CARE
CALIFICADORA DE RIESGO

ACTUALIZACIÓN DE CALIFICACIÓN DE RIESGO DE CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN EN EL DOMINIO FIDUCIARIO DEL "FIDEICOMISO FINANCIERO FORESTAL BOSQUES DEL URUGUAY III"

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
13	II	EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION
15	III	LA ADMINISTRACION
20	IV	EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
26	V	EL ENTORNO
40	VI	CALIFICACIÓN DE RIESGO

Actualización de la Calificación de Oferta Pública de los Certificados de Participación del Fideicomiso Financiero Bosques del Uruguay III.
07 - octubre - 2026

Fiduciario:	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión.
Operador (Administrador) y Organizador:	Agroempresa Forestal S.A.
Agente de Registro y Pago:	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión
Entidad Representante:	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.
Títulos:	Certificados de participación
Moneda:	Dólares americanos
Importe de la emisión:	USD 190.000.000
Fecha de la suscripción de los valores:	6 de diciembre de 2016
Plazo de la emisión:	20 años.
Distribuciones:	Según resultados acumulados de acuerdo a procedimiento establecido.
Activos del Fideicomiso:	Tierra y bosques forestales.
Comité de calificación:	Julio Preve, Adrián Tambler y Martín Durán Martínez
Calificación de Riesgo:	BBB+.uy[1]
Vigencia de la actualización:	30 de abril de 2027
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 Bosques del Uruguay III manteniendo la calificación BBB+.uy de grado inversor.

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 del Anexo I de la calificación original, ratificada en el correr del tiempo.

- Un proyecto que desde el punto de vista físico y económico-financiero para el inversor, supera diversas pruebas a las que razonablemente la emisora y la calificadora han sometido el proyecto. Se dispone de una actualización del flujo financiero a marzo de 2026 estimando una TIR para todo el período de 6,7%, valor levemente por encima de la anterior actualización (6,4%) (ver sección IV)[3] .

- El Fideicomiso cuenta al 30 de junio de 2026 con un total de 45.260 hás en propiedad de las cuales había unas 27,6 mil hectáreas forestadas, lo que arroja un aprovechamiento promedio de casi un 61%.

- En este caso se adquirió una extensión de tierras con un negocio en marcha, con lo cual se mitigaron considerablemente los riesgos de adquisición y plantación, aunque el plan de negocios consideraba la reconversión de buena parte del área plantada. Ya se avanzó en la reconversión de las plantaciones jóvenes de pinos con falta de manejo, sustituyéndolas con plantaciones de Eucaliptus para aserrío, manteniéndose actividades de raleo en las áreas de pino de mayor edad y calidad que se decidió dejar en pie. El proceso de sustitución de pinos por eucaliptus fue más complejo y costoso de lo esperado, por las dificultades encontradas para colocar la producción en el mercado externo y a precios redituables.

- Se destaca que la misma empresa ya administra otros tres proyectos de similares características, todos ellos también calificados por CARE con nota de grado inversor, manejando en la actualidad unas 65 mil hectáreas de montes, a través de la emisión de 640 millones de dólares en total. Asimismo, a diciembre de 2025 la empresa tenía CPs por un valor total del orden de los 14 millones de dólares entre los 4 fideicomisos.

- Los informes del Operador (Agroempresa Forestal SA), describen en términos generales la marcha del proyecto, en sus aspectos productivos y económicos. El comité de vigilancia informa que se vienen cumpliendo a satisfacción con los estándares mínimos de cumplimiento esperados referidos al área de la producción: compra de tierras, área libre de plantación, porcentajes de prendimiento y el Incremento medio anual (IMA) de los bosques. No obstante, para el primer semestre de 2026 por problemas con el mercado externo, no se estaría cumplido con la correcta ejecución del presupuesto, el cual muestra desvíos mayores al 25%.

[3]. Esta proyección del flujo financiero considera la venta del establecimiento Cerro Copetón que se efectivizó en el segundo semestre de 2026, por lo que contempla el ingreso extraordinario por la venta y las modificaciones futuras de producción, costos e ingresos.

- La capacidad de gestión de la empresa administradora del proyecto – Agroempresa Forestal – se mantiene razonablemente bajo los estándares de eficiencia evaluados en los anteriores informes de actualización.

- Un diseño de gobierno corporativo que acota el riesgo a los inversionistas y que hasta la confección del presente informe ha funcionado en forma adecuada.

- Según informa el Comité de Vigilancia, el Fideicomiso ya finalizó la reconversión de pino a eucaliptus y cuenta con un patrimonio estable, diversificado y con crecimientos alineados al prospecto, resta la realización de inversiones puntuales en manejo, podas, raleos comerciales y replantaciones. El principal desafío es ampliar alternativas comerciales para el pino, la pulpa y la madera de calidad, en el mercado mundial, pero también aprovechando las nuevas inversiones industriales en el noreste del país.

- En el segundo semestre del año se concretó la venta del establecimiento Cerro Copetón con sus respectivas mejoras y construcciones ubicado en el departamento de Florida. La superficie vendida involucró unas 2.800 hectáreas y sus bosques (aproximadamente 1,900 has de eucaliptus). Parte del ingreso de la venta se destinará a cubrir el presupuesto del Fideicomiso y otra parte será distribuido entre los tenedores de los CPs.

- La tasación anual de los montes y tierras del fideicomiso se presentó a diciembre de 2025, determinando un valor total de 228,6 millones de dólares, un 3,7% menos a la de un año atrás, conformado por 154,3 millones por la tierra y 74,3 millones por concepto de bosques forestales. El valor de los bosques muestra una reducción de 15,3% respecto del año anterior mientas que la tierra tiene un aumento de 3,1%. El patrimonio contable al 30 de junio de 2025 ascendía a poco más de USD 222,5 millones, superior en términos nominales al valor de la emisión recibido que fue de USD 190 millones.

- El crecimiento del consumo de productos madereros 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 (básicamente madera de calidad), 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.

- 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. No obstante, este Fideicomiso en particular ya ha completado sus plantaciones y obtenido los permisos correspondientes, motivo por el cual no se advierten por el momento amenazas para este proyecto.

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para actualizar la calificación de los certificados de participación en el dominio fiduciario del fideicomiso financiero denominado "Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay III", por un valor nominal de USD 190.000.000 (ciento noventa millones de dólares).

