administración	(12.178)	(12.151)	(23.162)
Resultado Operativo	**4.212**	**4.255**	**9.268**
Resultados de inversiones y financiamiento	1.291	(3.410)	(3.052)
Resultados antes de Impuestos	**5.503**	**845**	**6.217**
Impuesto a la Renta	(1.528)	(1.161)	(1.663)
Resultado del Periodo	**3.975**	**(316)**	**4.553**

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.

Los resultados del semestre son positivos lo que explica el incremento del patrimonio contable.

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 ha evaluado a través de los antecedentes de sus integrantes. Sin embargo, luego de tres años de experiencia en la gestión de este proyecto sin que se verificaran inconvenientes, sumado a que recientemente acaba de lanzar una segunda operación, análoga a esta, por un monto de hasta USD 70 millones, éste desempeño será el principal indicador de su idoneidad.

Inicialmente, las acciones de la empresa estaban 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 31/12/2025, 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 2025 una inversión en CP´s de este Fideicomiso por USD 3.5 millones.

A su solicitud y autorizado por los beneficiarios, se aprobó la posibilidad de reducir su participación mínima obligatoria por contrato en el Fideicomiso (era del 6%). Podrá reducir hasta en 1% (mitad en 2026, mitad en 2027). Similar compromiso asume en la segunda operación mencionada, en ese caso por un valor equivalente al 5 % de la emisión.

Por todo lo dicho, se ratifica que no se advierten riesgos en la administración de este patrimonio.

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 30/06/2026.

Cuadro 4: Estado de Situación del Fideicomiso (miles USD)			
Concepto	**30/6/2026**	**31/12/2025**	**31/12/2024**
Activo	**76.035**	**76.893**	**75.972**
Activo Corriente	4.668	5.527	5.365
Activo no Corriente	71.366	71.365	70.607
Pasivo	**2.449**	**1.422**	**1.877**
Pasivo Corriente	134	101	175
Pasivo no Corriente	2.315	1.321	1.702
Patrimonio	**73.585**	**75.470**	**74.094**
Total Pasivo y Patrimonio	**76.035**	**76.893**	**75.972**
Razón Corriente	**34,84**	**54,72**	**30,66**

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 primer semestre de 2026 el patrimonio contable era de USD 73.6 millones; algo menor al del ejercicio cerrado en diciembre 2025 pero superior en valor nominal a la emisión recibida.

No se incluyen en estos estados contables las revaluaciones de tierras y activos biológicos por tratarse de un cierre intermedio las que se realizarán, como corresponde, al final del ejercicio en curso.

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

Cuadro 5: Estado de Resultados del Fideicomiso (miles USD)			
Concepto	**30/6/2026**	**30/6/2025**	**31/12/2025**
Ingreso de actividades ordinarias	(32)	2.535	2.621
Costo de ventas	-	(2.424)	(2.424)
Resultado bruto	**(32)**	**111**	**198**
Resultado por revaluación act biológicos	0	0	1508
Gastos de administración y ventas	(838)	(594)	(1.748)
Resultados financieros y otros	34	(107)	(170)
Resultados antes de Impuestos	**(836)**	**(589)**	**(212)**
Impuesto a la Renta	(1.050)	(169)	587
Resultado del periodo	**(1.886)**	**(758)**	**375**
Otros resultados integrales	-	-	2.003
Resultado integral del ejercicio	**(1.886)**	**(758)**	**2.377**

Fuente: EE.CC Fideicomiso

No se registran ingresos relevantes en el periodo, a diferencia del mismo periodo del año anterior en que se daba cuenta de la venta de 655 hás de monte en pie, lo que explica el resultado parcial negativo. Las actividades productivas y comerciales se analizan en otra sección de este informe.

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 constatarse 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 consistió 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[7] .

2. Proyección del Flujo de Fondos

Se dispone de una actualización de las proyecciones financieras con información real a junio de 2026 y proyectando hasta la finalización del fideicomiso en 2048. La tasa de retorno estimada por el operador para el inversor con esta última proyección es de 8,7%, valor levemente menor al estimado en el Prospecto de emisión (9,0%)[8] .

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 si 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.

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

[7]. 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.

[8]. 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.

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 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 financero, 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 (algo más de 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 e incrementos en el valor de la tierra

Variación de los precios de la madera	% de aumento del precio de la tierra						
	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
1,0%	5,8%	6,0%	6,2%	6,4%	6,6%	6,9%	7,1%
1,5%	6,2%	6,4%	6,6%	6,8%	7,0%	7,2%	7,5%
2,0%	6,7%	6,8%	7,0%	7,2%	7,4%	7,6%	7,8%
2,5%	7,1%	7,3%	7,4%	7,6%	7,8%	8,0%	8,2%
3,0%	7,6%	7,7%	7,9%	8,0%	8,2%	8,3%	8,5%

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 5,8% y 8,5%, 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 7,4%. Esto supondría un aumento nominal anual en el precio de la tierra del entorno de 3%[9] y un incremento nominal en el precio de la madera del 2% anual (mantenimiento en términos reales 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.

