

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

Montevideo, abril de 2026

| | |
|----|---|
| 4 | RESUMEN GENERAL |
| 7 | I INTRODUCCIÓN |
| 11 | II EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION |
| 13 | III LA ADMINISTRACION |
| 18 | IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO DE FONDOS |
| 23 | V EL ENTORNO |
| 36 | VI CALIFICACIÓN DE RIESGO |

Calificación Emisión de Oferta Pública 06 - abril - 2026

| | |
|-----------------------------------|--|
| Denominación: | Fideicomiso Financiero Forestal Terraligna |
| Fiduciario: | TMF Uruguay AFISA |
| Operador y estructurador: | Cambium Forestal Uruguay S.A. |
| Agente de Registro y Pago: | TMF Uruguay AFISA |
| Entidad Representante: | TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos AFISA |
| Títulos emitidos: | Certificados de participación |
| Moneda: | Dólares americanos |
| Importe de la emisión: | hasta USD 60.450.000 |
| Distribuciones: | Según resultados acumulados de acuerdo a procedimiento establecido |
| Fecha de Suscripción: | 2 de octubre de 2017 |
| Activos del Fideicomiso: | Proyecto de compra y explotación de un patrimonio forestal. |
| Vigencia: | hasta el 30 de noviembre de 2026 |
| Plazo del Fideicomiso : | 25 años a partir de la fecha de emisión |
| Comité Calificación: | Martín Durán, Julio Preve y Adrián Tambler. |
| Calificación de Riesgo: | BBB+.uy ¹ |
| Manual Utilizado: | Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por terceros ² |

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

². Disponible en www.care.com.uy

Resumen General

CARE ha actualizado la calificación de los certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero Forestal Terraligna manteniendo la calificación BBB+.uy de grado inversor.

El negocio consiste básicamente en la creación de un patrimonio forestal de aproximadamente 7.900 hectáreas netas de montes de Eucaliptus (dunnii o globulus preferentemente) que se manejan fundamentalmente para la producción de madera pulpable.

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. (Véase www.care.com.uy).
- 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 5,9% para el escenario que considera los criterios de la calificadora en su visión del negocio para el largo plazo, porcentaje que se ubica apenas por debajo del costo de oportunidad estimado para esta actualización.
- Los informes de la empresa operadora del proyecto (Cambium Forestal Uruguay S.A.), los del Fiduciario y los del Comité de Vigilancia, resultan satisfactorios para la marcha del mismo. La empresa sigue demostrando 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 (Montes del Este y Boschetto) con similares características a éste, los cuales se vienen desarrollando sin mayores inconvenientes, son calificados por CARE y tienen también nota de grado inversor.
- Se destaca la alineación de incentivos entre el Fideicomiso y el Operador, ya que este último reforzó su compromiso con el proyecto adquiriendo el 3% de los certificados de participación, 1,81 millones de dólares; monto que ya fue integrado. 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.
- Culminada la etapa de inversión en tierras, la superficie total adquirida fue de 12.725 hectáreas superando lo establecido en el prospecto (12.000 hectáreas). A diciembre de 2025 hay forestadas unas 7.916 hectáreas de eucaliptus y existe un área para plantar y/o reforestar unas 35 hectáreas adicionales, por lo tanto también se supera levemente la superficie de bosques establecida en el prospecto (7.800 has).
- Las inversiones realizadas hasta el momento se mantienen en los rangos previstos y los montes están en pleno crecimiento. Se realizan operaciones de mantenimiento, control de malezas, manejo de rebrotes, control de plagas, etc. En 2025 se plantaron en total 177 has.

- Los ingresos del 2025 estuvieron finalmente un 51% por debajo de lo presupuestado, explicado por menores ventas de madera, ya que las cosechas previstas se postergaron para 2026-2027, por falta de demanda.
- En febrero de 2025 se realizó una asamblea de titulares de certificados de participación en la se resolvió por unanimidad la distribución anticipada de excedentes por USD 2.000.000, que se hizo efectiva sobre fines del mes de febrero.
- A diciembre de 2025 se presentó la tasación anual de las tierras y montes del fideicomiso, por parte de una nueva empresa (Tripan). El resultado fue de 58,53 millones de dólares, conformado por 16,59 millones de bosques y 41,94 millones de tierra. Este nuevo valor es un 3,3% superior al del año anterior, lo que se explica básicamente por el crecimiento en el valor de los montes. El patrimonio que surge de los estados contables del fideicomiso al 31 de diciembre de 2025 era de USD 66,2 millones, valor superior, en términos nominales, a la emisión recibida de USD 60,45 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 (madera con destino a celulosa), 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 el 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