La calificación de riesgo supone la expresión de un punto de vista especializado por parte de una empresa autorizada a ese propósito por el Banco Central del Uruguay (BCU), que realiza la supervisión y control del sistema financiero, así como de las calificadoras de riesgo. La nota obtenida no representa una recomendación o una garantía de CARE para futuros inversores, y por tanto la calificación debe considerarse a los efectos de cualquier decisión como un punto de vista 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 TIR`s derivado de múltiples simulaciones, como razonable para el proyecto en la primera calificación, las siguientes no se vinculan estrictamente con la obtención de estas cifras. En efecto, no se trata en este caso de una emisión con compromiso de rentabilidad fijo. Por tanto la nota no dependerá estrictamente del alcance de las Tasas Internas de Retorno calculadas en el proyecto ni de los costos de oportunidad del capital de los inversores. En definitiva, la nota seguirá entre otros criterios el cumplimiento del proyecto y el alcance de una rentabilidad mínima que se juzgue aceptable en ocasión de cada recalificación.

CARE Calificadora de Riesgo es una calificadora con registros y manuales aprobados por el Banco Central del Uruguay a partir de abril de 1998. Califica conforme a su metodología oportunamente aprobada por dicha autoridad, seleccionando los profesionales necesarios para integrar en cada caso el comité de calificación, el que juzga en función de sus manuales. Estos, su código de ética, registros y antecedentes se encuentran disponibles en el sitio web: www.care.com.uy así como en el del regulador: www.bcu.gub.uy. El comité de calificación estuvo integrado en este caso por Martín Duran Martínez, Adrián Tambler y Julio Preve. CARE contrató los servicios del Dr. Leandro Rama para la evaluación del riesgo jurídico en ocasión de la calificación original cuyo informe se adjuntó en Anexo I de la misma[4] . Asimismo CARE contrata regularmente cuando lo entiende necesario informes de campo adicionales y realiza visitas a los predios.

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

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

2. Antecedentes generales y hechos salientes del período

A. Antecedentes generales

El Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay III tiene como objetivo proveer a los inversores retornos a largo plazo logrados esencialmente a través del producto de las ventas de la madera y bosques en pie y la valorización del activo tierra, y a la vez, aunque en menor medida, del producto de la venta de bonos de carbono y de pastoreo de las tierras no forestadas, siguiendo protocolos de inversión y administración, con adecuados estándares productivos, ambientales y sociales.

Como antecedente más relevante hay que mencionar a los Fideicomisos Financieros Forestales Bosques del Uruguay I, II y IV, que suscribieron certificados de participación en agosto de 2011, en octubre de 2014, y en abril de 2019, por un monto de 50, 70 y 330 millones de dólares respectivamente. Estos fideicomisos, con idéntica administración que la del presente, vienen cumpliendo razonablemente con los planes de negocios originales, análogos al que se presenta en esta oportunidad, y están calificados con nota de grado inversor.

El Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay III, quedó constituido el 22 de agosto de 2016, mediante la firma del contrato respectivo entre EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A. en calidad de "Fiduciario", Agro Empresa Forestal S.A. en calidad de "Administrador", y los suscriptores iniciales de los valores en calidad de "Fideicomitentes".

- Con el monto de la emisión fue posible adquirir una superficie de 46.269 hectáreas de las cuales un 55% ya estaba forestado con las especies comerciales de mayor implantación en el Uruguay: eucaliptus y pino. Las plantaciones se encontraban a mitad de su ciclo productivo y el plan de negocios se proponía alcanzar a un 65% de superficie forestal.

- Los predios adquiridos, 47 en total, tenían originalmente una alta proporción de pino (más del 50%). Las plantaciones de eucaliptus para pulpa sumaban un total de 30% de la superficie y las plantaciones de eucaliptus grandis, cuyo destino principal es la producción de madera sólida eran de aproximadamente el 20% del activo forestal.

- El plan de negocios planteaba cortar los pinos al final de su ciclo y cambiar por eucaliptus grandis y dunni. Incluso algunos montes de pino de escaso desarrollo y que habían estado mal mantenidos se irían cortando antes del fin de su ciclo, para replantar esas superficies con eucaliptus grandis. Asimismo luego de la tala rasa de los montes de eucaliptus para pulpa se plantan, si es técnicamente posible, con eucaliptus para la obtención de madera sólida.

- El proyecto está ubicado en la zona centro-este del país, con la siguiente distribución: Cerro Largo (38%) , Lavalleja (24%), Treinta y Tres (19%), Florida (17%) y Rocha (2%), por ser una zona de gran potencial para la explotación forestal.

- Con respecto a los ingresos, el prospecto proyectaba que del total estimado por ventas, un 70-80% corresponderá a la venta de madera y/o bosques en pie, un 20 a 25% a la venta de la tierra al final del proyecto, y menos del 1,5 % a ingresos por venta de bonos de carbono y pastoreo.

- En octubre de 2018 se compró el establecimiento Cruz Roja que era propiedad del Fideicomiso Financiero "Bosques del Uruguay II" con una superficie de 1.782 hectáreas, de las cuales 1.350 son forestables y un 51% ya estaba plantado.

- En el mes de setiembre de 2018 se realizó la última integración de fondos (Capital call) al Fideicomiso por USD 8.997.000, con lo que se completó la emisión.

- El 11 de febrero de 2020 se reunió la Asamblea de Titulares de los Certificados de Participación del Fideicomiso, a la que asistieron el 100% de los tenedores. En dicha reunión se aprobó por unanimidad una modificación al contrato de fideicomiso que lo habilita a endeudarse por hasta un cierto porcentaje de su patrimonio (15%), para lo cual debe obtener previamente el visto bueno del Comité de Vigilancia y comunicar a la Calificadora de Riesgo.

- A los efectos de atender los déficits de caja derivados de los costos de cosecha y el proceso de exportación, el Fideicomiso ha incurrido en la contratación de créditos de corto plazo con bancos privados de plaza (acuerdos de sobregiro y financiación de exportaciones), los cuales en varias oportunidades se han ido renovando. También se han contratado créditos de mediano y largo plazo. En todas las oportunidades, se ha contado con la aprobación del Comité de Vigilancia y el fiduciario lo ha comunicado a la Calificadora.

- El 28 de diciembre de 2020 se realizó una Asamblea de Titulares de los Certificados de Participación con la representación del 100% y se decidió modificar algunos términos y condiciones de los CPs. Los cambios refieren a la modificación de la paramétrica del ajuste de los honorarios de Agro Empresa Forestal y también se acordó subir información una vez al año de los Fideicomisos a la WEB de Bosques del Uruguay.