Las Tasas Internas de Retorno proyectadas consideran todo el período del proyecto por lo que se estaría estimando la rentabilidad para un inversor que aportó el capital en el año 0 al comienzo del proyecto y se mantiene hasta el final. En 2023 se realizó la emisión de los CPs de este fideicomiso y en aquel momento a título de ejemplo, el rendimiento de los Treasury Bonds a 20 años de EEUU se ubicaba en el entorno de 4,26% mientras que el rendimiento de los bonos de Uruguay a 20 años se ubicaba en 5,20%.

Se recuerda que esta no es una emisión con compromiso de rentabilidad fijo, por lo tanto la nota no depende 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 sigue entre otros criterios el cumplimiento del proyecto y el alcance de una rentabilidad mínima que se juzgue aceptable en ocasión de cada recalificación. Estos análisis deben considerarse a los efectos de cualquier decisión como un punto de vista a tener en cuenta entre otros por parte del inversor.

4. Cumplimineto de los Estándares Minimos de Desempeño.

- **Plantación:** No se han realizado plantaciones. El área de plantación no se ha visto afectada desde el inicio ya que no ha habido aun replantaciones o perdidas que la hayan modificado.
- **Reforestación:** No se han realizado. De las áreas cosechadas se presentaron las solicitudes a los organismos gubernamentales DGF y Ministerio de Ambiente para las autorizaciones a replantar.
- **Prendimiento:** No aplica. Se establecen para el caso de nuevas plantaciones, que no se han realizado.
- **Incremento Medio Anual "IMA":** Tomando en cuenta el IFC (inventario forestal continuo del 2025) y los datos de inventario de volumen de venta de madera de los predios cosechados en el 2025 se puede inferir que el proyecto cumple con los intervalos establecidos en el Plan de Negocios.

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).

[9]. Implicaría un aumento real entorno al 1%..

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 dónde 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 2025 se presentó la última tasación de la tierra, montes y mejoras del fideicomiso, 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	2025	Variación
Tierra (11.282 has)	53.797	55.413	3,0%
Madera Comercial	11.329	13.276	17,2%
Madera precomercial (montes jovenes y cepas)	1.614	2.888	78,9%
Mejoras (construcciones, alambrado, etc)	3.865	3.999	3,5%
TOTAL	**70.606**	**75.576**	**7,0%**

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 utlizando la metodología de de los ingresos netos futuros descontados, utilizando una tasa de descuento de 7,59%, estimando un valor del activo de 61,0 millones.

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.

Los valores obtenidos para diciembre de 2025, muestran un incremento del 3,0% para la tierra, 3,5% para las mejoras y un 25% para la madera.

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.

La actual coyuntura geopolítica, de no tener una pronta solución, podría contribuir a generar efectos negativos en el mercado de los productos forestales. Los conflictos bélicos pueden generar disrupciones en el comercio internacional, caracterizadas por el aumento de costos logísticos, volatilidad de precios de materias primas (petróleo, alimentos, fibras) y escasez de suministros.

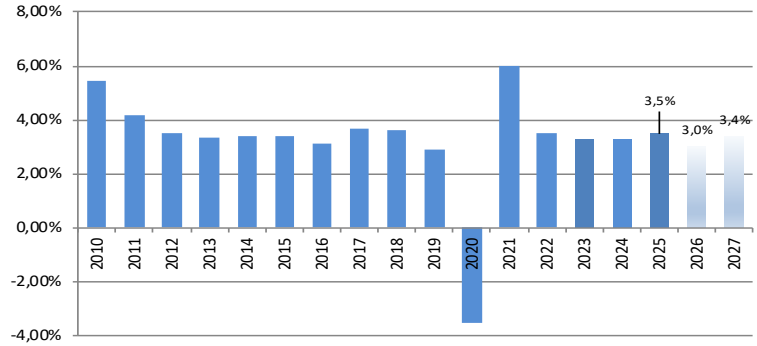
Dado el plazo extendido de las proyecciones que se corresponde a la naturaleza de los proyectos forestales, el análisis de entorno se expresa en términos de grandes tendencias vinculadas a la evolución del precio de la madera y de la tierra.

Con relación a la política sectorial del país, en julio de 2026 el Ministerio de Ambiente emitió un decreto que modifica la normativa vinculada a las evaluaciones ambientales de las plantaciones forestales. La nueva norma elimina algunas flexibilizaciones que se habían establecido en el decreto de enero de 2025 por parte de la anterior administración que buscaban flexibilizar las normas en algunas situaciones puntuales, restaurando el régimen anterior con algunos ajustes. Nuevas y mayores regulaciones podrían llegar a afectar el actual desarrollo y crecimiento de la actividad forestal.