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

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

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

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

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

2. Antecedentes generales y hechos salientes del período

o Antecedentes generales

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

- Al cierre del proyecto el ingreso total estimado por ventas corresponderá en un 72,7% a la venta de madera, un 24,8% a la venta de la tierra al final del proyecto, y 2,5 % a ingresos por pastoreo³.
- El Plan de negocios proyectaba la compra de una superficie aproximada de 12.000 hectáreas, con un aprovechamiento estimado en 65% a forestarse con Eucaliptus dunnii o Eucaliptus globulus, con destino a pulpa de celulosa de fibra corta, fundamentalmente.
- El plazo del Fideicomiso es de 25 años desde la fecha de la emisión pudiéndose extender hasta 30 años según disposiciones contractuales. También puede haber una extinción anticipada una vez que se liquiden en forma total los Certificados de Participación emitidos por el Fiduciario, y se cancelen las demás obligaciones del Contrato.
- La suscripción de los certificados de participación se realizó el 2 de octubre de 2017 por un total de USD 60.450.000, (sesenta millones, cuatrocientos cincuenta mil dólares estadounidenses). Las integraciones se realizaron en sucesivas "Capital Calls" en la medida de las necesidades de inversión. La última integración se realizó el 15 de setiembre de 2022, fue la sexta, y con ella se completó la totalidad de la emisión (60,45 millones de dólares).
- La administración está a cargo de Cambium Forestal Uruguay S.A., una compañía con probada habilidad en la administración de patrimonios forestales, quien reforzó el compromiso con el proyecto con la adquisición de certificados de participación, por el 3% de la emisión (USD 1,81 millones).
- Importa destacar la existencia del Fideicomiso Financiero Forestal Montes del Este, que emitió certificados de participación por un monto de 56,5 millones de dólares y el del Fideicomiso Financiero Boschetto, por un monto de 79,6 millones de dólares, ambos administrados por Cambium Forestal Uruguay SA y calificados por CARE con nota de grado inversor.
- En febrero de 2021 con la adquisición de un último predio se cerró el proceso de compra de tierras del fideicomiso, alcanzando un total de 12.725 hectáreas localizadas en los departamentos de Lavalleja, Cerro Largo, Treinta y Tres, Durazno y Tacuarembó, adquiridas a un precio de USD 3.142 por hectárea, de las cuales aproximadamente 8.000 son forestales. La superficie total adquirida fue finalmente un 6% más que lo estimado en el prospecto. El aprovechamiento forestal de las tierras adquiridas fue de 63%, levemente menor al establecido en el prospecto (65%), pero las hectáreas efectivamente forestadas quedarán alineadas con lo proyectado (aproximadamente 8.000 hectáreas efectivas). Del total de la superficie comprada, unas 1.700 hectáreas ya se encontraban forestadas, incluyendo 94 has de uno de los predios que corresponde a un contrato de arrendamiento con UPM mediante el cual Terraligna será propietaria del 27% de la madera.
- Cambium como operador forestal adopta los principios FSC®⁴ tanto en los aspectos sociales, ambientales y económicos, y también tiene incorporados a nivel operativo todos los procedimientos. Todos los años se realizan auditorías de seguimiento de Certificación FSC®, y por el momento no se han detectado hallazgos de desvíos mayores.

³. Se estimó en base al flujo financiero presentado por el fiduciario a diciembre de 2024, considerando una tasa de descuento de 6,7%, que responde al promedio del período 2016 y 2021 estimado por CARE.

⁴. El Consejo de Administración Forestal, más conocido por sus siglas en inglés FSC (Forest Stewardship Council) es una organización no gubernamental de acreditación y certificación con sede en Bonn, Alemania.

- A partir del 2023 la firma auditora del Fideicomiso pasó a ser Ernst & Young Uy SRL, sustituyendo a Deloitte.
- El 10 de febrero de 2025 se realizó una asamblea de titulares de certificados de participación en la cual se aprobó por unanimidad la distribución anticipada de excedentes a los beneficiarios por un importe total de USD 2.000.000. La distribución se hizo efectiva el 20 de febrero de 2025.

o Hechos salientes del período

- El detalle de los bosques al 31 de diciembre de 2025 se presenta en el cuadro siguiente.

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

| | Hectáreas |
|-----------------------------|---------------|
| Eucaliptus Dunni | 6.352 |
| Eucaliptus Globulus | 1.152 |
| Eucaliptus Smithi | 303 |
| Eucaliptus Grandis | 78 |
| Otras especies | 32 |
| Total Forestado | 7.917 |
| Superficie total | 12.725 |
| Porcentaje forestado | 62,2% |
| Area forestable | 35 |

Fuente: El Operador

Nota: existe un contrato con UPM del 2015 por 94,2 hás que hay que descontar de los totales.

- En 2025 se plantaron/reforestaron 149 hás ya previstas por el Fideicomiso, más 28 hectáreas que corresponden al convenio con UPM y que fueron reforestadas por el arrendatario.
- 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).
- Los trabajos estuvieron enfocados al mantenimiento de las plantaciones de primavera, principalmente en lo que refiere al control de hormigas y control de malezas, y al control de regeneración y especies exóticas en áreas no forestadas. También se realizaron tareas preventivas en vista de temporada de incendios: construcción de cortafuegos, retiros y limpiezas, y se puso en marcha el sistema de detección de incendios mediante sistemas de cámaras de teledetección y/o vuelos (según zona del país), ello, en conjunto con otras empresas forestales.