- En 2024 el Fideicomiso habría finalizando la reconversión de plantaciones de Eucaliptus con destino pulpable hacia plantaciones mixtas con el objetivo de producción de madera sólida de Egrandis en las zonas más aptas y complementando con Edunnii con destino pulpable en las zonas bajas. Con relación a los pinos luego de una evaluación económica incluyendo criterios de localización, edad, crecimientos y status de manejo, se decidió en parte de ellas realizar una cosecha anticipada y replantar Egrandis y Edunnii y en el resto continuar con la realización de podas y raleos, hasta su cosecha final.

- Al 30 de junio de 2026, el 36% de la superficie está forestada con Egrandis (madera de calidad), el 28% tiene por destino la producción de pulpa (Edunnii principalmente) y el 35% sigue siendo pino.

- Las perspectivas del fideicomiso por la comercialización del stock de bonos de carbono para los próximos años parecen auspiciosas. En 2021 comenzó la verificación que ha permitido comprobar un crecimiento de los árboles y acumulación de carbono acorde a lo planificado. El proceso de verificación culminó finalmente en 2024.

- En abril de 2022, el Fiduciario obtuvo crédito de largo plazo (10 años) por un total de 7 millones de USD con un banco de plaza, con el objetivo de seguir avanzando en las inversiones para la reconversión y aprovechando las bajas tasas de interés del momento. El Comité de Vigilancia aprobó la operativa, cumpliendo con la normativa establecida. El préstamo se cancelará en 120 cuotas y ya se está amortizando.

- En el tercer trimestre de 2022 se vendieron 4 campos cuya ubicación y porcentaje de aprovechamiento estaba generando efectos negativos en la rentabilidad del proyecto. El ingreso total correspondiente a la venta de los 4 campos (1.051 has) ubicados en Rocha fue de 2,95 millones de dólares.

- Agro Empresa Forestal (AF) es miembro signatario desde 2022 de PRI (Principios de Inversión Responsable). En ese sentido debe presentar anualmente informes y evaluación relacionada con la inversión responsable, debiendo cumplir con requisitos mínimos y ciertos indicadores para mantener la membresía. En 2023 presentó su primer informe (voluntario en esta oportunidad, luego será obligatorio), obteniendo tres estrellas Policy Governance and Strategy (PGS) y 4 estrellas Confidence builiding measures (CBM). El máximo es 5 estrellas y el módulo más relevante es PGS.

- El fideicomiso cuenta con la certificación FSC® (Forest Stewardship Council o Consejo de Administración Forestal en español). En el cuarto trimestre de 2025 se certificaron 19.865 hectáreas correspondientes a 24 predios lo que permitió lograr que el 100% de las hectáreas de bosques estén certificadas. La Auditoria anual de recertificación se llevó a cabo en agosto de 2025 y se renovó el certificado.

- Con el objetivo de financiar las inversiones futuras y obtener capital de trabajo, en 2025 el fideicomiso obtuvo un crédito de largo plazo (10 años) un monto de USD 15 millones que ingresaron parte en el primer trimestre y parte en el segundo.

- En diciembre de 2025 se realizó la valuación anual del activo, la cual refleja una reducción del 3,7% en relación con la evaluación del año anterior (-8,8 millones de dólares). Por una parte, el activo bosque cayó un 15,3% (-13,4 millones), mientras que el valor de la tierra aumentó en un 3,1% (+4,6 millones).

o Hechos salientes del período

- El 28 de noviembre de 2025 la Asamblea de Titulares con la presencia del 100% de los tenedores de Cps y con el visto bueno del comité de vigilancia, se aprobó por unanimidad la venta anticipada de dos padrones (Cerro Copetón) y sus bosques ubicados en el departamento de Florida. La superficie a vender involucra aproximadamente 2800 hectáreas con unas 1.900 hectáreas efectivas de montes de eucaliptus y el precio de la venta fue de 14,2 millones de dólares.

- En el segundo semestre de 2026 se concretó la venta y los fondos de la transacción ya están en el Fideicomiso. De acuerdo a lo establecido en la Asamblea de Titulares una parte del dinero será distribuido entre los tenedores de los CPs y otra parte destinada para cubrir el presupuesto del Fideicomiso.

- El presupuesto operativo para el 2026, proyectó ingresos brutos por US$ 14,9 millones, que estarían compuestos en un 24% por ventas de madera al mercado interno (pulpa y aserraderos), un 61% por ventas de madera de exportación y el resto por otros ingresos (pastoreos y bonos de carbono). Una vez descontados los costos operativos y los gastos, se lograría un ingreso neto apenas positivo de unos 381 mil dólares. Finalmente se prevén inversiones por aproximadamente 3,8 millones de dólares.

- En el primer semestre de 2026, según informa el operador, el Fideicomiso tuvo ingresos por 3,6, un 56% por debajo de lo proyectado y un 45% menores a lo que habían sido los ingresos brutos en el mismo período del 2025. El motivo principal de esta reducción fueron las menores ventas de exportación de pino, ya que las ventas de pulpa e incluso las ventas de pino en el mercado interno estuvieron por encima de lo proyectado. Para el año se prevé finalizar con ventas por debajo de lo proyectado y aproximadamente el 75% será por ventas al mercado interno (pulpa y madera a aserraderos locales).

Cuadro 1. Ingresos reales para el primer semestre 2026 vs 2025 (USD)

	2025	2026	Variación
Ingresos Brutos ventas domésticas	2.036.693	2.201.543	8%
Ingresos Brutos ventas exportación	4.154.044	1.149.678	-72%
Otros ingresos (pastoreo y B de carbono)	233.647	198.831	-15%
TOTAL	**6.424.384**	**3.550.052**	**-45%**

Fuente: el operador

- En lo que va del año, no se han concretado ventas de bonos de carbono.

- De la misma forma que las ventas están por debajo de la planificación, los costos operativos durante el primer semestre del año también han estado muy por debajo de lo presupuestado. La disminución de costos se refleja en todos los rubros por igual: cosecha, caminería, transporte y marcación. En el semestre los costos operativos estuvieron un 53% por debajo del mismo período del año anterior y un 68% por debajo de lo que se había planificado para el período. Se espera finalizar el año con los costos operativos en un 50% del presupuesto.

Cuadro 2. Costos e inversiones reales al primer semestre 2026 vs 2025 (USD).

	2025	2026	Variación
Costos operativos	4.997.711	2.356.937	-53%
Gastos, gerenciamiento y costos fijos	2.672.131	2.511.902	-6%
Inversiones Implantación y manejo	1.815.515	1.864.239	3%
Total	**9.485.357**	**6.733.078**	**-29%**

Fuente: el operador

- Los costos unitarios (por metro cúbico) estuvieron alineados con los de 2025.

- Los gastos, costos fijos e inversiones, estuvieron en el período razonablemente en línea con lo ejecutado en el mismo período del año anterior.