1. Entorno macroeconómico internacional

Luego de la pandemia de 2020-2021 y sus efectos económicos y financieros, la economía global rebotó y emergieron brotes inflacionarios producto de las políticas fiscales y monetarias expansivas desplegadas en respuesta a la crisis sanitaria global. El Fondo Monetario Internacional en su informe de julio de 2026 proyectó tasas de crecimiento mundial del 3,0% para este año y del 3,4% para 2027, cifras que suponen una rebaja de la media del 3,5% observada en 2024–25. Esta leve desaceleración se explica en gran medida a que los efectos de la guerra en Oriente Medio atenuaron el ímpetu sobre la demanda derivado de los avances en la inteligencia artificial (IA) y su adopción.

Gráfica 1. Tasa crecimiento de la economía mundial



Fte. FMI julio de 2026

El impacto de la guerra varía considerablemente en función del grado en que cada país está expuesto y su posición en la cadena de valor tecnológica. Los exportadores de energía situados fuera de la zona de conflicto se benefician, así como aquellas economías que han logrado aprovechar el auge impulsado por la tecnología, aun siendo importadoras de energía. En cambio, se observa un debilitamiento de la actividad entre los importadores de energía con una participación limitada en la cadena de valor tecnológica, grupo al que pertenecen muchos países de ingreso bajo.

Según establece el FMI en su informe, se espera que la inflación general a escala mundial aumente de un 4,1% en 2025 hasta un 4,7% en 2026, para después descender hasta el 3,9% en 2027. La posibilidad de un recrudecimiento del conflicto en Oriente Medio podría prolongar la volatilidad de los precios de las materias primas, agravar los factores que amenazan las cadenas de suministro, elevar los precios e incidir negativamente en las condiciones financieras. Los factores que podrían ser favorables para las perspectivas económicas provienen de una normalización de los mercados energéticos más rápida de lo previsto, una inversión en tecnología superior a la esperada, la revitalización de una cooperación duradera que reduzca las barreras comerciales y reformas estructurales que fomenten el crecimiento a mediano plazo.

2. 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 76% de los retornos de la inversión se explican por el valor de la madera.

El rubro forestal en el Uruguay ha tenido en los últimos 30 años un gran progreso tanto en el área cultivada como en el desarrollo industrial para el procesamiento de la materia prima. En la actualidad la superficie afectada al rubro supera 1,1 millones de hectáreas, con más del 90% de los montes certificados bajo los estándares más exigentes a nivel internacional (FSC y PEFC). De esta forma, la producción de madera es fuente de materia prima para la industria de transformación química y mecánica, con posibilidad de acceso a los mercados más exigentes del mundo. El país ya cuenta con industrias y procesos de transformación primaria y secundaria de la madera, y también se exporta madera sin procesar.

En 2025, el 81% de la superficie efectiva de bosques plantados correspondió a especies del género Eucalyptus, mientras que aproximadamente el 10% correspondió a Pinus taeda y Pinus elliottii. Aproximadamente el 70% la producción de madera del Uruguay tiene por destino la producción de celulosa fibra corta, que es producida en gran parte a partir del Eucalyptus.

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 la madera que produce tiene ese destino.

La Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura (FAO), en su informe "Perspectivas del sector forestal mundial 2050"[10] prevé que el consumo global de productos primarios de madera procesada crecería 37% para 2050. Este crecimiento del consumo de productos madereros -en comparación con el aumento previsto del 25% de la población- "se verá impulsado por el aumento de los ingresos en las regiones emergentes del mundo, lo que provocará un efecto de convergencia en los bienes de consumo (por ejemplo, papel, envases, ropa y muebles) y en más actividades del sector de la construcción".

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

El mercado global de pulpa y papel sigue mostrando crecimiento, aunque más moderado, proyectándose una lenta expansión hasta la década de 2030 impulsada por uso en embalajes, tissue y papel especializado. El mercado de pulpa dissolving (utilizada para fibras textiles sustentables y aplicaciones químicas) muestra un crecimiento más robusto, con expectativas de alcanzar valores significativamente mayores para 2030-2034, apoyado por la demanda de fibras sostenibles. Por su parte, la celulosa regenerada (para fibras textiles tipo viscosa/lyocell) también experimenta crecimiento acelerado por tendencias de sostenibilidad y cambio de sintéticos a naturales.

El mercado de madera sólida por su parte está impulsado por la construcción sostenible y la urbanización. La madera sólida es un material de construcción

[10]. FAO 2022. Último informe disponible.

fundamental, especialmente en la construcción residencial, comercial y de infraestructuras. En este sentido, la demanda de madera se ve impulsada por el crecimiento demográfico, la expansión urbana y la transición hacia prácticas de construcción ecológicas. Innovaciones como la madera contralaminada (CLT) y la madera laminada encolada (glulam) impulsan aún más la demanda de madera, ya que estos materiales permiten construir edificios de madera de gran altura, reduciendo la huella de carbono de la construcción. Los gobiernos de muchos países están promoviendo la construcción con madera en masa como parte de sus estrategias de mitigación del cambio climático. En este sentido, cabe esperar para el mediano y largo plazo una proyeccion de crecimiento sostenido en la demanda.

