

CARE

CALIFICADORA DE RIESGO

**ACTUALIZACIÓN DE
CALIFICACIÓN DE RIESGO DE
CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN
EN EL DOMINIO FIDUCIARIO
DEL “FIDEICOMISO FINANCIERO
FORESTAL MONTES DEL ESTE”**

Montevideo, abril de 2026

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
25	V EL ENTORNO
39	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

Actualización de Calificación Oferta Pública 01 - abril - 2026

Denominación:	Fideicomiso Financiero Forestal Montes de Este
Fiduciaria:	TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión SA
Operador:	Cambium Forestal Uruguay S.A
Agente de Registro y Pago:	TMF Uruguay AFISA
Entidad Representante:	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.
Títulos emitidos:	Certificados de participación
Moneda:	Dólares americanos
Importe de la emisión:	USD 56.500.000
Fecha de la suscripción:	23 de junio de 2014.
Plazo:	23 años
Distribuciones:	Según resultados acumulados de acuerdo a procedimiento establecido
Activos del Fideicomiso:	Los inmuebles, los bosques y las mejoras e inversiones realizadas en aquellos, entre otros.
Vigencia:	30 de noviembre de 2026
Comité Calificación:	Martín Durán, Julio Preve y Adrián Tamber
Calificación de Riesgo:	BBB+.uy
Manual Utilizado:	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por terceros ¹

¹. Disponible en www.care.com.uy

Resumen General

CARE ha actualizado la calificación de los certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero Forestal Montes del Este manteniendo la nota BBB+.uy

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 apreció en el informe jurídico anexo a la calificación original y ratificada en el correr del tiempo.
- Un proyecto que desde el punto de vista físico y económico, supera diversas pruebas; y al mismo tiempo se destaca por el nivel de cobertura de múltiples variables consideradas. La última actualización del flujo financiero fue presentada por el operador con información real a diciembre de 2024, estimándose una TIR de 7,3% para el escenario que considera los criterios de la calificadora para realizar proyecciones a largo plazo, porcentaje que compara satisfactoriamente con el costo de oportunidad estimado para esta actualización.
- La empresa muestra capacidad de llevar adelante el proyecto, posee una sólida reputación nacional e internacional, con clientes de primera línea, y se somete a diversos controles de gestión. Se destaca que la misma empresa lleva adelante otros dos Fideicomisos (Terraligna y Boschetto) con similares características a éste, los cuales se vienen desarrollando sin mayores inconvenientes, y están calificadas también por CARE con grado inversor. Al 30 de junio de 2025 el operador contaba con un inversión acumulada total de 3,7 millones de dólares en CPs entre los tres fideicomisos.
- Las compras de tierra finalizaron en 2018 y se realizaron en forma razonablemente alineadas con lo proyectado. Asimismo también han culminado las inversiones en las plantaciones forestales, lográndose mayores superficies a las proyectadas originalmente. El precio de compra fue algo mayor al previsto –aunque consistente con los supuestos establecidos en el Prospecto de Emisión-, pero se compensó con un mayor porcentaje de área forestable, tal como se detalla más adelante. Los principales desvíos respecto de lo proyectado refieren a un mayor plazo para la instalación de los montes, lo que se explicó básicamente por la demora en los trámites para la obtención de las autorizaciones por parte de la Dirección Forestal del MGAP o DINACEA (ex DINAMA).
- A diciembre de 2025 el fideicomiso tiene en propiedad 10.827 hectáreas en 24 predios, en los que hay plantadas unas 6.900 hectáreas de montes forestales, la mayor parte de las cuales tienen como destino la producción de madera de calidad de eucaliptus (85%). En el 2025 se plantaron 145 hectáreas para alcanzar un aprovechamiento del 64%. Se realizaron podas y actividades de mantenimiento de los montes, se concretaron también algunas ventas marginales de madera y bonos de carbono.

- Para el total del año el ingreso bruto por ventas de madera fue de unos 81 mil dólares, un 21% inferior a lo estimado en el presupuesto. El comité de vigilancia informa que dicho monto es muy inferior a lo establecido en el prospecto, diferencia que se explica por el diferimiento de raleos que estaban previstos comenzar en el año 2025. Respecto de los bonos de carbono, los ingresos netos de 2025 terminaron siendo negativos, ya que se vendió menos de lo previsto y se pagó la remuneración adicional acordada con el operador, de las ventas de los años anteriores.
- Los informes de la empresa operadora del proyecto (Cambium Forestal Uruguay S.A.), los del Fiduciario y los del Comité de Vigilancia, estarían mostrando que los aspectos productivos estarían alineados o mejoran lo establecido por el prospecto de emisión, no obstante, el atraso en los raleos y las dificultades para la venta de trozas de pulpa y de bonos de carbono, vienen demorando la obtención de flujos de caja positivos.
- Se presentó a diciembre de 2025 una nueva tasación de las tierras y bosques del Fideicomiso, estimando un valor de 72,1 millones de dólares, lo que representa un aumento de un 0,7% respecto de la tasación realizada el año anterior. La tasación fue realizada por una empresa diferente a los tres años anteriores (Tripan). El patrimonio que surge de los estados contables del fideicomiso al 31 de diciembre de 2025 era de USD 67,5 millones, valor superior, en términos nominales, a la emisión recibida de USD 56,5 millones.
- Se estima que el crecimiento del consumo de productos madereros será mayor al aumento de la población mundial, impulsado por el aumento de la demanda proveniente de los países de ingresos bajos y medios. La mayor demanda deberá ser atendida aumentando la productividad a través de la gestión forestal sostenible en los bosques y deberá estar alineada con las crecientes exigencias ambientales. 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 (celulosa y madera sólida de eucaliptus y de pino), han mostrado un comportamiento muy variable en los últimos años, como consecuencia de efectos coyunturales (pandemia, conflictos bélicos, guerras comerciales, etc.). En particular, el año 2025 se ha caracterizado por el impacto y la incertidumbre generada por las tarifas aplicadas por EE. UU. Los conflictos geopolíticos recientes muy probablemente también tendrán en el corto plazo efectos sobre los precios y su volatilidad.

- 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. No obstante, la presente administración podría promover la implementación de algunos cambios en el marco regulatorio de la actividad, tendientes a limitar el uso del suelo para la forestación, con posibles mayores efectos sobre el sector. 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

- Alcance y marco conceptual de la calificación

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

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 no obstante una recomendación o una garantía de CARE para los 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 juicio².

El marco conceptual de esta actualización supone un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica el desempeño esperado del fideicomiso, su capacidad de generar en el tiempo utilidades, conforme al proyecto de ejecución del negocio forestal que su administración está mandatada a realizar. Admitido el rango de TIRs derivado de múltiples simulaciones como razonable para el proyecto en la primera calificación, las siguientes no se vinculan estrictamente con la obtención de estas cifras. En efecto, no se trata en este caso de una emisión con compromiso de rentabilidad fijo. Por 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.

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 Durán Martínez, Julio Preve Folle y Adrián Tamblor. Asimismo recurre regularmente cuando lo entiende necesario a la realización de informes de campo.

- Antecedentes generales y hechos salientes del período

a. Antecedentes generales

El objeto principal del "Fideicomiso Financiero Forestal Montes del Este" es: **(a)** la emisión de los Certificados de Participación y su suscripción por parte de los Beneficiarios según términos y condiciones que surgen del Contrato de Fideicomiso y del Documento de Emisión (etapa cumplida), **(b)** la implementación del Proyecto Productivo que consiste básicamente en un proyecto de inversión que crea un Patrimonio Forestal en Uruguay, para la producción de madera sólida de calidad y con destino a la comercialización

² CARE no se responsabiliza por el uso que de este informe se haga por parte de terceros con otros fines para el que fue elaborado, máxime cuando se tomen del mismo aspectos parciales que distorsionen su real sentido

en el mercado uruguayo e internacional, y **(c)** la distribución de los fondos resultantes de tal implementación del Proyecto entre los Titulares, en la forma que se establece en el Contrato de Fideicomiso.