En el siguiente cuadro se presenta el resultado financiero del año 2025, comparando lo presupuestado con lo efectivamente realizado.

Cuadro 2. Inversiones, costos e ingresos de 2025 en miles de dólares (Presupuesto y realizado)

| | Presupuesto | Realizado | Variación |
|--------------------------------------|-------------|-------------|----------------|
| Mantenimiento | 19 | 2 | -89,6% |
| Establecimiento | 250 | 224 | -10,4% |
| Manejo rebrotes | 9 | 10 | 12,4% |
| Plagas | 8 | 8 | -1,2% |
| Gastos de Administración | 308 | 262 | -14,9% |
| Total de costos e inversiones | 594 | 506 | -14,8% |
| Pastoreo | 302 | 288 | -4,6% |
| Venta de madera (bosques en pie) | 490 | 100 | -79,6% |
| Total de ingresos | 792 | 388 | -51,0% |
| Resultado del Plan Operativo | 198 | -118 | -159,7% |

Fuente: el operador

- Los ahorros en mantenimiento se explican por una menor área intervenida y los de establecimiento por menores costos unitarios de plantación, ya que el área plantada estuvo levemente por encima de lo planificado.
- El principal desvío entre lo presupuestado y lo ejecutado refiere a los ingresos, y dentro de estos a las ventas de madera que estuvieron un 80% por debajo de lo previsto. Se había presupuestado la venta de unas 137 hás de montes para segundo semestre 2025, pero se debió postergar para el 2026-2027, por dificultades de colocación y baja demanda.
- A fines de diciembre 2025 se presentó la tasación anual la tierra y bosques del fideicomiso, que fue realizada por una empresa diferente a la que tasó en los tres años anteriores. En esta oportunidad el resultado fue de 58,5 millones de dólares, un 3,3% mayor respecto de la tasación realizada hacia fines del 2024. Este aumento se explica en gran medida por el incremento en el valor de los bosques que aumentaron un 11,2%, ya que por su parte la tierra habría aumentado apenas un 0,5%.

3. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- Estados Contables de Cambium al 30/06/25.
- Estados Contables intermedios del Fiduciario al 30/06/2025.
- Estados Contables del Fideicomiso al 31/12/2025.
- Informes trimestrales del operador el último a diciembre de 2025.
- Informes del Fiduciario el último a setiembre de 2025.
- Informe del Comité de Vigilancia, el último a diciembre de 2025.
- Información relevante del sector forestal.
- Informes de calificación de otros fideicomisos análogos.
- Tasaciones a diciembre de 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 Terraligna, 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 Terraligna |
| Fiduciario: | TMF Uruguay AFISA. |
| Operador y estructurador: | Cambium Forestal Uruguay S.A. |
| Agente de Registro y Pago: | TMF Uruguay AFISA. |
| Entidad Representante: | Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A. |
| Plazo del Fideicomiso | 25 años desde la emisión, pudiéndose extender según disposiciones contractuales hasta 30 años. |
| Títulos a emitirse: | Certificados de participación |
| Activos del Fideicomiso: | El Fideicomiso invertirá en la creación de un patrimonio forestal. Esto incluye la compra de inmuebles rurales y la plantación de los montes. |
| Moneda: | Dólares |
| Importe de la Emisión: | Hasta USD 60.450.000 |
| Distribuciones: | Según resultados acumulados de acuerdo a procedimiento establecido, contingente durante el proyecto. |
| Calificación de Riesgo: | BBB+.uy |

2. El análisis jurídico

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

La conclusión del informe fue:

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

3. Riesgos considerados

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

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

III. LA ADMINISTRACIÓN

Las características de la emisión hacen necesario analizar dos empresas administradoras: 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 operador 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.

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 inscrita 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 3: 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 4: 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 asesorías legales.

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 o para el desarrollo 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 Fideicomiso se constituyó formalmente mediante contrato celebrado el 20 de febrero de 2017 con modificaciones acordadas en julio de 2017 y agosto de 2018.

El 2 de octubre de 2017 se llevó a cabo en la Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A., la colocación de 60.450 Certificados de Participación a ser emitidos por el Fideicomiso por un valor nominal de USD 1.000 cada uno.

De la totalidad de dichos certificados, 58.640 fueron adjudicados a beneficiarios institucionales y 1.810 fueron adjudicados a Cambium Forestal Uruguay S.A., con quienes se celebraron los correspondientes Compromisos de Integración, en los cuales se establecían los montos, plazos y condiciones para la integración de los mismos.