- El ingreso neto (Ingresos brutos-costos de producción-gastos generales), fue negativo en el semestre (-1,32 millones de dólares).

- En otoño de 2026 se plantaron 120 ha y está prevista la plantación de unas 118 has adicionales en primavera, para completar la superficie proyectada para este año. Se realizó también la auditoría de prendimiento de las plantaciones de otoño de 2025, alcanzándose un 92%, porcentaje superior a lo establecido en el contrato (80%).

- El comité de vigilancia informa que el Fideicomiso ha finalizado el proceso de reconversión de especies y cuenta con un patrimonio estable y ampliamente diversificado en especies y tipo de producción. El mayor desafío que presenta el Fideicomiso en la actualidad sería comercial, a los efectos de colocar su creciente producción.

3. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- Estados Contables intermedios de EF Asset Management al 30/06/2026.
- Estados Contables intermedios del Fideicomiso al 30/06/2026.
- Balance de Agroempresa Forestal al 31 de diciembre de 2025, con informe de auditoría.
- Informes trimestrales del operador, el último a junio 2026.
- Informes trimestrales del Comité de Vigilancia el último a junio de 2026.
- Calificación de los Fideicomisos Financieros Forestales Bosques del Uruguay I, II y IV realizadas por CARE y sus sucesivas actualizaciones.
- Información relevante del sector forestal.
- Modelo financiero a marzo 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 Bosques del Uruguay III, creado por contrato correspondiente de fideicomiso financiero. Este contrato, los certificados y los demás contratos citados se analizan en la presente sección.

1. Descripción general

Denominación:	Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay III
Fiduciario:	EF Asset Management Administradora de fondos de Inversión S.A.
Operador administrador:	Agro Empresa Forestal S.A.
Agente de Registro y Pago:	EF Asset Management Administradora de fondos de Inversión S.A.
Entidad Representante:	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.
Cotización bursátil:	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.
Organizador:	EF Asset Management Administradora de fondos de Inversión S.A.
Títulos emitidos:	Certificados de participación
Activos del Fideicomiso:	El Fideicomiso invirtió en la creación de un patrimonio forestal. Esto incluye la compra y/o arrendamiento de inmuebles rurales y la plantación de los montes.
Moneda:	Dólares
Importe de la Emisión:	USD 190.000.000
Fecha de suscripción:	6 de diciembre de 2016
Plazo de la emisión:	20 años. Máximo 30 años.
Distribuciones:	Según resultados acumulados de acuerdo a procedimiento establecido
Calificación de Riesgo:	BBB+.uy

2. El análisis jurídico

El análisis jurídico procura descartar cualquier eventualidad de conflictos derivados por ejemplo de la construcción jurídica, los contratos respectivos, el cumplimiento con normas vigentes, etc[5] .

El informe recorre las contingencias objetivas y subjetivas de los contratos y finalmente concluye: ***"…En conclusión y contemplando todos los aspectos involucrados, el negocio fiduciario cuenta con un razonable grado de cobertura, no advirtiendo riesgos sustanciales asociados a contingencias jurídicas en el proceso de emisión"***

3. Riesgos considerados

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

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

[5]. Ver Anexo I de la calificación original, disponible en care@care.com.uy

III. LA ADMINISTRACIÓN

Las características de la emisión hacen necesario analizar dos empresas administradoras: EF Asset Management (EFAM) en su condición de emisora y fiduciaria del fideicomiso financiero, y Agroempresa Forestal S.A. (AF) en su condición de operadora del proyecto.

1. Ef Asset Management (EFAM)

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

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

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

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

Situación económica y financiera

El análisis de los EE.CC intermedios al 30 de junio de 2026 sigue mostrando una sólida situación de solvencia.

El ratio de liquidez para el ejercicio, medido como la razón corriente, sigue estando por debajo de la unidad. Cabe recordar que el activo no corriente se compone en buena medida por los depósitos en garantía a que está obligada la firma, según normativa vigente, por los fideicomisos que administra y en consecuencia son de disponibilidad restringida. Esto explica los pasivos financieros, que son contraídos para constituir estas garantías y que una vez liberadas, los mismos son cancelados. En cuanto a la eventual necesidad temporal de fondos para atender obligaciones de corto plazo, la firma cuenta con financiamiento con partes relacionadas por lo que el riesgo de liquidez es muy acotado. Esto relativizaba la circunstancia de tener una razón corriente por debajo de la unidad como se ha mencionado.

A continuación se exponen, en forma resumida los estados de situación y resultados intermedios al 30/06/2026 y su comparativo con ejercicios anteriores.

Cuadro 3: Estado de Situación de EFAM (miles de $)			
Concepto	**30/6/2026**	**31/12/2025**	**31/12/2024**
Activo Corriente	37.699	32.193	33.440
Activo no Corriente	308.699	287.528	290.099
Total Activo	**346.398**	**319.720**	**323.539**
Pasivo Corriente	43.244	38.988	45.457
Pasivo no Corriente	269.160	250.654	249.374
Total Pasivo	**312.404**	**289.642**	**294.830**
Patrimonio	**33.994**	**30.079**	**28.708**
Total Pasivo y Patrimonio	**346.398**	**319.720**	**323.539**
Razon Corriente	**0,87**	**0,83**	**0,74**

Fuente: EE.CC EFAM

Los resultados al término del primer semestre de 2026 muestran un nivel de facturación superior respecto al mismo periodo del año anterior lo que determina un incremento en el resultado parcial.

Cuadro 4: Estado de Resultados de EFAM (miles de $)			
Concepto	**30/6/2026**	**30/6/2025**	**31/12/2025**
Ingresos Operativos	57.502	49.372	103.621
Gastos Adm. y Vtas.	(46.939)	(41.679)	(89.335)
Resultado Operativo	**10.563**	**7.693**	**14.286**
Resultados Financieros	(5.309)	(6.931)	(11.407)
Resultados antes de impuestos	**5.254**	**763**	**2.879**
IRAE	(1.339)	(381)	(1.508)
Resultado del período	**3.915**	**382**	**1.371**
Res Operativos/Ingresos	18,37%	15,58%	13,79%
Res Ejercicio/Ingresos	**6,81%**	**0,77%**	**1,32%**

Fuente: EE.CC de EFAM

Mantiene bajo su administración una importante cartera de fideicomisos en cantidad y diversidad; por lo que su idoneidad para esta función no ofrece dudas.

En consecuencia, no se advierten riesgos sobre su desempeño como administrador fiduciario.

2. Agroempresa Forestal S.A. (AF)

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

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

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

.