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 podría constituir un nuevo ingreso para emprendimentos forestales. 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 y más recientemente el conflicto del Medio Oriente, contribuyen a generar un alta volatilidad en el comercio internacinal y en los precios de la madera y los productos forestales.

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

Evolución histórica de los precios

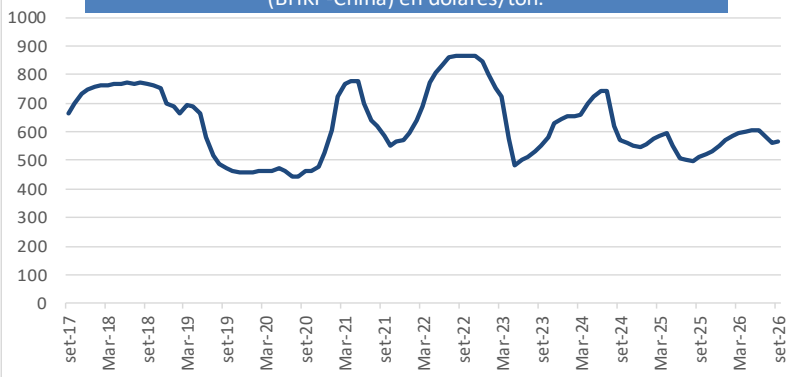
En los últimos años, los precios internacionales de los productos forestales han mostrado una alta volatilidad, como consecuencia de la ocurrencia de una serie de factores que han afectado la demanda: la pandemia, los conflictos bélicos, el magro crecimiento de la economía mundial, la acumulación de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

Para el caso de la pulpa de celulosa -principal destino de la madera producida por este fideicomiso- , 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 cierta estabilidad, aunque con un claro comportamento cíclico, y en el caso de la pulpa de fibra corta (la que se produce en el Uruguay), se mantienen por debajo del promedio de los últimos 10 años en términos nominales.

En la siguiente gráfica se presenta información de los precios por tonelada para la pulpa BHKP[11] (pulpa de fibra corta en China). Puede observarse el comportamiento comentado en el párrafo anterior.

Gr.2.- Evolución del precio de la celulosa blanqueada de fibra corta (BHKP-China) en dólares/ton.



Fuente: NOREXECO

El precio implícito[12] recibido por las exportaciones de pulpa del Uruguay durante 2024 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 2025, el precio implicto promedio fue de unos 531 dólares por tonelada, aproximadamente un 13% por debajo del promedio de 2024. En los primeros 7 meses de 2026 (enero-julio), el promedio del precio de la tonelada FOB de exportación de celulosa fue de 546 dólares por tonelada, un 3% por encima del proimedio del año anterior.

Esta reducción en los precios internacionales se explica en gran medida por un desequilibrio entre oferta y demanda, que presionó los precios a la baja, sin embargo, esta ya habría comenzado a revertirse en 2026. Según el informe de ERA Forest Products Research de junio de 2026, el mercado internacional de pulpa en 2026 viene mostrando una leve recuperación desde finales de 2025. La demanda continúa creciendo de forma moderada y los stocks están cercanos a sus promedios históricos, lo que permite mantener una evolución estable de los precios internacionales, reduciendo el riesgo de futuras reducciones en los valores. La producción y las existencias globales de pulpa muestran una ligera tendencia a la baja, con una demanda estable

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

[12]. Valor FOB de exportación/toneladas exportadas

en China y Europa. Las perspectivas para el segundo semestre de 2026 son moderadamente positivas, a pesar de que persisten factores de incertidumbre vinculados al crecimiento económico mundial. Según Fastmarkets, cabría esperar una recuperación gradual del mercado tendiendo hacia 2027-2028 a una normalización en los precios con un rango esperado de USD 550-750/ton de celulosa.