Como se informara en anteriores actualizaciones, en setiembre 2022 se completó el total autorizado a emitir (totalmente integrado desde esa fecha), esto es USD 60.45 millones.

En los cuadros siguientes se presentan en forma resumida los estados de situación y resultados del Fideicomiso al 31/12/2025.

| Cuadro 5: Estado de Situación Fideicomiso | | | |
|--|-------------------|-------------------|-------------------|
| Concepto (miles USD) | 31/12/2025 | 31/12/2024 | 31/12/2023 |
| Activo | 67.089 | 68.502 | 63.157 |
| Activo Corriente | 11.718 | 11.083 | 12.445 |
| Activo no Corriente | 55.370 | 57.419 | 50.712 |
| Pasivo | 889 | 4.371 | 339 |
| Pasivo Corriente | 295 | 2.190 | 339 |
| Pasivo no Corriente | 594 | 2.181 | - |
| Patrimonio | 66.200 | 64.131 | 62.818 |
| Pasivo y Patrimonio | 67.089 | 68.502 | 63.157 |
| Razón Corriente | 39,72 | 5,06 | 36,71 |

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Puede observarse que el patrimonio contable al cierre del ejercicio informado era de USD 66.2 millones, 9,5 % mayor, en términos nominales, al monto recibido por la integración de los valores emitidos (USD 60.45 millones).

Las revaluaciones practicadas sobre el fin de ejercicio determinaron un valor para los activos biológicos de USD 16.6 millones (7.916 hectáreas) mientras que para el resto de las propiedades fue de USD 41.9 millones, todo lo cual se ve reflejado en los estados contables presentados.

Los resultados al cierre del año 2025, se presentan en el cuadro siguiente.

Cuadro 6: Estado de Resultados Fideicomiso

| Concepto (miles USD) | 31/12/2025 | 31/12/2024 | 31/12/2023 |
|---------------------------------------|--------------|----------------|----------------|
| Ingresos Operativos varios | 297 | 483 | 314 |
| Resultado valuación activo biológico | 1.412 | | (89) |
| Resultado valuación tierra | | - | 30 |
| Gastos Operativos | (232) | (370) | (350) |
| Gastos de Administración | (1.452) | (1.587) | (1.517) |
| Resultado Operativo | 24 | (1.444) | (1.643) |
| Resultado Financiero | 69 | 62 | 198 |
| Resultado por valuación de tierras | (117) | 4.567 | 313 |
| Resultado antes de IRAE | (24) | 3.185 | (1.132) |
| IRAE | 1.862 | (1.998) | 818 |
| Resultado del periodo | 1.838 | 1.187 | (314) |
| Reserva revaluación tierras | 308 | 2.835 | 1.012 |
| Efecto impuesto diferido s/tasación | (77) | (709) | (253) |
| Resultado Integral del periodo | 2.069 | 3.313 | 444 |

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Los ingresos operativos refieren básicamente a servicios de pastoreo y son marginales pero consistentes con la fase de maduración en que se encuentra el proyecto. El resultado positivo se explica en este caso por el IRAE y por revaluaciones, particularmente de los activos biológicos.

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 bajo.*

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 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; se considera que la posibilidad de incumplimiento de la administradora con las responsabilidades del proyecto es prácticamente inexistente. Se tuvo en cuenta, además, el ser ésta una segunda operación (de un total de tres) desarrollada por los mismos administradores, hasta ahora, satisfactoriamente. *Riesgo bajo.*

Riesgo de conflictos, derivado de la posibilidad de juicios capaces de interferir con el mandato recibido y en tanto la existencia de previsiones para enfrentarlos. Por iguales razones que el anterior, y teniendo presente el informe del Anexo 1, resulta poco probable que aun dándose conflictos, el fiduciario y la administradora no pudieran resolverlos a satisfacción del proyecto. *Riesgo bajo*

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

Riesgo por cambio de operador, se encuentra también previsto en función de diversas contingencias. Si bien la eventualidad de un cambio de operador sería una contingencia relevante para la marcha del proyecto la probabilidad de ocurrencia se considera muy baja. *Riesgo bajo.*

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

El objeto principal del Fideicomiso Financiero Forestal Terraligna 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 la rentabilidad de la inversión, Tasa Interna de Retorno, riesgos asociados y sensibilizaciones.

Para la anterior actualización el fiduciario y el operador presentaron una actualización de las proyecciones financieras con información real a diciembre de 2024 y proyectando hasta la finalización del fideicomiso en 2042. La tasa de retorno estimada por el operador y el fiduciario para el inversor con esta nueva proyección fue de 7,1%, valor apenas mayor al de la anterior actualización (7,0%), pero menor al estimado en el Prospecto de emisión (9,62%).

El flujo financiero presentado se basa en una serie de supuestos que si bien podían ser razonables considerando la trayectoria pasada; hoy resultan 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 estimó una inflación en EEUU de 2,1-2,2% (a partir de 2025 y hasta el final del fideicomiso).