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

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

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

Figuras clave

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

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

Situación económica financiera

La firma cierra balance el 31 de diciembre; en la oportunidad se contó con el último cierre disponible auditado por Grant Thornton al 31/12/2025.

De acuerdo a los mismos, la firma muestra una evolución patrimonial positiva y creciente, consistente con la evolución de resultados obtenidos. Cabe destacar su participación en los 4 fideicomisos que administra, contabilizando en su activo al cierre del ejercicio 2025 un total de CP´s, emitidos por los 4 fideicomisos, por un valor del orden de USD 14 millones.

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

3. El Fideicomiso

Con fecha 22/8/2016 se celebró el contrato de fideicomiso cuya inscripción fue autorizada por el BCU con fecha 16/11/2016. El 6/12/2016 se llevó a cabo en BEVSA la colocación de USD 190 millones en Certificados de Participación (CP¨s). Los mismos se encuentran totalmente integrados en un proceso iniciado el 7/12/2016, fecha en que se realizó la primera emisión, la segunda fue la mayor (USD 161 millones) realizada el 13/2/2017 para culminar el 24/9/2018.

En los cuadros siguientes se ilustra resumidamente el estado de situación y resultados intermedios al 30/06/2026.

Cuadro 5: Estado de Situación Fideicomiso (miles USD)

Concepto	30/6/2026	31/12/2025	31/12/2024
Activo	**250.147**	**251.089**	**262.155**
Activo Corriente	10.478	7.015	8.513
Activo no Corriente	239.669	244.074	253.642
Pasivo	**27.597**	**26.274**	**23.654**
Pasivo Corriente	4.754	3.074	11.003
Pasivo no Corriente	22.843	23.200	12.651
Patrimonio	**222.550**	**224.816**	**238.501**
Pasivo y Patrimonio	**250.146**	**251.089**	**262.155**
Razón Corriente	**2,20**	**2,28**	**0,77**

Fuente: EE.CC del Fideicomiso

El patrimonio contable (USD 222.5 millones) vuelve a caer respecto al fin del ejercicio pasado debido a un semestre deficitario, no obstante sigue siendo, en términos nominales, superior a la emisión recibida de USD 190 millones.

El pasivo financiero era a junio de 2026 de USD 18.6 millones; está integrado por varios créditos bancarios que se vienen amortizando según lo previsto.

Un resumen del estado de resultados por el mismo periodo se presenta a continuación.

Cuadro 6: Estado de Resultados Fideicomiso (miles USD)

Concepto	30/6/2026	30/6/2025	31/12/2025
Ingresos operativos	3.550	6.424	10.011
Cambio de valor activos biológicos	-	-	(16.924)
Costo de los bienes vendidos	(2.364)	(5.719)	(8.784)
Resultado bruto	**1.186**	**706**	**(15.696)**
Gastos Administración y Ventas	(2.937)	(3.093)	(5.501)
Resultados Financieros	(410)	(1.269)	(1.819)
Resultados diversos	-	-	-
Resultado del periodo antes IRAE	**(2.160)**	**(3.655)**	**(23.016)**
IRAE	(105)	3.441	5.380
Resultado del periodo	**(2.265)**	**(214)**	**(17.636)**
Revaluación propiedad, planta y equipo	-	-	4.574
IRAE diferido asociado	-	-	(623)
Resultado integral del periodo	**(2.265)**	**(214)**	**(13.685)**

Fuente: EE.CC del Fideicomiso

Los ingresos operativos por ventas del semestre se explican casi exclusivamente por venta de madera y son bastante menores en comparación con el mismo periodo del año 2025. No hay imputaciones por variación en las tasaciones de los principales activos por tratarse de un cierre intermedio; éstas se harán al cierre del ejercicio en curso.

Había un boleto de reserva por la venta de unas 2.788 hectáreas propiedad del Fideicomiso de las cuales unas 1.904 hectáreas están forestadas. Como se esperaba que el negocio se concretara antes de los siguientes 12 meses a partir del cierre del semestre, estos activos fueron reclasificados pasando de ser considerados Activo no Corriente a ser considerados como Activo Corriente; el valor contable de estos activos figura como USD 10.9 millones. En buena medida explica los movimientos observados en dichos rubros (Cuadro 3). Como se describe en otra sección, en el correr del segundo semestre se concretó la venta de esas fracciones.

Riesgos considerados

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

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

Riesgo por cambio de administrador forestal, se encuentra también previsto en el contrato en función de diversos resultados, circunstancias y eventual vacancia de parte del actual presidente de AF Ing. Francisco Bonino. *Riesgo muy bajo.*

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

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y FLUJO FUTURO DE FONDOS

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

1. Evaluación de la rentabilidad de la inversión, tasa interna de retorno.

El Proyecto planteado en el prospecto original presentaba una Tasa Interna de Retorno del 9.19% para el Inversor; posteriormente el operador fue ajustando los flujos esperados. Se dispone de una actualización del flujo financiero a marzo de 2026, con datos reales a diciembre de 2025 y proyectando hasta la culminación del fideicomiso en 2036. Esta nueva actualización considera la venta del predio Cerro Copetón, lo que implica la concreción de una distribución en el correr de este año y la modificación de los flujos futuros al salir del patrimonio las plantaciones que estaban en el predio vendido (unas 1900 hectáreas de bosques de eucaliptus).

Se presentan, como en anteriores oportunidades, una serie de escenarios posibles, suponiendo distintas evoluciones de precios de madera, costos de producción y evolución del precio de la tierra a partir de 2026 y hasta la finalización del Fideicomiso. Por su parte, la calificadora estimó un escenario adicional ajustándolo a sus criterios.

Los resultados se presentan en el siguiente cuadro.

Cuadro 7: Resultados de la TIR en diversos escenarios

Escenario	TIR
1 Madera ajusta por inflación USA, más un crecimiento del 1,5%. Los costos ajustan por inflación USD UY y la tierra tiene un aumento del 0,75%.	6,55%
2 Madera ajusta por inflación USA. Los costos ajustan por Inflación USD UY, y la tierra tiene un aumento del 1,5%.	6,60%
3 Idem al 2 pero con aumento del 3% en el precio de la tierra	6,74%
4 Los precios de la madera ajustan 1,5% y de la tierra aumentan un 0,75%.	5,10%
5 Aumento precio de Tierra 0,75%	5,00%
6 Todos los factores constantes	4,90%

Fuente: El Operador

De los diferentes escenarios presentados, el que cumple con los criterios que CARE considera para realizar proyecciones razonablemente conservadoras, sería el 3, que asume los siguientes criterios:

- Los precios de los productos ajustan según la inflación de EEUU. No se proyectan aumentos reales en los precios de la madera, ni en madera con destino a pulpa ni en la sólida. Las últimas proyecciones disponibles realizadas por el Banco Mundial hacia 2035 suponían un aumento entre un 1,1 y un 1,5% anual dependiendo del origen (ver Sección V).