- La emisión fue de 56,5 millones de dólares con entregas diferidas según detalla el artículo 3.3.2 del contrato de Fideicomiso. Con fecha 22 de junio de 2018 se llevó a cabo la quinta y última integración de Certificados de Participación del Fideicomiso Financiero Forestal Montes del Este.
- Se han adquirido un total de 24 establecimientos, con una alta a muy alta aptitud forestal, ubicados en el noreste y este del país, en los departamentos de Treinta y Tres (46%), Cerro Largo (29%), Tacuarembó (18%) y Rivera (7%).
- El 12 de febrero de 2020 se recibió el certificado FSC (Forest Stewardship Council) para Montes del Este, lo que acredita el cumplimiento de los principios y criterios de este organismo. La certificación fue emitida a través de GFA Certification, la cual auditará y visitará al Fideicomiso una vez al año, por un período de 5 años. En setiembre de 2024, el Fideicomiso fue evaluado por GFA Certification GmbH por segunda vez y se recertificó FSC por cinco años más. Dicha resolución asegura que el proyecto está certificado internacionalmente en términos de buenas prácticas y manejo sustentable, por lo que tiene derecho a utilizar la marca registrada FSC para los productos y/o servicios de manejo forestal.
- En la primavera de 2020 se culminó finalmente con la etapa de plantación, que estuvo levemente demorada por problemas en la obtención de las autorizaciones ambientales.
- El proyecto original preveía la compra de 10.000 hectáreas y la plantación de 6.000 hectáreas de bosques. El proyecto finalmente adquirió 10.827 hectáreas y se terminarán plantando unas 6.900 hectáreas de montes. Este aumento del área total y hectáreas forestadas, se debe a la decisión que se tomó en diciembre 2017 de forestar 1.000 has adicionales, debido al excedente de fondos obtenidos por algunos ahorros y por un menor pago del impuesto al patrimonio. Eso fue posible también porque las tierras adquiridas permitieron una mayor proporción de tierras forestables (64% en vez del 60% previsto).
- Los ingresos brutos totales del fideicomiso descontados a una tasa del 6,7%³ anual corresponderán un 15% al valor de la tierra, un 2% a los pastoreos, 4% a bonos de carbono y un 79% a ventas de madera (tala rasa y raleos comerciales).

³. Se estimó en base al flujo financiero presentado por el fiduciario a diciembre de 2024 siendo 6,7% el costo de oportunidad estimado por CARE para el promedio entre 2016 y 2021.

Cuadro 1. Superficie plantada por área y destino a diciembre 2025

	Destino	Hectáreas
Eucaliptus	Aserrío	5.759
Eucaliptus	Pulpa	661
Pino	Aserrío	470
Otras especies		17
Total Forestado		6.907
Superficie total		10.827
Porcentaje forestado		63,8%
Area forestable		32

Fuente: El Operador

- En 2022 el fideicomiso debió recurrir a financiamiento bancario explicado en gran medida por atrasos en algunos ingresos previstos.
- El 28 de junio de 2023 se realizó una asamblea de beneficiarios (11a) para modificar el artículo 4.4 literal (C) del Contrato del Fideicomiso, a efectos de que no fuera obligatorio cambiar todos los años al tasador, pudiéndose considerar el mismo hasta tres años seguidos. Dicha modificación se realizó por iniciativa del operador, para bajar costos y tener una mayor coherencia en la valuación de los inmuebles y bosques.
- A partir del 2023 la firma auditora del Fideicomiso pasó a ser Ernst & Young Uy SRL, sustituyendo a Deloitte.
- Luego de que se lograra la certificación para emisión de los Bonos de Carbono por parte de la empresa Verra⁴, en el año 2023 se comenzó con el proceso de comercialización. En 2023 se comercializaron las primeras 11.500 toneladas de carbono por unos 85,5 mil dólares.
- En junio de 2025 la Asamblea de Beneficiarios se modificó los Contratos de Fideicomiso y de Administración Forestal con el objetivo de incorporar nuevas funciones a cargo del Comité de Vigilancia, entre las cuales se incluyen: **(I)** la facultad de aprobar o rechazar donaciones del Patrimonio Fiduciario, a los efectos de cumplir con los objetivos sociales o ambientales de estar certificado FSC; **(II)** asistir al Operador en el mantenimiento de la Certificación Forestal; **(III)** apoyar al Operador y al Fiduciario en el marco de la valuación de los CPs; y **(IV)** asistir a los Beneficiarios en el proceso de Enajenación de Inmuebles. Asimismo, se designó al Sr. Pablo Tarigo como único miembro del Comité de Vigilancia.

b. Hechos salientes del período

- En el cuarto trimestre de 2025, el administrador presentó el presupuesto y plan operativo para el año 2026, el cual prevé el mantenimiento de las plantaciones de 2025, la poda de unas 720 hectáreas, la venta de unos 130 mil m³ de madera y la eventual venta de casi 600.000 toneladas de bonos de carbono. La comercialización de madera está sujeta a la recuperación de los precios en el mercado interno. De cumplirse el presupuesto en 2026, el ingreso neto sería positivo (+2,5 MM), alcanzaría para cubrir las inversiones (-0,45 MM), y habría un saldo de 2,1 millones de dólares.

En el siguiente cuadro se presenta el presupuesto de ingresos, costos e inversiones para el año 2026.

⁴ Empresa internacional que realiza las certificaciones de balance de carbono. Gestiona el principal programa de mercados voluntarios de carbono: Verified Carbon Standard (VCS).

Cuadro 2. Presupuesto para 2026 (en miles de USD)

	Presupuesto
Ingresos Madera	1.730.525
Ingresos Pastoreo	163.618
Ingreso Bonos de carbono	1.894.117
Ingresos Brutos Totales	3.788.260
Otros gastos operativos	-84.090
Gastos generales Forestación	-325.536
Gerenciamiento	-633.539
Gastos de Administración	-202.449
Total gastos	-1.245.614
Ingreso Neto	2.542.646
Mantenimiento	-26.250
Raleos y control brotes	-80.349
Podas	-350.453
Total inversiones	-457.052
Ingreso neto-inversiones	2.085.594

Fuente: el operador

- El Fideicomiso aún se encuentra en la etapa de crecimiento de los montes, motivo por el cual los ingresos por concepto de ventas de madera siguen siendo por el momento marginales y responden a raleos o cortes de áreas con problemas (sanidad, sequía).
- En 2025 se reforestaron unas 145 hectáreas, levemente por encima de lo planificado (128 has), con un costo por hectárea plantada 11% inferior a lo estimado en el presupuesto. Por otra parte, se podó una superficie 52% inferior a lo proyectado a un precio levemente mayor. De esta forma, el total de las inversiones estuvo un 31% por debajo del presupuesto.

Cuadro 3. Inversiones: Presupuestadas y ejecutadas para 2025 (en miles de USD)

	Presupuesto	Realizado	Variación
Plantación	186	187	0,5%
Poda	401	202	-49,6%
Control malezas	18	23	27,8%
Control regeneración	2	3	50,0%
Control hormigas	7	7	0,0%
TOTAL	614	422	-31,3%

Fuente: Comité de Vigilancia

- Para el total del año el ingreso bruto por ventas de madera fue de unos 81 mil dólares, un 21% inferior a lo estimado en el presupuesto, valor que estaría muy por debajo del prospecto (5,0 millones). Esta diferencia en los ingresos se debe al diferimiento en las operaciones de raleo que estaban previstas comenzar en el año 2025. Por su parte, los ingresos netos por venta de bonos de carbono, estuvieron muy por debajo de lo presupuestado (5% de lo presupuestado) y terminó siendo negativo (-600 mil dólares) debido al pago de la remuneración adicional acordada con el operador, que corresponde a lo vendido entre 2003 y 2005).

- Las ventas de bonos de carbono correspondientes a la primera emisión están prácticamente finalizadas, si bien queda un stock de 113 mil t de CO2 para vender, no hay demanda en el mercado debido a su antigüedad. Para la segunda emisión, debido a un atraso en la fase final de aprobación por parte de Verra, se atrasó la venta, que podría ocurrir en 2026. Hay un stock de casi 600 mil t de CO2, que podrían generar un ingreso del orden de USD 2 millones para el año 2026.

En el siguiente cuadro se presenta el resultado financiero de 2025 y su comparación con lo presupuestado.

Cuadro 4. Resultado Financiero: Presupuestado y ejecutado para 2025 (en miles de USD)			
	Presupuesto	Realizado	Variación
Ingresos Madera	101.796	80.389	-21,0%
Ingresos Pastoreo	166.435	161.578	-2,9%
Ingreso Bonos de carbono	1.087.985	-595.231	-154,7%
Ingresos Brutos Totales	1.356.216	-353.264	-126,0%
Gastos generales Forestación	384.754	283.861	-26,2%
Gerenciamiento	636.913	633.539	-0,5%
Gastos de Administración	427.833	220.317	-48,5%
Total gastos	1.449.500	1.137.717	-21,5%
Resultado del Plan Operativo	-93.284	-1.490.981	

Fuente: el operador

- El resultado del plan operativo para 2025 proyectaba una pérdida de 93 mil dólares y finalmente fue de casi 1,5 millones. Esta caída en el resultado se explica principalmente por la reducción en los ingresos por venta de bonos de carbono y por el pago de la remuneración adicional por las ventas correspondientes a los años 2023 y 2024.
- El comité de vigilancia informa que el fideicomiso presenta indicadores de producción que están alineados o mejoran lo establecido por el prospecto de emisión, pero las dificultades para la venta de trozas de pulpa y de bonos de carbono estarían afectando el flujo de caja del fideicomiso.
- En el tercer trimestre del año 2025 hubo daños por viento en varios predios del Fideicomiso. El operador informa que se han definido zonas según el nivel de daño, las de mayor afección serán cosechadas a modo tala rasa y se espera que rebroten. En las zonas de menor daño se sacarán los árboles caídos y quebrados dejando en pie los restantes, a modo raleo. Los predios estaban asegurados, y se están negociando los valores del recupero.
- A fines de diciembre de 2025 se presentó la tasación anual de tierras y montes del Fideicomiso, que fue realizada por una empresa diferente a la que tasó en los tres años anteriores. En esa oportunidad el resultado fue de 72,10 millones de dólares, un 0,7% mayor respecto de la tasación realizada el año anterior. Este leve aumento del valor de los activos se explica por un crecimiento del valor de los montes forestales del 1,1%, y un incremento en los precios de la tierra del 0,2%.

3. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- Estados Contables de Cambium al 30/6/2025
- Estados Contables intermedios del Fiduciario al 30/06/2025.
- Estados Contables del Fideicomiso al 31/12/2025.
- Informes trimestrales del Comité de Vigilancia, el último a diciembre de 2025
- Informes trimestrales del Fiduciario, el último a setiembre de 2025
- Informes trimestrales del operador, el último a diciembre de 2025.
- Información relevante del sector forestal.
- Informes de calificación de otros fideicomisos análogos.
- Tasaciones de tierras y bosques del Fideicomiso a diciembre 2025 (Tripan).

II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

Se ofrecieron en oferta pública certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero Forestal Montes del Este, 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 Montes del Este

Fiduciaria: TMF Uruguay AFISA

**Operador
administrador:** Cambium Forestal Uruguay S.A.

**Agente de
Registro y Pago:** TMF Uruguay AFISA

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

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

Organizador: Protasi y Asociados

**Títulos
emitidos:** Certificados de participación

**Activos del
Fideicomiso:** Fondos producto de la emisión y patrimonio forestal creado a partir del cumplimiento del plan de negocios.

Moneda: Dólares

Plazo: 23 años

**Fecha de
suscripción:** 23 de junio de 2014.

**Importe de
la Emisión:** USD 56.500.000

Distribuciones: Según resultados acumulados de acuerdo a procedimiento establecido

**Calificación
de Riesgo:** BBB+.uy

El análisis jurídico

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

La conclusión del informe fue: ***“A modo de síntesis y contemplando todos los aspectos involucrados, se aprecia un razonable grado de cobertura, no advirtiéndose riesgos sustanciales asociados a contingencias jurídicas en el proceso de emisión proyectado”.***

1. 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, y dado además el tiempo transcurrido sin conflictos, 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 bajo.*

III. LA ADMINISTRACIÓN

Las características de la emisión hacen necesario analizar dos empresas administradoras: TMF Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A. en su condición de emisora y fiduciaria del fideicomiso financiero, y Cambium Forestal Uruguay S.A. en su condición de operadora del proyecto. Se trata de evaluar la capacidad de gestionar un patrimonio para lograr el cumplimiento de las obligaciones de administración que se establecen en el contrato que constituye el fideicomiso. Ambas firmas fueron analizadas exhaustivamente en ocasión de la calificación original y su idoneidad y solvencia para llevar adelante la tarea de administrar este negocio se considera comprobada. El seguimiento de las mismas realizado por CARE confirma el juicio emitido oportunamente, no obstante se reiteran y actualizan los principales conceptos tenidos en cuenta.

1. TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A.

TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A. tiene por objeto la administración de fondos de inversión de acuerdo con lo establecido en la Ley No. 16.774, a su vez puede actuar como fiduciario en todo tipo de fideicomisos, de acuerdo con la Ley No. 17.703.

Con fecha 28 de junio de 2011 se produjo la fusión de la estructura de las principales participaciones de Equity Trust Group y el grupo de compañías encabezadas por la sociedad limitada de origen holandés TMF Group Hold Co B.V. ("Grupo TMF"). La Sociedad forma parte del Grupo TMF siendo su único accionista y controladora directa Equity Trust (Netherlands) B.V. hasta el 25 de abril de 2014 fecha en la que el Directorio de la Sociedad, producto de la fusión por absorción mencionada anteriormente, resolvió emitir título accionario a favor de TMF Group B.V. pasando a ser este último, el único accionista y controlador directo de la Sociedad.

TMF Uruguay

TMF Uruguay AFISA está autorizada por el Banco Central del Uruguay para desarrollar actividades como fiduciario financiero en Uruguay desde el 3 de mayo de 2007. Es una sociedad anónima uruguaya independiente, de capitales privados, cuyo único accionista es TMF Group B.V. según consta en los registros del BCU.

De acuerdo al Acta de Asamblea Extraordinaria de Accionistas del 3 de julio de 2012 se resolvió el cambio de estatutos de la Sociedad sustituyendo el nombre de Equity Trust Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A. por su denominación actual. La reforma de estatutos fue aprobada por la Auditoría Interna de la Nación en enero de 2013 e inscripta en el Registro Público de Comercio el 25 de febrero de 2013 siendo publicado en el Diario Oficial el 3 de abril del mismo año.

Un resumen de los principales rubros del estado de situación y resultados al cierre intermedio del 30/06/2025 y su comparativo con cierres anteriores se presenta en los cuadros siguientes.

Cuadro 5: Estado de Situación (en miles de \$)

Concepto	30/6/2025	31/12/2024	31/12/2023
Activo	165.019	166.002	154.995
Activo Corriente	36.530	27.197	30.141
Activo no Corriente	128.489	138.805	124.854
Pasivo	134.537	138.589	130.795
Pasivo Corriente	25.263	18.881	23.879
Pasivo no Corriente	109.274	119.709	106.916
Patrimonio	30.483	27.412	24.200
Pasivo y Patrimonio	165.019	166.002	154.995
Razón Corriente	1,45	1,44	1,26

Fuente: EE.CC TMF

Cuadro 6: Estado de Resultados (en miles de \$)

Concepto	30/6/2025	30/6/2024	31/12/2024
Ingresos operativos	20.709	18.447	37.756
Costo Servicios Prestados	(4.844)	(3.879)	(7.806)
Resultado Bruto	15.865	14.568	29.949
Gastos Administración y Vtas.	(5.752)	(7.716)	(15.388)
Resultado Operativo	10.113	6.852	14.561
Resultado Financiero	(7.043)	(4.034)	(7.041)
IRAE	-	(2.441)	(4.307)
Resultado del Periodo	3.070	377	3.213

Fuente: EE.CC TMF

Como se desprende de los cuadros precedentes, la firma mantiene patrimonio positivo. Se destaca que TMF forma parte de un grupo empresarial mucho más amplio y mantiene transacciones significativas con empresas de dicho grupo; por lo tanto los resultados que acá se exponen no son necesariamente indicativos de los resultados que hubiera obtenido de no ser así.

Al cierre del primer semestre de 2025, TMF Uruguay AFISA mantiene la administración de varios fideicomisos financieros (tanto de oferta pública como privada) que operan en diversas áreas y varios fideicomisos de administración y garantía.

Se concluye entonces que la firma posee la organización y el respaldo necesarios para llevar adelante la tarea de administradora fiduciaria de este emprendimiento.

2. Cambium Forestal Uruguay S.A.

Se trata en este caso de la evaluación acerca de su capacidad de ejecutar el proyecto productivo. CARE ha formado su juicio a través de distintas fuentes tal como se comentara detalladamente en el informe de calificación original. Su desempeño en la gestión operativa de este patrimonio forestal y otros análogos, también calificados por CARE, es desde entonces la principal fuente de evaluación; en la medida que no surjan novedades que ameriten cambiar dicho juicio, no se considera necesario reiterar acá los detalles de aquel análisis. Parte del seguimiento realizado refiere a su situación económica financiera en tanto asegura su continuidad en la gestión correspondiente.

Antecedentes

Cámbium Forestal Uruguay S.A. es un Operador Forestal Independiente, propiedad de la empresa chilena Cambium S.A., con base en la ciudad de Concepción, Chile formada en el año 2005.

En Uruguay, Cámbium Forestal Uruguay S.A. está presente desde el año 2007, tiene su oficina matriz en Montevideo y administra la propiedad de cuatro empresas, dedicadas al manejo de plantaciones forestales, tanto con objetivos de madera sólida (pino tadea y eucaliptus grandis), como de madera pulpable (eucaliptus globulus, maidennii y dunnii). En total administra unas 140 mil hectáreas distribuidas en casi 200 propiedades en 10 departamentos en el norte, centro y sur este del país.