2. Replanteo del flujo de fondos y sensibilidad.

Como se verá en la Sección V, las perspectivas para la demanda de la madera son buenas para el mediano y largo plazo. No obstante, no son tan claras las expectativas de crecimiento de los precios en magnitudes similares a las del pasado. En general, quienes proyectan precios lo hacen sobre la base de un 1,5 a 2% en términos nominales, apenas cubriendo la devaluación histórica del dólar. Son proyecciones preliminares y a 10 años, cuando este plan de negocios tiene una duración bastante mayor. Las últimas proyecciones disponibles realizadas por el Banco Mundial hacia 2035 suponían un aumento entre un 1,1 y un 1,5% anual dependiendo del origen. En este sentido, podría ocurrir que la trayectoria esperada para la evolución de los precios de la madera esté levemente por debajo de las proyecciones realizadas.

Para el caso de la tierra, como se verá, los precios en el Uruguay se ajustaron a la baja, se estabilizaron y han comenzado a recuperarse. No obstante ya no parece muy probable que en el mediano plazo se vuelvan a verificar tasas de crecimiento como las que se dieron hasta el 2014. Esto es consecuencia de que las proyecciones de precios internacionales y las perspectivas de largo plazo para las principales commodities (alimentos), más allá de las volatilidades coyunturales, son de un crecimiento moderado en términos nominales, manteniéndose probablemente 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 realizó un análisis de sensibilidad con el último modelo financiero presentado por el fiduciario, suponiendo trayectorias de precios diferentes a los proyectados. Las sensibilizaciones se basan en los siguientes supuestos:

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

Los resultados se presentan en el siguiente cuadro.

| Cuadro 7: 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% | 4,1% | 5,3% | 6,3% |
| 3,0% | 4,9% | 5,9% | 6,8% |
| 4,0% | 5,3% | 6,2% | 7,0% |

Fuente: CARE

Las tasas internas de retorno estimadas bajo estos supuestos se ubicarían entre 4,1% y 7,0%, siendo positivas incluso en las situaciones más desfavorables en las cuales se supone que los incrementos de precios tanto en la tierra como en la madera evolucionarían por debajo de la inflación esperada del dólar, situación de muy baja probabilidad en una tendencia de más de 20 años.

Para CARE la TIR que más de ajusta a su visión actual del negocio en el largo plazo se ubicaría en torno al 5,9%. Esto supondría un aumento real en el precio de la tierra del entorno de 1% y un mantenimiento de los precios de la madera en términos reales y para el largo plazo (o levemente por debajo), en línea con los que se proyecta para las principales commodities.

A los efectos de estresar aún más el modelo, CARE estimó la TIR para el caso de que se mantuvieran sin aumentos nominales durante todo el período los precios de la madera y de la tierra lográndose en ese caso una TIR del 2,2%. 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.

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)⁵, que relaciona la tasa libre de riesgo, la prima de riesgo del mercado y la prima de riesgo asignado al sistema de producción específico, en este caso la producción forestal. Para evitar variaciones bruscas en la tasa, y tener una visión de mediano plazo, se consideraron valores promedios de los últimos 5 años en todas las variables.

⁵ El modelo de valoración de activos financieros, denominado en inglés Capital Asset Pricing Model (CAPM) es un modelo utilizado para calcular la rentabilidad que un inversor debe exigir al realizar una inversión en un activo financiero, en función del riesgo que está asumiendo

Para considerar el riesgo sistémico se utiliza el “beta”⁶ 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 96 puntos básicos⁷ 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 algo mayor a la TIR esperada del inversor para el escenario que considera los criterios de la calificadora (5,9%) lo que estaría indicando que la rentabilidad del proyecto estaría levemente por debajo del costo de oportunidad, según estos supuestos.

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%), en este caso en línea con la TIR del proyecto.

Otros indicadores con los que podría compararse la TIR esperada del Fideicomiso podrían ser las curvas de rendimiento, que serían opciones posibles de inversión ya que están estimadas para el caso del Uruguay⁸. En la actualidad (marzo 2026), la curva en dólares (CUD) a 10 años está en 4,81%. La TIR esperada del proyecto está en este caso por encima de la curva en dólares, pero cabe aclarar que la CUD contempla solamente el riesgo soberano.

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

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

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.

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.

⁶. Valor proporcionado por Damodaran.