El mercado mundial de la celulosa, con un tamaño de 48,8 mil millones de dólares en 2024, se proyecta que alcance los 102,1 mil millones de dólares para 2032, impulsado por la demanda de materiales sostenibles, bio-basados y la transición a economías circulares. Las principales tendencias incluyen el aumento de la inversión en la producción, la creciente preocupación ambiental que favorece a la celulosa como alternativa a los polímeros sintéticos, y la innovación en sus aplicaciones, especialmente en sectores como el farmacéutico, alimentario y textil. (Fuente: Global Cellulose Market)

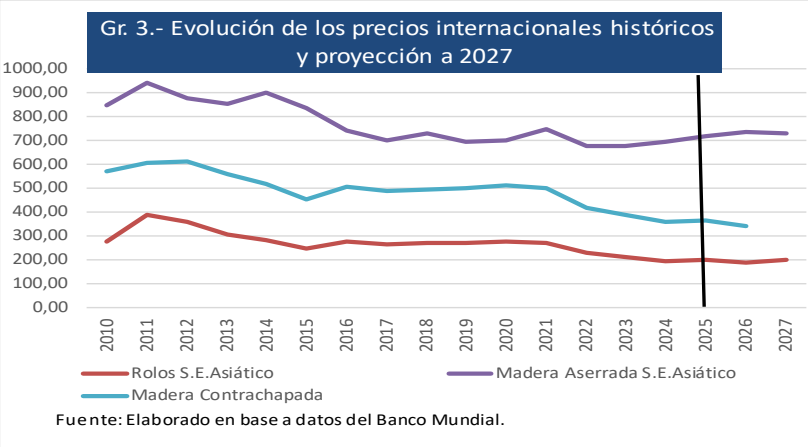
No se dispone de información que proyecte las perspectivas de la evolución de precios internacionales para la celulosa para el largo plazo. En los últimos 10 años el incremento anual del precio internacional de la celulosa de fibra larga (NBSK) fue del 3,6%, mientras que la de de fibra corta no habría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

Para el caso de la madera sólida, la demanda en general muestra un crecimiento sostenido a nivel global impulsado por la construcción sostenible y la sustitución de materiales de alta huella de carbono como el acero y el hormigón. No obstante muestra al igual que el caso de la celulosa una alta volatilidad derivada de diferentes situaciones de mercado.

En el mercado estadounidense, la demanda de construcción de viviendas ha sido menor a la esperada, alcanzando los niveles más bajos de los últimos cinco años, como consecuencia de un alto stock y bajo ritmo de ventas, además de las débiles expectativas del sector de la construcción. Las nuevas construcciones en EE.UU. y Canadá muestran caídas en permisos y comienzos de obra, con disminuciones del 15% y 6% respectivamente.

Por su parte, en China ha decrecido significativamente el ritmo de la construcción, lo que reduce la demanda de madera sólida y genera una sobre oferta de madera que se destina a la producción de celulosa. Se espera que una eventual reactivación del sector de la construcción en China permita recuperar, al menos parcialmente, los volúmenes de demanda observados en los últimos tres años.

En los últimos 10 años, los precios nominales de los diferentes produtos forestales de madera sólida han mostrado una contracción significativa para situarse en su nivel más bajo desde 2014. Según información publicada por el Banco mundial, entre 2016 y 2026, los precios en téminos nominales cayeron anualmente un 3% para el caso de los troncos, un 0,6% para la madera aserrada y un 3,5% para la madera contrachapada.



Fuente: Elaborado en base a datos del Banco Mundial.

Según el último informe de proyección de precios del Banco Mundial de abril de 2026, los precios de la madera en bruto mostrarían leves incrementos en sus precios para los próximos dos años, en el entorno del 1 al 2% anual, pero sin revertir la tendencia decreciente desde el 2011.

La demanda interna de madera de eucaliptus en bruto ha mostrado una volatilidad similar al de la celulosa, aunque menos marcada. Para el caso de la madera de pino aserrable, el mercado externo para el producto uruguayo, no muestra señales claras de recuperación, manteniéndose en valores muy por debajo de los de 2021 y 2022. Tanto los precios manejados como la competencia internacional han dificultado el cierre de negocios, en donde China prácticamente se ha retirado del mercado, manteniéndose India como principal y prácticamente único mercado importador de nuestros pinos.

En el año 2021 el Banco Mundial presentó una proyección de largo plazo para la madera en bruto para aserrío y para la aserrada, mostrando un leve crecimiento en valores nominales hacia el 2035 en el largo plazo[13] . 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 -que por el momento no se han venido cumpliendo-, no alcanzarían a cubrir la devaluación del dólar, por lo que estarían cayendo 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).

El record de exportaciones forestales del Uruguay en valor fue en 2024 como consecuencia de un año completo con funcionamiento pleno de las tres plantas de celulosa y un mayor precio por tonelada que el actual. 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.

La tendencia no se mantuvo en 2025, y el valor acumulado de las exportaciones de productos forestales se ubicó un 7,4% por debajo del valor del año anterior, explicado en gran medida por las menores exportaciones de celulosa (-9%), consecuencia de un menor precio por tonelada (-13%). En los primeros 7 meses de 2026 las exportaciones totales forestales vienen razonablemente alineadas con el mismo período del año anterior.

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

En el siguiente cuadro se presentan las exportaciones forestales en valor para los últimos años y para los primeros 7 meses del corriente.