En particular la sociedad administra el patrimonio de tres fideicomisos, éste y otros dos de análoga naturaleza también calificados por CARE y que hasta el momento se vienen desempeñando sin contratiempos. En conjunto se trata de tres emisiones de oferta pública por casi USD 197 millones para adquirir y realizar una explotación forestal en unas 40 mil hectáreas. En todos ellos, además, participa del riesgo del negocio a través de la adquisición de CP's; al 30/6/2025 contaba con una inversión total de unos USD 3.7 millones.

A la fecha los accionistas directos de Cambium Forestal Uruguay S.A. son Cambium Ltda., una sociedad de responsabilidad limitada constituida en la República de Chile, con un 99,9% de tenencia accionaria y Cambium S.A., una sociedad anónima constituida en la República de Chile con un 0,1% de tenencia.

Cambium Forestal Uruguay S.A. cuenta con una organización descentralizada con diversas gerencias según área del país que cubren, básicamente el este y noreste del territorio nacional. En Uruguay subcontrata la mayoría de los servicios vinculados a la plantación y mantenimiento de las mismas limitándose a una supervisión de los trabajos a través de un equipo profesional propio y altamente calificado.

. A su vez, Cambium subcontrata en Uruguay a CPA Ferrere la función de contabilidad y finanzas y a Ferrere Abogados la función de asesoría legal.

La Gerencia General es desempeñada por Simón Berti. Ingeniero Forestal, con más de 40 años de experiencia en el Sector Forestal e Industrial Maderero

Situación económica y financiera

En cuanto a la evaluación de la capacidad económica y financiera de Cambium se tienen en cuenta sus estados contables. La firma cierra balance los 30 de junio; el último cierre disponible correspondió al 30/6/2025 y del mismo no surge nada que permita suponer riesgo alguno para su continuidad.

A juicio de CARE la firma presenta una situación de solvencia que no permite suponer dificultades que pongan en riesgo la administración de esta operación.

Por otra parte, el grado de cumplimiento del plan de inversiones es un buen indicador del correcto desempeño del operador; en ese sentido, como se informa en otra sección, Cambium viene cumpliendo satisfactoriamente con el mismo.

3. El Fideicomiso

El 23 de junio de 2014 se llevó a cabo en la Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A., la colocación de 5.650 Certificados de Participación emitidos por el Fideicomiso por un valor nominal de USD 10.000 cada uno.

De la totalidad de dichos certificados, 5.645 fueron adjudicados a beneficiarios institucionales y 5 fueron adjudicados a Cambium Forestal Uruguay S.A., con quienes se celebraron los correspondientes Compromisos de Integración en los cuales se establecieron los montos, plazos y condiciones para la integración de los mismos.

El cronograma de integraciones se ha cumplido según lo planificado y desde el mes de junio de 2018 la emisión se encuentra totalmente integrada, es decir, el Fideicomiso recibió USD 56.5 millones.

Su estado de situación y resultados al 31/12/2025 se expone en los cuadros siguientes.

Cuadro 7: Estado de Situación del Fideicomiso (en miles de USD)			
Concepto	31/12/2025	31/12/2024	31/12/2023
Activo	74.814	74.543	64.051
Activo Corriente	2.264	2.292	2.908
Activo no Corriente	72.550	72.251	61.143
Pasivo	7.309	5.909	5.814
Pasivo Corriente	3.809	269	2.218
Pasivo no Corriente	3.500	5.640	3.596
Patrimonio	67.505	68.634	58.237
Pasivo y Patrimonio	74.814	74.543	64.051
Razón Corriente	0,59	8,52	1,31

Fuente: EE.CC del Fideicomiso

En el Activo no Corriente figuran los campos adquiridos y los activos biológicos (plantaciones forestales). El criterio contable para la valuación de la tierra es, al momento de su adquisición, el costo real y luego se asigna un "valor razonable" según criterio de tasación predeterminado. En el caso de los activos biológicos, cuando se trata de plantaciones propias se activan los costos de producción hasta el segundo año a partir del cual se hacen tasaciones. Cuando se adquieren campos ya forestados (cosa que ha ocurrido) se valúa según tasación independiente. Las tasaciones se realizan una vez al año en ocasión del cierre de ejercicio; al cierre del ejercicio los saldos contables de los principales activos eran de: activos biológicos USD 37 millones mientras que la tierra y mejoras alcanzaron la cifra de USD 35 millones.

El patrimonio contable al término del ejercicio informado era de USD 67.5 millones, algo menor al cierre último pero sigue siendo mayor (en términos nominales) a la emisión recibida de USD 56.5 millones.

Cuadro 8: Estado de Resultados del Fideicomiso (en miles de USD)

Concepto	31/12/2025	31/12/2024	31/12/2023
Ingresos operativos	182	195	1.306
Otros ingresos			
Total Ingresos Operativos	249	195	1.306
Gastos Operativos	(521)	(1.098)	(776)
Resultado revaluación activos biológ.	225	10.712	(3.045)
Gastos de Administración	(1.872)	(1.375)	(1.158)
Resultado Operativo	(1.919)	8.434	(3.673)
Resultados Financieros	(147)	(288)	(171)
Resultado por revaluación de tierra	504	553	679
Resultados diversos	239	1.599	64
Resultados antes de IRAE	(1.323)	10.298	(3.101)
IRAE	521	(599)	450
Resultado del Periodo	(802)	9.699	(2.651)
Otros resultados integrales	(327)	698	405
Resultado integral del periodo	(1.129)	10.397	(2.246)

Fuente: EE.CC del Fideicomiso

Los ingresos operativos por venta de productos siguen siendo marginales, acorde a un proyecto de larga maduración. En el periodo los ingresos mayoritarios fueron por concepto de pastoreo y por venta de árboles en pie.

En lo que tiene que ver con las tasaciones, se destaca que mientras en el ejercicio 2024 las mismas representaron un incremento de USD 10.7 millones para los activos biológicos, en el ejercicio 2025 representaron USD 225 mil (más de 6900 hectáreas); esto explica la diferencia en los resultados de un año al otro. Este aspecto se analiza en otra sección de este informe.

4. Riesgos considerados:

Riesgo jurídico, por incumplimiento de alguna disposición por parte del fiduciario o del administrador. El mismo se encuentra pormenorizadamente analizado y acotado en los contratos analizados. *Riesgo casi nulo*

Riesgo administración, considerando la idoneidad para cumplir con la función de TMF Uruguay AFISA y Cambium. En virtud de todos los análisis practicados incluso in situ; teniendo presente su reputación en el medio en el que actúa; considerando su experiencia previa; considerando de modo especial su compromiso con el proyecto; teniendo presente el seguimiento que hará el fiduciario de aspectos centrales para su desempeño así como el comité de vigilancia con amplias atribuciones y teniendo en cuenta, además, que se ha cumplido satisfactoriamente con la etapa de inversión se considera que el *riesgo 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 fiduciario está adecuadamente previsto en los casos correspondientes, que dejan esta posibilidad a los inversores adecuadamente representados. *Riesgo muy bajo.*

Riesgo por cambio de operador, se encuentra también previsto en función de diversas contingencias. *Riesgo bajo.*

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

El objeto principal del “Fideicomiso Financiero Forestal Montes del Este” es la generación de utilidades para los tenedores de CP a partir de la compra de tierra, su forestación y la posterior comercialización de todos los activos, madera, bosques y tierra.

1. Evaluación de rentabilidad de la inversión, Tasa Interna de Retorno.

Para la anterior actualización el Fiduciario aportó una actualización de las proyecciones financieras con información real al 31 de diciembre de 2024 y proyectando hasta la finalización del fideicomiso en 2037. La tasa de retorno estimada por el operador y el fiduciario para el inversor en esta última proyección fue de 8,0%, valor levemente menor al estimado para la anterior actualización (8,4%) y también menor a la proyectada en el Prospecto de emisión (9,5%). Por el momento los principales ingresos refieren a los pastoreos por las áreas no forestadas que se destinan a la explotación ganadera, y algunas primeras partidas por raleos comerciales y bonos de carbono, y la venta de un monte de E. Dumni plantado previamente.

Los supuestos con los que se basaron oportunamente las proyecciones, fueron bien fundamentados en su momento y respondían a la coyuntura y a las perspectivas razonables de precios, ya sea de la madera como de la tierra.

La superficie efectivamente plantada al momento de la realización de esta última proyección supera en casi un 20% la establecida en el prospecto (unas 6.800 hectáreas frente a 6.000). Asimismo, algunos predios se adquirieron con montes ya instalados lo que acelera la generación de ingresos, y contribuye a mejorar la TIR. En contrapartida, la extensión del período de plantación y un menor crecimiento del valor de la tierra y de la madera, afectaron negativamente la TIR al diferir y reducir los ingresos futuros.