⁷. Es el promedio de 5 años, en marzo de 2026 el riesgo país está ubicado en el entorno de 65 puntos básicos

⁸. Curva Spot de Rendimientos de Títulos Soberanos Uruguayos emitidos en moneda nacional indexada a la inflación o en dólares, según sea el caso

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

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

Para el caso de los incendios, es un riesgo ya muy presente en la actividad y estos proyectos lo tienen adecuadamente internalizado. Existen medidas de manejo para minimizar su ocurrencia (cortafuegos, limpieza de residuos), tareas de vigilancia continua en los meses del verano y también hay seguros. Por otra parte, la alta dispersión de los predios también reduce los riesgos de incendio, ya que si éstos llegaran a ocurrir quedarían acotados 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 un 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 8. Valores de Tasación a Diciembre de cada año en millones de dólares. | | | | | |
|--|---------------------|---------------|--------------|----------------|--|
| Año | Plantaciones | Tierra | TOTAL | Tasador | |
| 2020 | 6,05 | 31,64 | 37,69 | Poyry | |
| 2021 | - | - | 38,04 | Pike/Co | |
| 2022 | 5,10 | 37,56 | 42,66 | Indufor | |
| 2023 | 8,89 | 38,88 | 47,77 | Indufor | |
| 2024 | 14,93 | 41,75 | 56,67 | Indufor | |
| 2025 | 16,59 | 41,94 | 58,53 | Tripan | |
| Variación | 11,16% | 0,46% | 3,28% | | |

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 16,59 millones de dólares, lo que implicó un incremento de un 11.2% respecto del año anterior.

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 cero⁹.

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 41,94 millones, lo que implicó un aumento de apenas un 0,5% respecto del año anterior.

En conjunto los activos tuvieron un incremento del 3,3%, explicado en mayor medida por el aumento del valor de los bosques.

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

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

⁹ 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 aproximadamente el 73% de los retornos de la inversión se explican por el valor de la madera.

Para el caso concreto de este proyecto, el precio que mayor incidencia tendrá en el resultado final, es el de la madera con destino a la producción de celulosa, ya que la madera se produce principalmente para ese destino comercial.

La Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura (FAO), en su informe "Perspectivas del sector forestal mundial 2050"¹⁰ prevé que el consumo global de productos primarios de madera procesada 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 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

¹⁰. FAO 2022. Último informe disponible.

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.

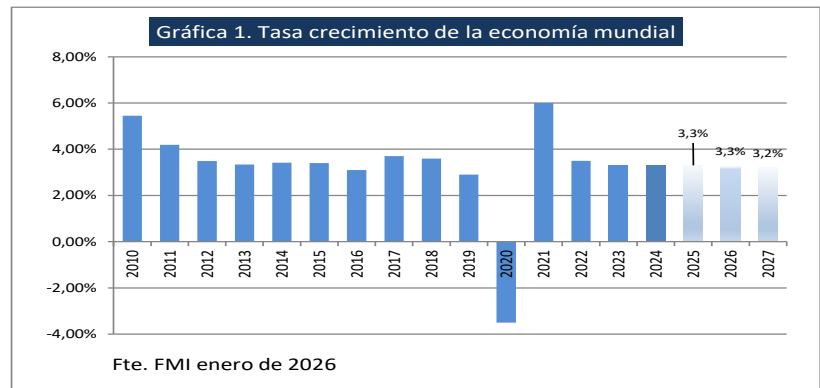
No obstante, la tendencia esperada de largo plazo puede verse afectada por coyunturas desfavorables que tengan efectos depresivos sobre la demanda y en consecuencia sobre los precios. Los efectos derivados de la pandemia, las consecuencias del conflicto entre Rusia y Ucrania, el enfriamiento de la economía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

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

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

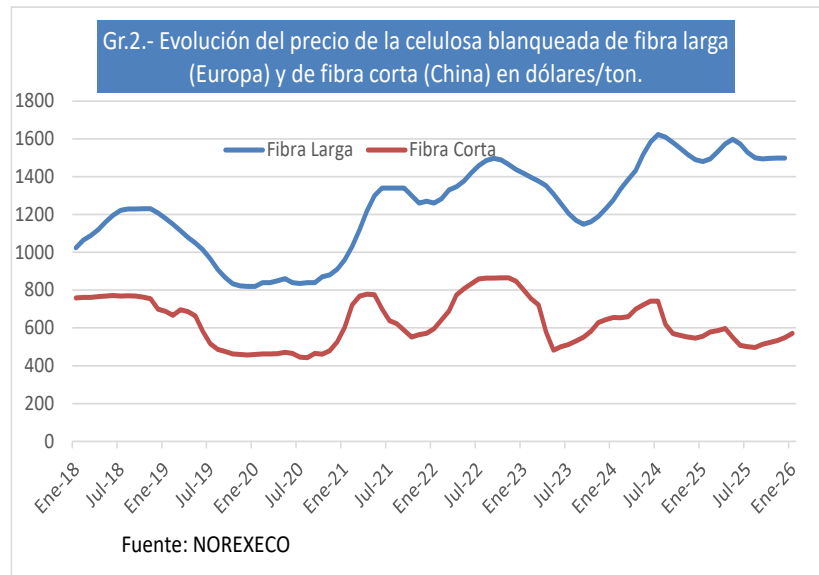
En los últimos años, los precios internacionales de los productos forestales han mostrado una alta volatilidad, como consecuencia de la ocurrencia de una serie de factores que han afectado la demanda: la pandemia, los conflictos bélicos, el magro crecimiento de la economía mundial, la acumulación de 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 NBSK¹¹ (principal cotización internacional, correspondiente a pulpa de coníferas de fibra larga en Europa), y de la BHKP¹² (pulpa de fibra corta en China). Puede observarse el comportamiento comentado en el párrafo anterior.