Cuadro 8. Exportación de productos forestales seleccionados (en millones de dólares FOB)

	2023	2024	2025	ene-julio 2025	ene-julio 2026	Variación
Celulosa	2.019	2.546	2.317	1.340	1.330	-1%
Rolos de pino	69	65	67	31	37	22%
Tableros de madera contrachapados	80	89	78	47	44	-6%
Chips (eucalipto y pino)	109	50	64	40	45	13%
Madera Aserrada coniferas y no coníferas	171	188	188	110	113	2%
Papel y Cartón	30	27	26	15	20	32%
Rolos de eucalipto	24	39	36	20	23	19%
Otros productos forestales	1	4	11	4	22	393%
Total	**2.504**	**3.007**	**2.786**	**1.607**	**1.635**	**2%**

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.

Las exportaciones de productos de madera (excluyendo celulosa y papel) registraron un notable aumento en los últimos años. En 2021 y 2022 se registraron los valores máximos del periodo, con un aumento generalizado de todos los rubros, destacándose las exportaciones de madera en bruto y chips. Desde 2022 se registra un crecimiento sostenido de las exportaciones de madera aserrada, lo cual ayudó a compensar la tendencia a la baja en la exportación de madera en bruto. Esto se explica por la mayor capacidad con inversiones significativas en últimos años.

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.

Más allá de la aptitud netamente agropecuaria (producción de granos, carne, fibras, madera), el mercado mundial está incorporando nuevas variables para cotizar la tierra. Por un lado, los fondos de inversión institucionales ya calculan de forma directa el valor de los campos según su capacidad de secuestro de carbono y la posibilidad de obtener certificaciones sustentables (Premio Verde), y por otro, la tierra agrícola sigue consolidándose a nivel internacional como un activo de protección contra la inflación a largo plazo frente la volatilidad de las bolsas tradicionales (Inversión de Cobertura o refugio de valor).

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.

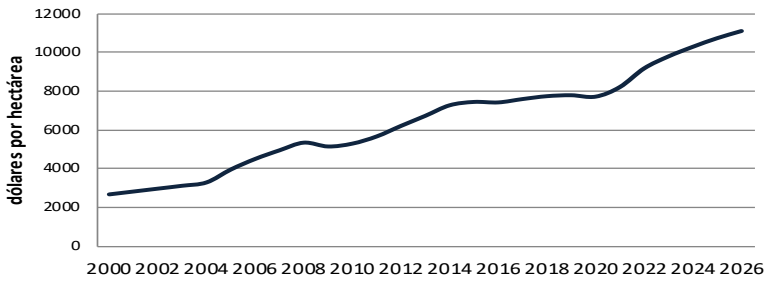
En lo que respecta al precio de la tierra en Estados Unidos, en lo que va del siglo XXI se observa una continua fase ascendente, con alguna excepción (2009 y 2015) en donde se verificaron mínimas reducciones, pero que no modifican la tendencia. El precio en Estados Unidos cayó únicamente en los primeros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

Durante el período 2005-2026, el incremento acumulativo anual del precio de la tierra en EEUU en dólares corrientes fue de un 5,0% anual, valor superior al de la inflación de la moneda norteamericana (2,57% anual en promedio), lo que determina un incremento real anual del 2,4% en los últimos 21 años. Durante ese mismo período, las tierras para cultivos agrícolas en dolares corrientes aumentaron en 5,4% acumulativo anual, mientras que las destinadas a pastoreo se revalorizaron en un 4,8% por año.

El precio de la tierra (promedio) se había mantenido relativamente estable entre 2017 y 2020, con aumentos mínimos en el entorno a la inflación americana, pero en los últimos 6 años los valores se recuperan fuertemente mejorando en términos reales, y también acompañando la mayor inflación. Entre 2020 y 2026 el valor de la hectárea promedio lleva acumulado un aumento de un 44%; si se analizan por separado las tierras agrícolas de las ganaderas, las primeras tuvieron entre 2020 y 2026 un aumento del 48,3% mientras que las segundas un 42,9%.

El último informe del USDA[14] que reporta precios de 2026, da cuenta de un incremento de un 3,4% para el promedio de las tierras, respecto del año anterior. Por su parte, las tierras de uso agrícola aumentaron un 3,3% mientras que las de uso ganadero un 4,2%.