- El aumento en el precio de la tierra es de un 3% anual en dólares corrientes, incremento que parece razonable y conservador, siendo el valor que la calificadora en general utiliza para las proyecciones.

- Los costos internos ajustan por la inflación de Uruguay en dólares.

Por otra parte, los rendimientos proyectados se mantienen alineados al comportamiento real que se viene observando en los montes, y los precios y costos parten de los niveles actuales. El valor final de los bosques es el flujo de 20 años de ingresos futuros descontados al 8,5%, superior al utilizado en la tasación (7,5%) lo que supone un supuesto conservador.

Los ingresos del inversor son los proyectados en el nuevo flujo que comenzarían a partir de 2026 y terminarían con la liquidación del Fideicomiso en 2036.

En base a esta proyección, la TIR para todo el período del Fideicomiso en el escenario más probable sería de 6,4%, no mostrando variaciones con la del año anterior.

El escenario 6 corresponde a la TIR real, se supuso que los precios de la madera y los costos de producción se mantuvieran constantes en términos nominales durante todo el período, al igual que los precios de la tierra. En ese caso, la Tir sería de 4,9% en moneda constante.

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 al comienzo del proyecto y se mantiene hasta el final. Los inversores integraron el 95% capital en 2017 y en aquel momento a título de ejemplo, el rendimiento de los Treasury Bonds a 20 años de EEUU se ubicaba en 2,65% mientras que el rendimiento de los bonos de Uruguay a 20 años se ubicaba entre 4,3 y 4,6%.

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.

2. Cumplimiento de los estándares mínimos.

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

En este aspecto, el Comité de Vigilancia informa que se vienen cumpliendo a razonablemente las exigencias mínimas de desempeño establecidas[6] .

[6]. Cláusula 10 del Contrato de Fideicomiso

En junio de 2026, el comité de vigilancia informa que durante el primer semestre del año se cumplieron 4 de los 5 estándares mínimos

- Compra de tierras: cumplido desde el comienzo del proyecto.
- Área libre de plantación: El Fideicomiso tiene 1.270 ha libres de plantación en varios predios y condiciones. 300 ha están bajo la condición de reforestación, 800 ha están bajo la situación de "plantable futuro" (área a aprovechar una vez que se realice la reforestación en esos campos), y 100 ha bajo la situación de forestable. Cumplido.
- Prendimiento de la plantación: Los porcentajes de prendimientos de las plantaciones realizadas en otoño 2026 fueron de 92%. Cumplido
- Cumplimiento del presupuesto: Los rubros de plantación, poda, raleo, cosecha tala rasa y gastos del presupuesto deben tener variaciones menores al 25% con respecto al presupuesto presentado al CV. En primer semestre de 2026 la ejecución del presupuesto tiene desvíos mayores al 25% en ingresos y en costos operativos. Los desvíos son generados por la situación del mercado externo (mercado del pino) y sus consecuencias en las ventas y operaciones. No cumplido.
- Incremento Medio Anual de las plantaciones: Según la última medición (setiembre 2025), tanto para las mediciones realizadas en Pino, como Egrandis con destino madera sólida como pulpa los volúmenes comerciales obtenidos están sobre la curva mínima y más probable del prospecto. Cumplido.

Los principales desvíos identificados respecto del proyecto original se refieren al incremento de los costos de producción y de los gastos de administración y ventas. Estas diferencias en gran medida se explican por una evolución de las variables macroeconómicas (inflación y tipo de cambio) diferente a la que se habría proyectado, y también al incremento del precio de los insumos.

3. Riesgos asociados al desempeño productivo forestal.

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

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

El riesgo de manejo productivo es mínimo dado que está mitigado por la trayectoria y experiencia del Operador. El sector forestal en Uruguay está en una fase de madurez 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 éstas son conocidas. No obstante, por tratarse de un proyecto de largo plazo, si las especies presentaran problemas biológicos en el futuro, en el país y en la región existe una importante dotación de recursos humanos

calificados en lo que respecta a la Investigación básica y aplicada adecuada tanto en la órbita del Instituto Nacional de Investigación Agropecuaria como en la Universidad de la República (básicamente Facultad de Agronomía y Facultad de Ciencias).

Respecto de los riesgos climáticos, el más importante sería la ocurrencia de eventos extremos de sequía como el ocurrido en 2022/2023, que tiene efectos negativos y muy pocas posibilidades para mitigar. Estos riesgos son difíciles de prevenir y de estimar su impacto futuro; la fuerte sequía 2022/2023 ha permitido generar información real de los efectos que pueda generar sobre la producción forestal.

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

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

4. Resultados de la medición de parcelas permanentes

En los montes del fideicomiso se instalaron parcelas permanentes sobre bosques, distribuidas en diferentes predios. Las de pino permanecerán estables y se irán incrementando las de eucaliptos (pulpa o aserrío). El objetivo de las parcelas permanentes es la medición de dos parámetros de crecimiento de los árboles, la altura y el diámetro, que son críticas para luego estimar la producción.

Los resultados de las mediciones realizadas en setiembre 2025 muestran que el incremento medio anual (IMA) en el caso del eucaliptus (pulpa o madera de calidad), se encuentra entre la curva mínima y la curva más probable. Para el caso del pino el volumen total está siempre por encima de la curva prevista como máxima y el volumen comercial se encuentra sobre la mínima a partir de los 13 años. El descenso de volumen como consecuencia del raleo se da a los 16 años en lugar de a los 13 como estaba previsto en las curvas del prospecto ya que fue realizado unos años más tarde.

5. Tasación de la Tierra y los Montes Forestales

Se presentó a diciembre de 2025 la tasación anual de tierra y plantaciones del Fideicomiso, que fue realizada por las mismas empresas que tasaron en 2024, la tierra fue tasada por Consur UIT y los montes por Indufor.

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

La metodología aplicada para el caso de los montes forestales (madera) fue una combinación entre un enfoque de compras comparadas y una valoración del activo forestal utilizando el método de flujo de fondos descontado a una tasa del 7,5% y asignándole el pago de una renta teórica a la tierra. El valor asignado a través de esta metodología para los bosques forestales fue de 74,31 millones de dólares, lo que implicó una reducción de un 15,3% respecto del año anterior.