¹¹. Northern Bleached Softwood Kraft Pulp. Pulpa de celulosa blanqueada de fibra larga

¹². Bleached Hardwood Kraft Pulp. Pulpa de celulosa blanqueada de fibra corta.



El precio implícito¹³ 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)

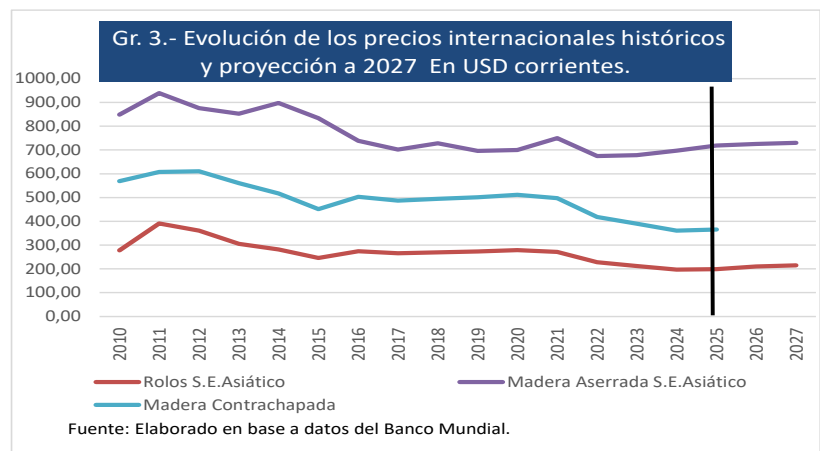
No se dispone de información que proyecte las perspectivas de la evolución de precios internacionales para la celulosa para el largo plazo. En los últimos 10 años el incremento anual del precio internacional de la celulosa de fibra larga (NBSK) fue del 3,6%, esto es un valor indicativo, ya que no existe 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

¹³. 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.

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 plazo¹⁴. 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.

¹⁴ World Bank Commodities Price Forecast. En informes posteriores solamente se proyectan precios a dos años.

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 9. 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.

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.

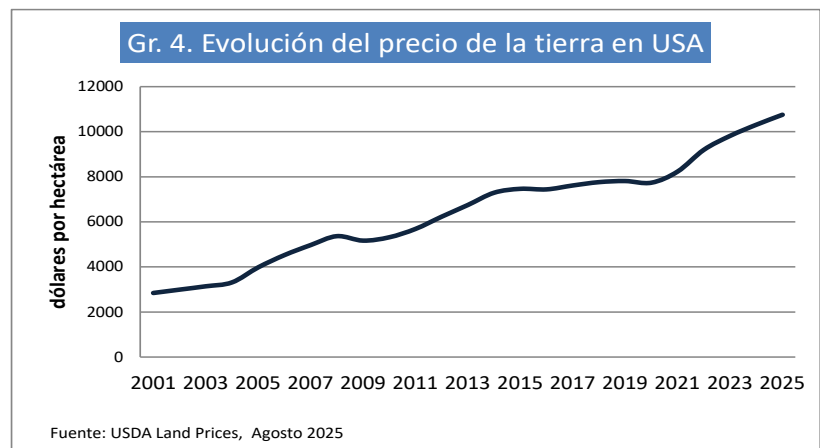
En lo que respecta al precio de la tierra en Estados Unidos, en lo que va del siglo XXI se observa una continua fase ascendente, con alguna excepción (2009 y 2015) en donde se verificaron mínimas reducciones, pero que no modifican la tendencia. El precio en Estados Unidos cayó únicamente en los primeros años de la década del ochenta ante el cambio de la política monetaria denominado "Plan Volcker" y en menor medida, en la crisis financiera de

Lehman Brothers y en el pandemia del Covid 19. En todos los casos las reducciones de precios fueron muy moderadas se revirtieron en pocos años.