Gr. 4. Evolución del precio de la tierra en USA

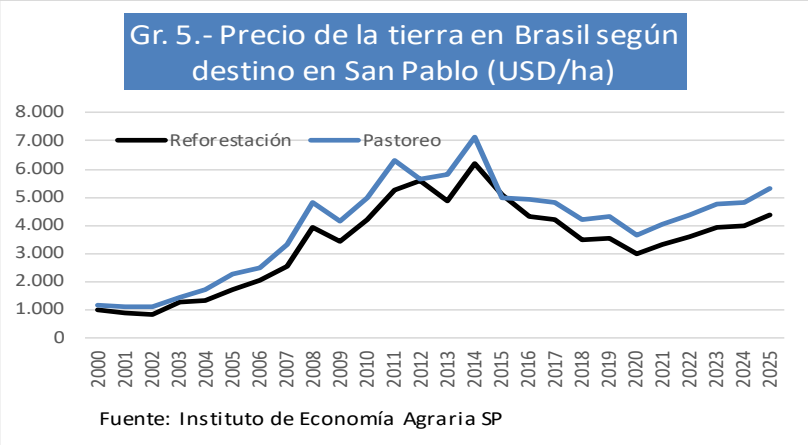


Fuente: USDA Land Prices (Agosto 2026)

El comportamiento del precio de la tierra en Brasil, está por lo general afectado por el 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, acumulando entre 2020 y 2025 un aumento de algo más del 45% en dólares corrientes, tanto para las tierra para pastoreo como para reforestación. Sin embargo, a pesar de estos aumentos aún se mantiene (en dólares) por debajo de los valores máximos.

[14]. USDA Land Prices, Agosto 2026

En 2025, el Instituto de Economía Agraria de San Pablo reporta un incremento del precio de la tierra de un 14,2% en reales, que implican un aumento de un 10,1% en dólares corrientes.



Respecto de Argentina, La Bolsa de Comercio de Rosario publicó en agosto de 2026 un informe analizando la evolución reciente del precio de la tierra, tomando como referencia la zona núcleo maicera (Pergamino, Rojas y Colón) y utilizando como fuente base de información a la revista Márgenes Agropecuarios[15] . Luego de la crisis del año 2001 el precio de la tierra registró un boom alcista en su valor, tendencia que se extendió hasta el año 2012. Desde entonces y luego de más de una década de corrección en términos reales e inclusive llegando a registrar caídas en términos nominales, el valor de la hectárea en la subzona maicera de la región núcleo alcanzó a los USD 17.900 entre enero y julio de 2026, superando el récord nominal de USD 17.350 alcanzado en 2012.

En el siguiente gráfico se observa la evolución del precio promedio anual de la hectárea agrícola desde 1997 en valores nominales.



La serie muestra un piso en 2002, con USD 2.600 por hectárea tras la salida de la convertibilidad, y a partir de allí un ciclo alcista extraordinario que multiplicó el valor por 6,7 veces hasta 2012, acompañando un súper ciclo de precios de las materias primas, la masificación del uso de la siembra directa y mejoras

[15]. La información refiere a tierras agrícolas de alta calidad, no comparables con tierras forestales. No obstante puede suponerse que las variaciones en los valores podrías ser seguramente similares

en la productividad. Desde 2013 la serie nominal mostró una larga meseta con sesgo bajista, hasta tocar un piso de USD 13.950 por hectárea en 2021, 20% por debajo del máximo de 2012. Cabe destacar que se trata de un período marcado por un estancamiento en la actividad económica, derechos de exportación históricamente elevados y restricciones de acceso al mercado de cambios con una brecha cambiaria creciente. Desde 2022, el precio nominal encadena cinco años consecutivos de suba, con un avance acumulado del 28% hasta el promedio de 2026. Por su parte, si se considera la serie histórica ajustada la inflación del dólar, los valores que se registran actualmente en torno a USD 18.000 son un máximo en términos reales desde 2020, aunque aún están un 28,5% por debajo del pico histórico del año 2012 (que equivaldría a USD 25.300).

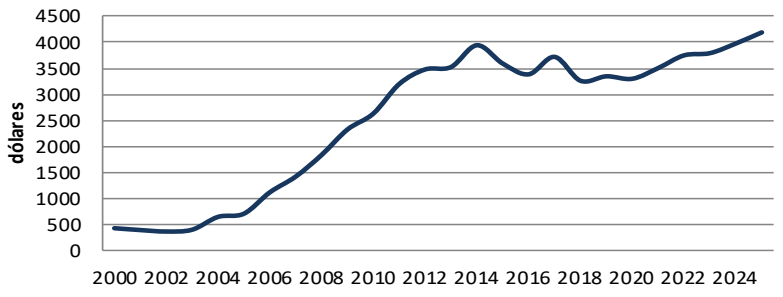
El mercado de campos en Argentina mantiene su atractivo, respaldado por la firmeza en la demanda, la diversificación de intereses y un entorno macroeconómico que, si se consolida, podría fortalecer aún más la ponderación de los activos rurales. La clave parece estar en garantizar la previsibilidad jurídica y estabilidad económica para sostener este proceso en el tiempo.

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 según DIEA-MGAP fue de 1,1% y en 2024 vuelve a aumentar en un 4,9%. En marzo de 2026, se publicó el informe con los resutados de las compraventas del 2025, que muestra un nuevo ajuste al alza de los valores. El valor medio de 2025 marca un aumento promedio del 5,3% respecto del promedio de 2024. Cabe destacar, que el precio de la tierra en 2025, en términos nominales, supera en un 6,2% el récord histórico de 2014.