El flujo financiero presentado se basa en algunos supuestos que si bien podían ser razonables considerando la trayectoria pasada; hoy podrían resultar un poco elevados. Estos supuestos fueron: un aumento anual en términos nominales de un 5,1% para la tierra y un incremento de un 2,6% (también nominal) para el precio de la madera. Esto supone un aumento real de un 0,5% para la madera y de un 3% para la tierra, ya que se estimó una inflación en EEUU de 2,1% (a partir de 2024 y hasta el final del fideicomiso).

2. Replanteo del flujo de fondos y sensibilización

Como se verá en la Sección V, las perspectivas para la demanda de la madera son relativamente buenas para el mediano y largo plazo. No obstante, no son tan claras las expectativas de crecimiento de los precios en magnitudes similares a las del pasado. En general, las instituciones que proyectan precios lo hacen sobre la base de un 1,5 a 2% en términos nominales, apenas cubriendo la devaluación histórica del dólar. Las últimas proyecciones disponibles realizadas por el Banco Mundial hacia 2035 suponían un aumento entre un 1,1 y un 1,5% anual dependiendo del origen.

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

Para CARE el incremento anual del precio de la tierra para realizar proyecciones, debería contemplar a la inflación americana de largo plazo (aproximadamente un 2%), más el incremento en la productividad de la tierra (1-2%), por tal motivo el incremento de largo plazo en el precio de la tierra debería ubicarse en una hipótesis más conservadora para realizar proyecciones, entre un 3 y un 4% en dólares corrientes.

Considerando este panorama de precios esperados para la madera y la tierra CARE recalculó la TIR con la utilización del último modelo financiero presentado por el fiduciario, suponiendo trayectorias de precios algo menores a los proyectados en el modelo de negocios. Las sensibilizaciones se basan en los siguientes supuestos:

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

Cuadro 9: TIR del inversor bajo diferentes situaciones

Variación nominal del precio de la Tierra	Variación nominal del precio de la madera		
	1,0%	2,0%	3,0%
1,0%	6,3%	7,1%	7,9%
3,0%	6,6%	7,3%	8,0%
4,0%	6,7%	7,4%	8,1%

Fuente: CARE

Las tasas internas de retorno estimadas bajo estos supuestos se ubicarían entre 6,3% y 8,1%, siendo positivas incluso en las situaciones más desfavorables en las cuales se supone que los incrementos de precios tanto en la tierra como en la madera estarían bastante por debajo de la inflación esperada del dólar, situación de muy baja probabilidad en un plazo de aproximadamente 15 años.

La TIR que ajusta con los criterios que utiliza la calificadoradora para realizar proyecciones con un enfoque más conservador sería 7,3%. Esto supondría un aumento real en el precio de la tierra del entorno de 1% y un mantenimiento de los precios de la madera en términos reales para el largo plazo⁵, en línea con lo que se proyecta para las principales commodities.

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

⁵ En general, las consultoras que tasan los bosques sobre la base de descontar flujos de ingresos futuros, también consideran que los precios se mantienen en términos reales.

3. Nueva estimación del Costo de oportunidad del Capital

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

Para estimar el costo de oportunidad del capital, CARE utiliza el modelo de valoración CAPM (Capital Asset Pricing Model)⁶, que relaciona la tasa libre de riesgo, la prima de riesgo del mercado y la prima de riesgo asignado al sistema de producción específico, en este caso la producción forestal. Para evitar variaciones bruscas en la tasa, y tener una visión de mediano plazo, se consideraron valores promedios de los últimos 5 años en todas las variables.

Para considerar el riesgo sistémico se utiliza el “beta”⁷ promedio de empresas de producción forestal en mercados emergentes, el cual se ubica en 0,98, lo que indica que la inversión en la actividad tiene prácticamente el mismo riesgo y variabilidad que el promedio de todas las actividades en ese mercado. Para la tasa libre de riesgo se considera el rendimiento de los Treasury Bonds a 10 años de EEUU (3,42%), para el riesgo país (índice UBI) se consideraron 90 puntos básicos⁸ y para la prima de riesgo del mercado accionario se consideró 5,3%.

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 6,17%. Este valor es menor a la TIR esperada del inversor para el escenario que considera los criterios de la calificadora (7,3%) lo que estaría indicando que el proyecto sería atractivo, según esta metodología.

En la coyuntura actual, la tasa libre de riesgo es mayor al promedio de los últimos 5 años, pero en contrapartida el riesgo país es menor al período considerado. En consecuencia, si se aplican los valores actuales, el costo de oportunidad del capital sería menor (5,93%).

Otros indicadores con los que podría compararse la TIR esperada del Fideicomiso podrían ser las curvas de rendimiento, que serían opciones posibles de inversión ya que están estimadas para el caso del Uruguay⁹. En marzo 2026 la curva en dólares (CUD) a 10 años está en 4,81%.

Considerando estos criterios, la rentabilidad del proyecto para el inversor sigue estando por encima de los costos de oportunidad considerados.

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

4. Riesgos asociados al desempeño productivo forestal.

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

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

⁶ El modelo de valoración de activos financieros, denominado en inglés Capital Asset Pricing Model (CAPM) es un modelo utilizado para calcular la rentabilidad que un inversor debe exigir al realizar un inversión en un activo financiero, en función del riesgo que está asumiendo

⁷ Valor proporcionado por Damodaran.

⁸ Es el promedio de 5 años, en marzo de 2026 el riesgo país estaba ubicado en el entorno de 70 puntos básicos

⁹ Curva Spot de Rendimientos de Títulos Soberanos Uruguayos emitidos en moneda nacional indexada a la inflación o en dólares, según sea el caso

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

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

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

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

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

5. Tasación de la Tierra y los Montes Forestales

A diciembre de 2025 se presentó la tasación anual de tierra y bosques del Fideicomiso, la que fue realizada por una nueva empresa (Tripan). El suelo se valora a su valor de mercado, mientras que las plantaciones forestales se valoran según el método de valor presente neto.

Los resultados se presentan en el siguiente cuadro.

Cuadro 10. Valores de Tasación a Diciembre de cada año en millones de dólares.

Año	Plantaciones	Tierra	TOTAL	Tasador
2020	25,35	28,76	54,11	Poyry
2021	25,25	33,11	58,36	Pike/Co
2022	28,19	32,28	60,47	Indufor
2023	26,57	33,50	60,07	Indufor
2024	36,65	34,98	71,63	Indufor
2025	37,05	35,05	72,10	Tripan
Variación	1,1%	0,2%	0,7%	

Fuente: Tasaciones

La metodología aplicada valoró el activo forestal (bosques) 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 (costo de oportunidad). El valor asignado a través de esta metodología para los bosques forestales fue de 37,05 millones de dólares, lo que implicó un incremento de un 1.1% respecto del año anterior. Cabe notar que el incremento de valor verificado en 2025 fue muy menor al ocurrido en 2024, lo que seguramente se explica por el cambio de tasador y aspectos derivados de la metodología.

Se tasaron todos los montes, independientemente de su edad, En aquellos rodales cuya modelación individual mediante flujo descontado arroja valores negativos, se ha aplicado un criterio de valor mínimo igual a cero¹⁰.

El valor utilizado para tasar los suelos toma en cuenta la proporción de superficie productiva, la calidad de los suelos de cada establecimiento, la ubicación y distancia de los establecimientos respecto de los mercados potenciales y el valor de mercado según transacciones recientes en los departamentos. La evaluación de Tripan es que la tierra podría tener un valor de USD 35,05 millones, lo que implicó un aumento de apenas un 0,2% respecto del año anterior.

En conjunto los activos tuvieron un incremento muy moderado, de 0,7%

Riesgos considerados:

Riesgo de generación de flujos. A partir de lo anterior se trata de señalar la capacidad de generar los flujos en el plazo pactado. Considerando que el Fideicomiso viene cumpliendo de forma satisfactoria con el plan de negocios, *se considera que existe un riesgo bajo.*

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

¹⁰. El descuento de flujos futuros de ingresos netos a una tasa del 7,5% en un monte de 1 o 2 años, que a su vez debe pagar una renta, determina que su valor presente sea extremadamente bajo (o negativo), muy por debajo del costo que se incurrió para su plantación.

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 interrupciones 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 del propio proyecto, el análisis de entorno se expresa en términos de grandes tendencias vinculadas a la evolución del precio de la madera y de la tierra.

Con relación a la política sectorial del país, existen algunas interrogantes en relación a que esta administración podría volver a considerar la implementación de ajustes en el marco regulatorio de la actividad, tendientes a limitar el uso del suelo para la forestación, iniciativa parlamentaria que fuera propuesta en 2021, pero vetada por el presidente de la época. Nuevas regulaciones podrían llegar a afectar el actual desarrollo y crecimiento de la actividad forestal, no obstante por el momento no se han efectivizado por parte del gobierno.