Por su parte, la evaluación de la tierra arroja un valor de 154,29 millones de dólares, lo que resulta en un valor promedio de USD 3.412/ha, mostrando un aumento de un 3,1% respecto del año anterior. La tierra se valora combinando tres conceptos: la evolución histórica del precio de la tierra, el valor real de mercado de predios similares que fueron comercializados y las características generales de los predios (tipo de suelo, area efectiva de plantación, ubicación geográfica y superficie de bosque nativo).

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

Cuadro 8: Evolución de la valuación de la tierra y plantaciones

	Millones de dólares
2016	150,8
2017	168,4
2018	179,0
2019	145,7
2020	115,0
2021	194,6
2022	214,5
2023	230,6
2024	237,4
2025	228,6
Tasa anual de crecimiento 2025/2016	***4,7%***

Fuente. Care en base a las tasaciones

No se considera créditos de carbono ni ingresos por pastoreos.

La tasación de 2025 estimó un valor total para los activos al 31 de diciembre de 2025 de 228,6 millones de dólares, un valor un 3,7% inferior al del año anterior. Más allá de la reducción del activo en 2025, la evolución muestra una tendencia creciente, el cual punta a punta viene creciendo a un 4,7% acumulativo anual explicado en mayor medida por el crecimiento de los montes.

En el siguiente cuadro se presentan los resultados de la tasación 2025, desagregada en los diferentes componentes y se compara con la del año anterior.

Cuadro 9. Tasaciones por concepto en millones de dólares					
	2022	2023	2024	2025	Variación
Producción de madera	80,76	92,01	87,70	74,31	-15,3%
Pastoreos	3,02	3,13	-		
Valor de la Tierra	133,72	138,56	149,70	154,29	3,1%
Total	***217,50***	***233,70***	***237,40***	***228,60***	***-3,7%***
Créditos de carbono	27,60	25,93	22,50	26,20	16,4%

Fuente: Care en base a las tasaciones 2022 a 2024
Nota: en 2025 el tasador estima que podría haber 26,2 MM en bonos de Carbono, pero metodológicamente entiende que no corresponde considerarlo.

Si bien estos valores no consideran el valor del carbono futuro, el tasador reporta que podría ser de 26,2 millones de dólares. La tasa de descuento aplicada a los ingresos por carbono es la misma que la aplicada a los montes forestales.

Las tasaciones de las plantaciones refieren a una fotografía al 31 de diciembre de los bosques existentes a esa fecha, por lo tanto respecto de la tasación del año anterior consideran el crecimiento biológico de los árboles, la variación en el número de hectáreas, ajustes de precios de la madera y costos de producción, etc.

Los principales factores que contribuyeron a la leve caida en la tasación de los montes se explica por lo siguiente:

- El principal impacto negativo es por un cambio en los rendimientos. Se modificaron las tablas de rendimiento a los rodales tras una reevaluación.
- El aumento general de los costos también contribuye a la disminución del valor, especialmente los gastos generales (en particular, los de mantenimiento y protección contra incendios).

6. Riesgos considerados:

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

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

V. EL ENTORNO

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

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

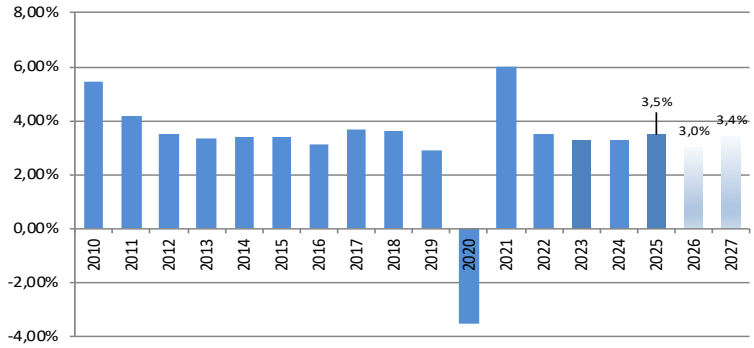
Dado el plazo extendido de las proyecciones que se corresponde a la naturaleza de los proyectos forestales, el análisis de entorno se expresa en términos de grandes tendencias vinculadas a la evolución del precio de la madera y de la tierra.
Con relación a la política sectorial del país, en julio de 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 78% 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 de calidad de eucaliptus y de pino. Como ya fuera comentado el plan de negocios supone la sustitución de los pinos por eucaliptos manejados para la obtención de madera de calidad. Si bien el objetivo de largo plazo será la madera sólida de eucalipto el patrimonio adquirido tenía en un principio poco más de un 50% plantado con pino, los que se han ido comercializando durante los primeros años, pero aún queda aproximadamente un 35% de pino. Finalmente, como en todos los proyectos forestales hay superficies plantadas con destino a celulosa y también tienen ese destino los raleos y desechos comerciales de los montes de calidad.

La Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura (FAO), en su informe "Perspectivas del sector forestal mundial 2050"[7] 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

[7]. 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.

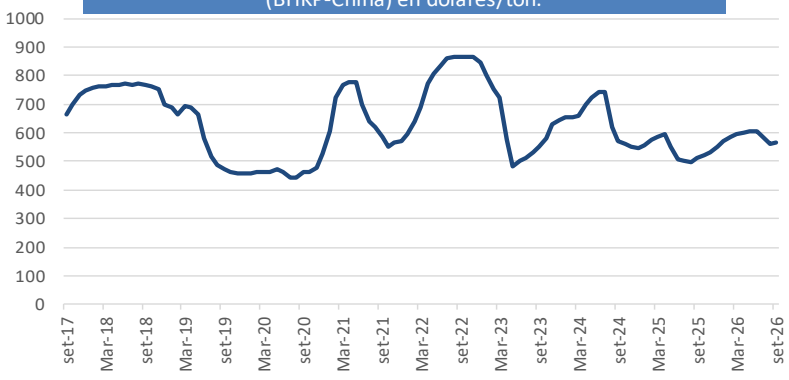
Evolución histórica de los precios

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[8] (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[9] 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

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

[9]. Valor FOB de exportación/toneladas exportadas

futuras reducciones en los valores. La producción y las existencias globales de pulpa muestran una ligera tendencia a la baja, con una demanda estable 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)

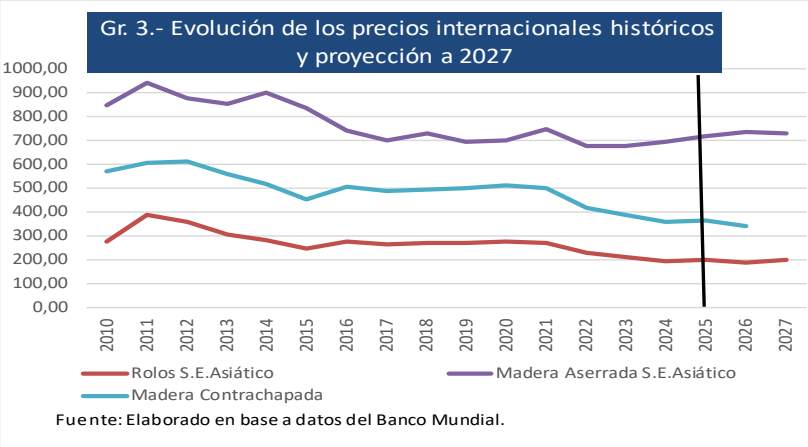
No se dispone de información que proyecte las perspectivas de la evolución de precios internacionales para la celulosa para el largo plazo. En los últimos 10 años el incremento anual del precio internacional de la celulosa de fibra larga (NBSK) fue del 3,6%, mientras que la de de fibra corta no habría 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[10] . 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.