Gr. 7.- Evolución del precio promedio de la tierra en Uruguay



Fuente: DIEA-MGAP

Existen otras fuentes de información realizadas por consultoras y operadores del mercado[16] , 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 2026 realizado por la consultora Agroclaro y publicado por El País, indica que se han vendido 112.000 hectáreas de campo agrupadas en 81 negocios. La superficie vendida se encuentra en línea con los datos registrados en igual período en años anteriores, exceptuando el primer semestre de 2025 donde hubo menos negocios. Los campos agrícolas, ganaderos y mixtos representan aproximadamente dos tercios del total de los negocios, siendo el tercio restante campos arroceros, forestales o fracciones con uso recreativo o turístico. El análisis de las compraventas permite confirmar que los precios de los campos se han mantenido y en algunos casos aumentado en estos últimos meses.

La valorización del precio de la tierra para el caso de este fideicomiso, tiene una relativa baja incidencia en el ingreso final del fideicomiso (21%), no obstante lo que finalmente ocurra con la evolución de su precio igualmente tendrá incidencia en el retorno final de la inversión. El modelo financiero supuso una valorización acumulativa anual de un 3,5% (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.

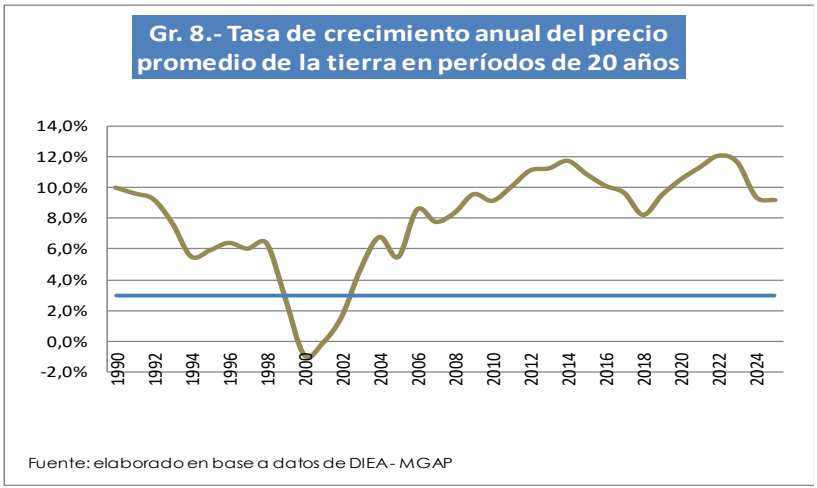
Para ello CARE analizó con la información de los precios de la tierra (en dólares corrientes) de una serie de más de 50 años (1970 a 2025) la variación anual en períodos de 20, en donde se observa lo siguiente:

- En promedio, la evolución anual del precio de la tierra en períodos móviles de 20 años fue de 7,9%.
- La tasa anual de crecimiento solamente fue menor al 3,5% 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 3,5%.

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 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 3,5% (en el entorno del 9% de crecimiento anual).

16. SERAGRO, Agroclaro, Consur y operadores privados



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.

3. 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 Nº15.939 (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 405/021 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.

En diciembre de 2021, el Poder Ejecutivo dictó el decreto No 405/021 que propuso algunos cambios en las regulaciones de la actividad forestal. 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 de la época, antes de culminar su mandato, firmó el decreto No 3/025 que modificó el No 405/021, con el objetivo, entre otros, de flexibilizar algunos trámites relativos a los permisos para las reforestaciones. Se simplificaban y aceleraban los trámites ya que la reforestación en algunos casos no requería un nuevo estudio ambiental

La actual administración dictó el decreto 179/026 del 23 de julio de 2026 que derogó el decreto de enero 2025 y también realizó algunos cambios en el decreto 405/021, principalmente referidas al régimen de autorización ambiental de proyectos de forestación, así como a la definición de terrenos forestales. Bajo la nueva normativa, las reforestaciones de 100 o más hectáreas cuyas plantaciones anteriores no hubieran estado sujetas a Autorización Ambiental Previa, realizadas sobre suelos ya forestados serán también objeto de estudio ambiental y autorización ambiental especial. No obstante, tales plantaciones podrán ser ejecutadas bajo la responsabilidad del titular, aun encontrándose en trámite la autorización referida, siempre que el proyecto de plantación hubiera sido comunicado a la Dirección Nacional de Calidad y Evaluación Ambiental del Ministerio de Ambiente, con un plazo de al menos 30 días de anticipación a la fecha prevista para el comienzo.

Estas modificaciones, así como las regulaciones generales para el sector, pueden en algunos casos generar demoras o algún impacto negativo para el fideicomiso, especialmente en las reforestaciones.

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

VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

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)[17] de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.

Comité de Calificación







Ing. Agr. Adrían 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.***