1.- Riesgo Económico y de Mercado

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

A) *El precio de la madera*

El precio más importante y por tanto el juicio más determinante para la calificadora es el de la madera. Esto se fundamenta en que el 79% de los retornos de la inversión se explican por el valor de la madera.

Para el caso concreto de este proyecto, el precio que mayor incidencia tendrá en el resultado final, es el de la madera de calidad (básicamente de eucaliptos), ya que es el objetivo central de este fideicomiso. No obstante importa también el precio esperado por la madera con destino a celulosa ya que siempre un cierto porcentaje de la madera tiene ese destino, especialmente durante los primeros años.

La Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura (FAO), en su informe "Perspectivas del sector forestal mundial 2050"¹¹ prevé que el consumo global de productos primarios de madera procesada crecerá 37% para 2050. Este crecimiento del consumo de productos madereros -en comparación con el aumento previsto del 25% de la población- "se verá impulsado por el aumento de los ingresos en las regiones emergentes del mundo, lo que provocará un efecto de convergencia en los bienes de consumo (por ejemplo, papel, envases, ropa y muebles) y en más actividades del sector de la construcción".

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

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. La demanda mundial de estos productos ha venido creciendo, impulsada por el crecimiento urbano y el nivel de vida en países emergentes.

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 fundamental, especialmente en la construcción residencial, comercial y de

¹¹. FAO 2022. Último informe disponible.

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 proyección 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 emprendimientos 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.

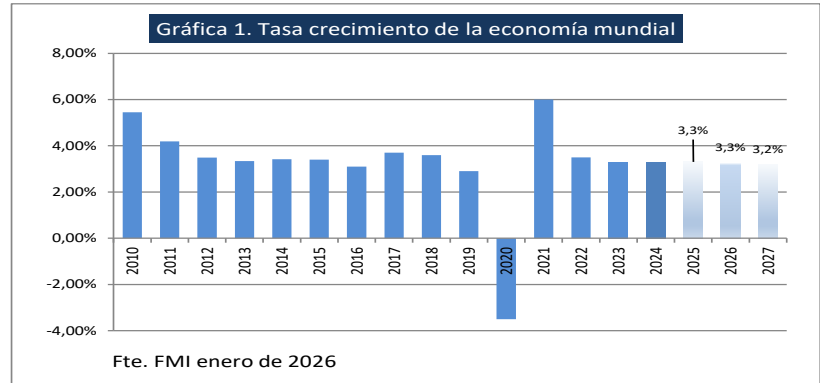
No obstante, la tendencia esperada de largo plazo puede verse afectada por coyunturas desfavorables que tengan efectos depresivos sobre la demanda y en consecuencia sobre los precios. Los efectos derivados de la pandemia, las consecuencias del conflicto entre Rusia y Ucrania, el enfriamiento de la economía global y de China en particular, contribuyeron 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.

Perspectivas de crecimiento de la economía mundial

El Fondo Monetario Internacional en su informe de enero de 2026 proyectó tasas de crecimiento mundial del 3,3% para 2025 y 2026 y de 3,2% para 2027, una ligera revisión al alza respecto del informe de octubre 2025. La inversión en tecnología, el apoyo monetario y fiscal, las condiciones financieras favorables y la adaptabilidad del sector privado contrarrestarían los cambios en las políticas comerciales. Las economías avanzadas crecerán alrededor del 1,8% en 2026 mientras que las economías de mercados emergentes y en desarrollo lo harán al 4,2%. Se prevé que la inflación siga disminuyendo a nivel mundial, aunque con diferencias entre países. La tasa de crecimiento se mantiene por debajo de la media histórica (2000–19) del 3,7%.

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



Evolución histórica de los precios

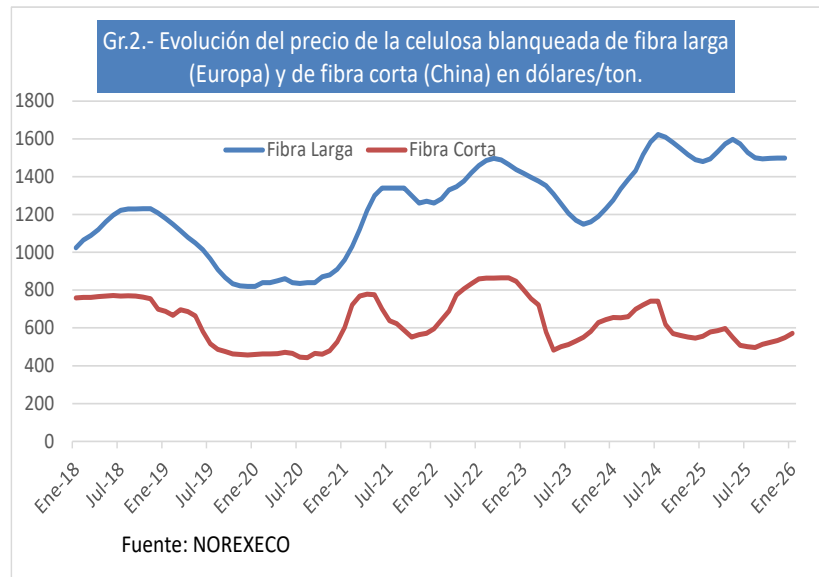
En los últimos años, los precios internacionales de los productos forestales han mostrado una alta volatilidad, como consecuencia de la ocurrencia de una serie de factores que han afectado la demanda: la pandemia, los conflictos bélicos, el magro crecimiento de la economía mundial, la acumulación de 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 comportamiento cíclico, y para el caso de la celulosa de fibra corta parece mostrar una leve tendencia a la baja.

En la siguiente gráfica se presenta información de los precios por tonelada para dos tipos de pasta de celulosa: la NBSK¹² (principal cotización internacional, correspondiente a pulpa de coníferas de fibra larga en Europa), y de la BHKP¹³ (pulpa de fibra corta en China). Puede observarse el comportamiento comentado en el párrafo anterior.

¹² Northern Bleached Softwood Kraft Pulp. Pulpa de celulosa blanqueada de fibra larga

¹³ Bleached Hardwood Kraft Pulp. Pulpa de celulosa blanqueada de fibra corta.



El precio implícito¹⁴ 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 implícito promedio fue de unos 531 dólares por tonelada, aproximadamente un 13% por debajo del promedio de 2024.

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, según algunos analistas, esto podría cambiar en el correr de este año ya que se prevé un menor crecimiento en la nueva capacidad operativa a nivel global y también sería probable que se produzcan recortes de capacidad en los próximos meses. De ser así, esto corregiría en gran medida el exceso de oferta y se estima que los precios podrían comenzar a corregirse en 2026.

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%, esto es un valor indicativo, ya que no existe la certeza de que para el futuro se cumpla lo verificado en el pasado.

Para el caso de la madera sólida, en los últimos 5 los precios nominales han mostrado una contracción anualizada del 0.36%, para situarse en su nivel más bajo desde 2014, como resultado de un debilitamiento coyuntural en la demanda. En el mercado estadounidense, la demanda de construcción de viviendas ha sido menor a la esperada, alcanzando los niveles más bajos de

¹⁴. Valor FOB de exportación/toneladas exportadas

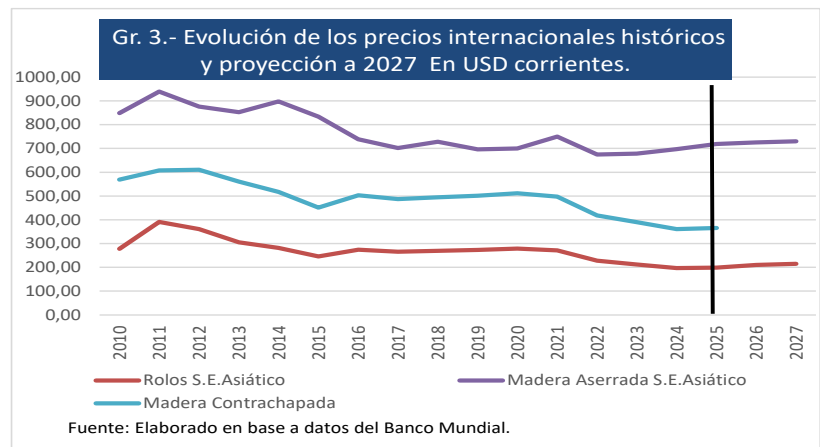
los últimos cinco años, como consecuencia de un alto stock y bajo ritmo de ventas, además de las débiles expectativas del sector de la construcción. Por su parte, en China ha decrecido significativamente el ritmo de la construcción, lo que reduce la demanda de madera sólida y genera una sobre oferta 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.