[10]. 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 10. 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.

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

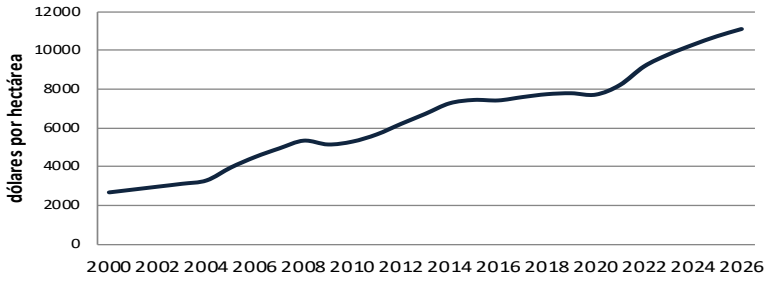
En lo que respecta al precio de la tierra en Estados Unidos, en lo que va del siglo XXI se observa una continua fase ascendente, con alguna excepción (2009 y 2015) en donde se verificaron mínimas reducciones, pero que no modifican la tendencia. El precio en Estados Unidos cayó únicamente en los primeros 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[11] 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

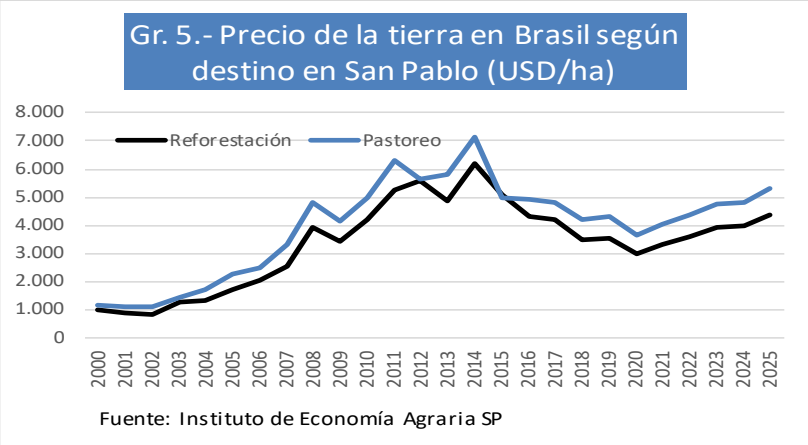


Fuente: USDA Land Prices (Agosto 2026)

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.

[11]. 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[12] . 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 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

[12]. 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

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).

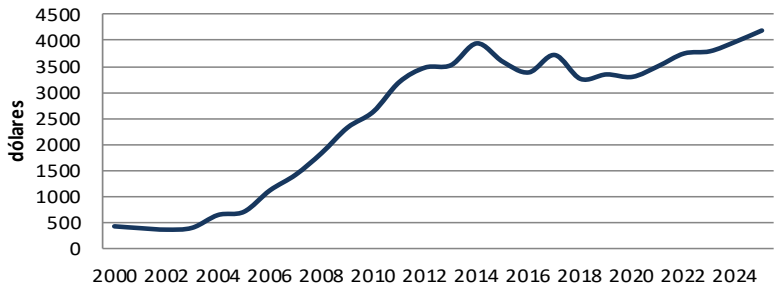
El mercado de campos en Argentina mantiene su atractivo, respaldado por la firmeza en la demanda, la diversificación de intereses y un entorno macroeconómico que, si se consolida, podría fortalecer aún más la ponderación de los activos rurales. La clave parece estar en garantizar la previsibilidad jurídica 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[13] , 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 (20%), 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% (en dólares corrientes) para los años que restan, 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.

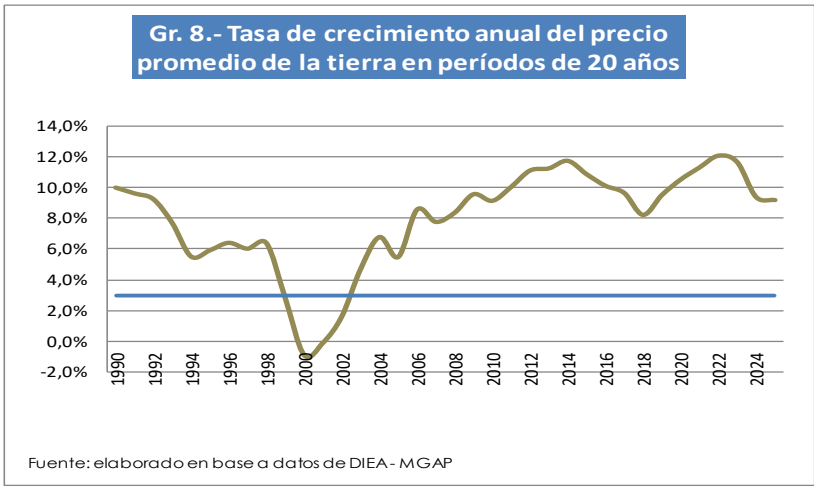
Para ello CARE analizó con la información de los precios de la tierra (en dólares corrientes) de una serie de más de 50 años (1970 a 2025) la variación anual en períodos de 20, en donde se observa lo siguiente:

- 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% para el caso de los campos que se vendieran en 1999 y 2002, o sea que se hubieran comprado en 1979 y 1982.
- Para el resto del período, el crecimiento anual del precio de la tierra supera siempre el 3%.

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

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

[13]. 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.

[19]. SERAGRO, Agroclaro, Consur y operadores privados

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.

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.*

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

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

Comité de Calificación







Ing. Agr. Adrían Tambler

[14] . *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. ***El signo de + indica que la calificación se acerca más a la categoría superior de acuerdo al puntaje. Grado de inversión mínimo***.