Ante este panorama, la demanda de madera de eucaliptus en bruto con destino aserrío, ha mostrado una volatilidad similar al de la celulosa, aunque menos marcada. Tras un comienzo de año 2020 muy incierto, marcado por el enlentecimiento en las exportaciones registrado sobre fines de 2019 y la declaración de pandemia a comienzos de 2020, el segundo semestre de ese año ya mostró un cierto empuje, consolidando la recuperación que se mantuvo durante todo el año 2021 y parte de 2022.

A partir del segundo semestre de 2022, se genera una importante caída en la demanda externa de rolos de eucalipto para aserrío que comienza a recuperarse lentamente recién en el segundo trimestre de 2023. En el 2024, las exportaciones tanto en valor como en volumen, vuelven a recuperarse a partir del segundo trimestre, básicamente en lo referente a los precios y en 2025 las exportaciones uruguayas de madera de eucaliptus mantiene en valor niveles levemente más bajos a los de 2024 (-8%). China, Vietnam, India, Camboya y Malasia son los principales mercados para el producto uruguayo.

Para el caso de la madera de pino aserrable, el mercado externo para el producto uruguayo, no muestra señales claras de recuperación, manteniéndose 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. Además, Nueva Zelanda y Australia están derivando su producción de pinos hacia India ya que China, su principal mercado, ha reducido en forma importante su demanda. En los 2025 las exportaciones uruguayas de rolos de pino se ubicaron en niveles similares a los de 2024 (+4%).

Según el último informe de proyección de precios del Banco Mundial de octubre de 2025, 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.



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 plazo¹⁵. 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).

Las exportaciones forestales del Uruguay alcanzaron en 2024 un nuevo récord, como consecuencia de un año completo con funcionamiento pleno de las tres plantas de celulosa. El valor total de las exportaciones de los productos forestales estuvo un 20% por encima de 2023. 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 2025 las exportaciones de celulosa se ubicaron en el segundo lugar de los productos exportados, por debajo de las de carne bovina. Por su parte, las exportaciones de chips -principal producto de este fideicomiso- mostraron una importante recuperación en su valor total respecto del año 2024 (+28%).

En el siguiente cuadro se presentan las exportaciones forestales en valor para los últimos 5 años, donde puede observarse -a pesar de la caída en el último año- una clara tendencia al crecimiento.

Cuadro 11. Exportación de productos forestales seleccionados (en millones de dólares FOB)						
	2021	2022	2023	2024	2025	Variación
Celulosa	1.576	1.818	2.019	2.546	2.317	-9%
Rolos de pino	204	127	69	65	67	4%
Tableros de madera contrachapados	105	102	80	89	78	-13%
Chips (eucalipto y pino)	74	113	109	50	64	28%
Madera Aserrada coníferas y no coníferas	159	184	171	188	188	0%
Papel y Cartón	26	35	30	27	26	-3%
Rolos de eucalipto	23	34	24	39	36	-8%
Otros productos forestales	2	1	1	4	11	190%
Total	2.170	2.413	2.504	3.007	2.786	-7%

Fuente: Care en base a datos de Aduana y Uruguay XXI.

Nota: No están consideradas las exportaciones de rolos a Zona Franca, ya que se consideran las exportaciones de pulpa de celulosa que salen de ese destino.

Cabe destacar la tendencia al crecimiento de las exportaciones de madera aserrada, en conjunto (coníferas y no coníferas), que se constituyeron en el segundo producto forestal de exportación después de la celulosa.

¹⁵ World Bank Commodities Price Forecast. En informes posteriores solamente se proyectan precios a dos 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.

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

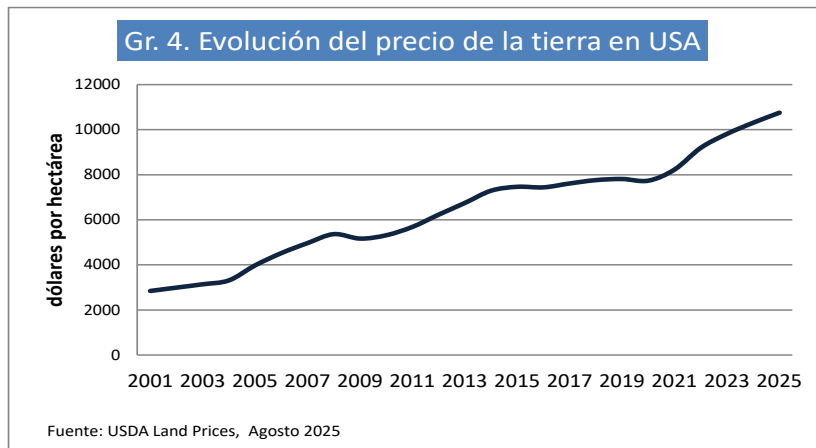
En lo que respecta al precio de la tierra en Estados Unidos, en lo que va del siglo XXI se observa una continua fase ascendente, con alguna excepción (2009 y 2015) en donde se verificaron mínimas reducciones, pero que no modifican la tendencia. El precio en Estados Unidos cayó únicamente en los primeros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

Durante el período 2000-2025, el incremento acumulativo anual del precio de la tierra en EEUU en dólares corrientes fue de un 5,69% anual, valor superior al de la inflación de la moneda norteamericana (2,55% anual en promedio), lo que determina un incremento real anual del 3,06% en los últimos 25 años.

El precio de la tierra (promedio) se había mantenido relativamente estable entre 2017 y 2020, con aumentos mínimos en el entorno a la inflación del dólar, pero en los últimos 5 años los valores se recuperan fuertemente mejorando en términos reales, y también acompañando la mayor inflación. Entre 2020 y 2025 el valor de la hectárea promedio lleva acumulado un aumento de un 39%; si se analizan por separado las tierras agrícolas de las ganaderas, las primeras tuvieron entre 2020 y 2025 un aumento del 43,5% mientras que las segundas un 37,1%.

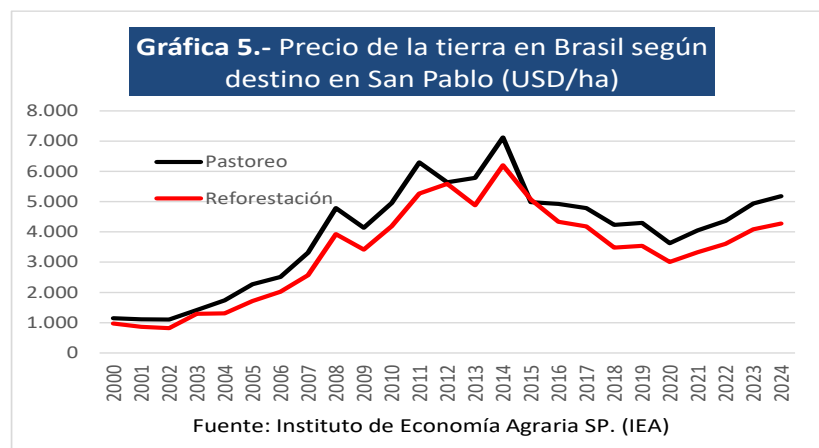
El último informe del USDA¹⁶ que reporta precios de 2025, da cuenta de un incremento de un 4,3% para el promedio de las tierras, respecto del año anterior. Por su parte, las tierras de uso agrícola aumentaron un 4,7% mientras que las de uso ganadero un 4,9%.

¹⁶. USDA Land Prices, Agosto 2025



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 o reducidas por este efecto. El precio en dólares muestra un crecimiento sostenido hasta el año 2014 para luego comenzar a caer hasta 2020, en un comportamiento similar al ocurrido en Uruguay. A partir de 2020 comienza a recuperarse en forma importante (12% en 2021, 8% en 2022 y 13% en 2023), pero aún se mantiene muy por debajo de los valores máximos. En reales, el precio de la tierra muestra un continuo crecimiento en los últimos 25 años; a modo de ejemplo, en los últimos 5 años (2019 a 2024) el precio de la tierra en la moneda local aumentó en un 45 %.

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



La historia económica reciente de Argentina ha hecho imposible disponer de una serie de precios actualizada y confiable de la tierra. La alta volatilidad de las políticas, las elevadas detracciones a las producciones agrícolas, los desajustes macroeconómicos y las restricciones al manejo de las divisas, generaron

distorsiones en los valores que nada tienen que ver con la tendencia que deberían tener los precios de los campos. Los cambios que se están realizando en la política económica probablemente permitan en el mediano plazo retomar series confiables.

Sobre la base de algunos trabajos técnicos a los cuales CARE tuvo acceso, en un período de 55 años (1956 a 2011) el precio de la tierra agrícola (de muy buena calidad) en Argentina, aumentó a un ritmo promedio de 3,5% acumulativo anual en términos reales. Tras un pico máximo de precios en 2012, los precios de la tierra agrícola experimentaron una caída hasta el periodo 2021/2022, con una pequeña recuperación en los últimos tres años (Fuente Cámara Argentina de Inmobiliarias Rurales), y actualmente estaría ubicado en valores muy similares a los de 2012.

Según información del periódico La Nación (julio 2025), tomando como referencia los precios promedio de los campos agrícolas de la zona núcleo (sur de Santa Fe y norte de Buenos Aires), caracterizados por una alta productividad, disponibilidad de infraestructura y rotación de cultivos, en 2012 alcanzaron un pico de 17.500 dólares la hectárea, luego bajaron en 2021/22 a unos 14-15 mil dólares, y hoy estarían valiendo aproximadamente 17.000 dólares la hectárea.

La Cámara Argentina de Inmobiliarias Rurales (CAIR), institución que analiza la evolución de ese mercado, informa que la actividad del mercado (no refiere a precios sino a transacciones) se ha venido recuperando en forma sostenida desde el 2024, como resultado directo del cambio de administración. El índice de actividad que estima la Cámara¹⁷, se ubicaba en diciembre de 2025 en 45,5 frente a los 21,5 puntos en que había cerrado en diciembre de 2023.

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

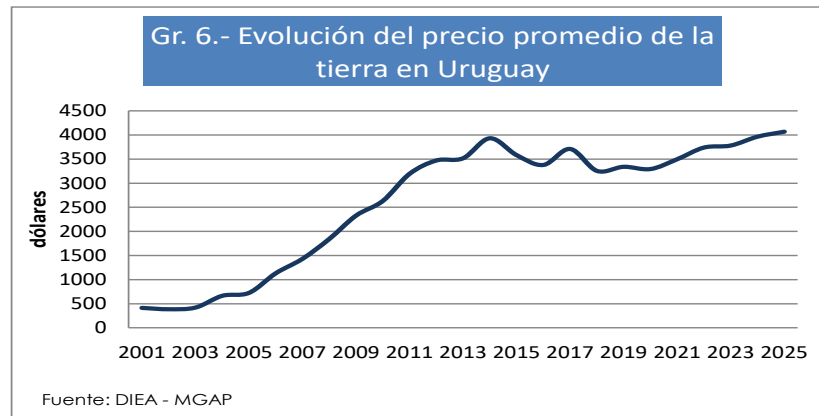
En el caso de Uruguay, la información reportada por DIEA-MGAP para el promedio de las transacciones de tierras muestra que se verificó una muy fuerte valorización de los campos a partir de 2004 y hasta el 2014. A partir de 2015 comenzó un ajuste a la baja pero con un comportamiento un tanto errático, consecuencia seguramente de un bajo número de transacciones en donde la calidad y la localización de los campos comercializados tienen una gran incidencia en los valores medios.

A partir de 2021 el precio de la tierra en el Uruguay parece retomar su tendencia histórica de crecimiento, al aumentar un 6,2% en ese año y luego un 6,9% en 2022, guarismos seguramente influidos por el repunte de los precios internacionales, por el fortalecimiento del peso uruguayo con respecto al dólar, moneda con la que se realizan las transacciones de campos, así como también por la alta inflación internacional.

En 2023 el incremento en el precio de la tierra 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 resultados de las compraventas del 2025, que muestra un nuevo ajuste al alza de los

¹⁷. El "Índice de actividad del mercado inmobiliario rural" (InCAIR) es un índice mensual que refleja la "actividad" del mercado. Se toma como base de referencia máxima 100 puntos, correspondientes al pico de máxima actividad histórica. No refleja precios/valores, solo actividad de mercado. Se comenzó a medir a partir del mes de noviembre del 2013.

valores. El valor medio para el año estaría mostrando 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 de 2014.



Existen otras fuentes de información realizadas por consultoras y operadores del mercado¹⁸, que utilizando diferentes criterios de tasación estiman valores de campos de características similares y teniendo en cuenta los diferentes destinos productivos. Las metodologías más utilizadas son: la comparación de ventas reales de campos similares y la valuación según las rentas esperadas. En general el valor de mercado surge de la integración de ambas metodologías. Del estudio de varias tasaciones de campos a las cuales CARE tuvo acceso, los resultados obtenidos están alineados con la información suministrada por DIEA.

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

La valorización del precio de la tierra es un componente relativamente importante de ingreso final del fideicomiso (15%) por lo tanto lo que finalmente ocurra con la evolución de su precio tendrá una incidencia sustancial con el retorno final de la inversión. El modelo financiero presentado por el operador supuso una valorización acumulativa anual de un 5,1% (en dólares corrientes) durante todo el período del fideicomiso (15 años), por lo que resulta importante conocer que ha sucedido en el pasado como forma de tener una cierta aproximación con lo que pueda ocurrir en el futuro.

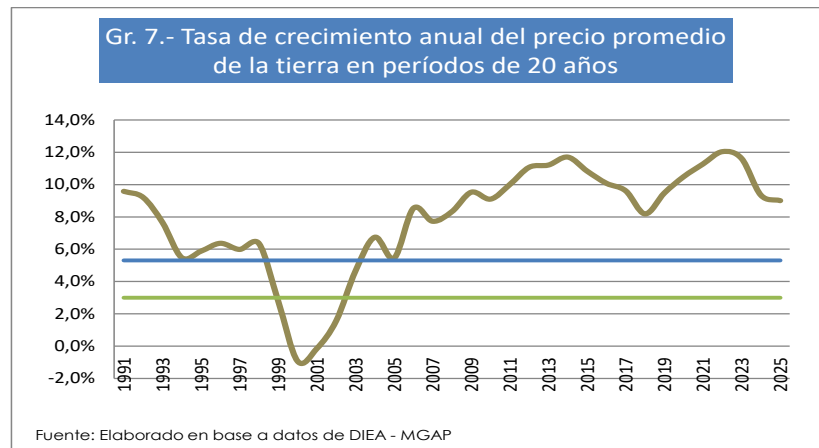
Para ello CARE analizó con la información de los precios de la tierra (en dólares corrientes) de una serie de más de 50 años (1970 a 2025) la variación anual en períodos de 20, en donde se observa lo siguiente:

¹⁸ SERAGRO, Agroclaro, Consur y operadores privados

- En promedio, la evolución anual del precio de la tierra en períodos móviles de 20 años fue de 7,9%.
- La tasa anual de crecimiento solamente fue menor al 5,1% para el caso de los campos que se vendieron entre 1999 y 2003, y si se hubieran comprado entre 1979 y 1983.
- Para el resto del período, el crecimiento anual del precio de la tierra supera el 5,1%. Tasas menores al 5,1% seguramente volverán a verificarse para los campos que se adquirieron en el pico de precios (aproximadamente entre 2011 y 2017), ya que el período posterior incluyen un largo período de estabilidad incluyendo caídas de precios.

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

La evolución anual de este indicador –para intervalos de 20 años- muestra una tendencia al alza hasta el 2014, para luego comenzar a caer pero aún se mantiene en valores por encima del 5,1% (en el entorno del 9% de crecimiento anual).



CARE entiende que si bien cabe esperar para el mediano y largo plazo aumentos sostenidos en los precios de la tierra, éstos no serían de similar magnitud que el pasado. Muy probablemente los aumentos de precios compensarán la inflación de largo plazo de Estados Unidos, más un pequeño componente por incremento de la productividad de la tierra, de esta forma se deberían ubicar entre el 3 y el 4% anual. Esto no implica que existan períodos de mayores o menores tasas anuales de crecimiento.

2.- Las políticas públicas, el riesgo político

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

La Política Forestal Nacional se fundamenta en la Ley Forestal 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 de diciembre de 2021.

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

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

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

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

En 13 enero de 2025 el gobierno 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 los trámites relativos a los permisos para las reforestaciones. Se reemplazó la Autorización Ambiental Previa (AAP) por una Autorización Ambiental Especial, facilitando que no se cambie de suelos para la próxima plantación. De esta forma, se simplifican y aceleran los trámites ya que los productores no deben esperar la autorización del Ministerio de Ambiente sino que pueden empezar con las plantaciones una vez que la autorización esté en trámite, habiendo informado con 30 días de antelación a la Dirección Nacional de Evaluación Ambiental (DINACEA).

El gobierno actual ha manifestado algunas reservas con relación al último decreto firmado por el anterior y adelantó su voluntad de analizar las actuales regulaciones de la actividad forestal, sin descartar la posibilidad de proponer cambios como los planteados en la Ley de 2021, que fuera vetada por el Poder Ejecutivo. Esta situación genera algunas interrogantes para el corto plazo, aunque de concretarse cambios en el marco regulatorio, éstos seguramente afectarían a futuros emprendimientos y no

tanto a los que ya se encuentran en ejecución. A pesar de esas manifestaciones, por el momento no se han concretado ni propuesto cambios en la normativa.

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. Riesgo bajo*

VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

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

En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos - tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación BBB+ uy¹⁹ de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.

Comité de Calificación



Ing. Julio Freve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrián Tamber

¹⁹. **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.**