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

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

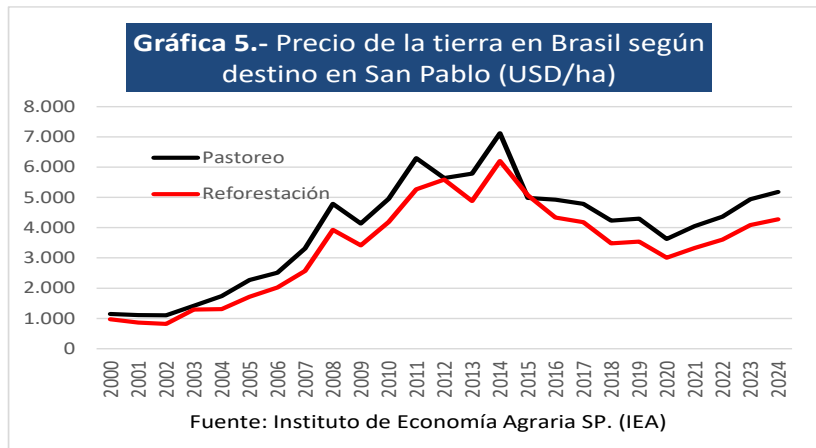
El último informe del USDA¹⁵ que reporta precios de 2025, da cuenta de un incremento de un 4,3% para el promedio de las tierras, respecto del año anterior. Por su parte, las tierras de uso agrícola aumentaron un 4,7% mientras que las de uso ganadero un 4,9%.



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 gráfico se considera el valor promedio del año de la tierra y también el promedio del tipo de cambio, por lo que el 2024 sigue mostrando un leve aumento (aproximadamente un 5% en dólares).

¹⁵. USDA Land Prices, Agosto 2025



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 Cámara¹⁶, se ubicaba en diciembre de 2025 en 45,5 frente a los 21,5 puntos en que había cerrado en diciembre de 2023.

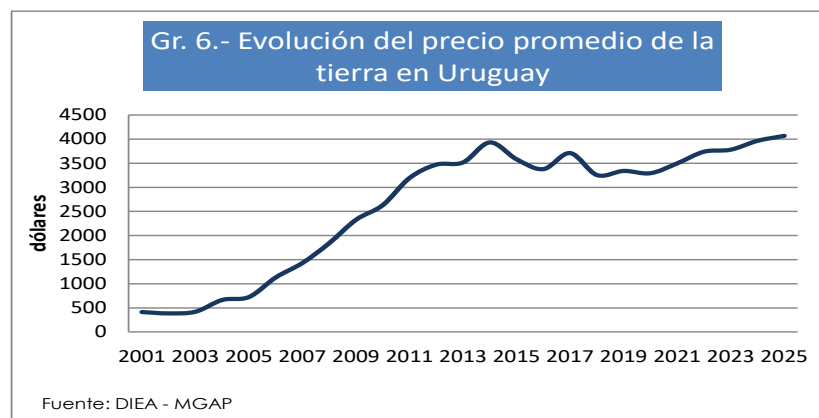
El mercado de campos en Argentina mantiene su atractivo, respaldado por la firmeza en la demanda, la diversificación de intereses y un entorno macroeconómico que, si se consolida, podría fortalecer aún más la ponderación de los activos rurales. La clave parece estar en garantizar la previsibilidad jurídica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

¹⁶ El "Índice de actividad del mercado inmobiliario rural" (InCAIR) es un índice mensual que refleja la "actividad" del mercado. Se toma como base de referencia máxima 100 puntos, correspondientes al pico de máxima actividad histórica. No refleja precios/valores, solo actividad de mercado. Se comenzó a medir a partir del mes de noviembre del 2013.

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

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

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 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 mercado¹⁷, 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

¹⁷. SERAGRO, Agroclaro, Consur y operadores privados

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.

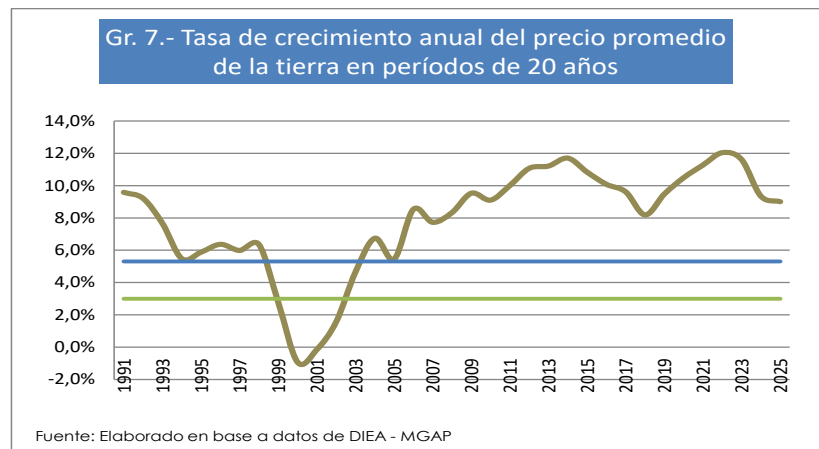
La valorización del precio de la tierra es un componente relativamente importante de ingreso final del fideicomiso (25%) por lo tanto lo que finalmente ocurra con la evolución de su precio tendrá también incidencia con el retorno final de la inversión. El modelo financiero supuso una valorización acumulativa anual de un 5,1% (en dólares corrientes) durante 25 años, por lo que resulta importante conocer que ha sucedido en el pasado como forma de tener una cierta aproximación con lo que pueda ocurrir en el futuro.

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

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

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



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 Unidos¹⁸, más un pequeño componente por incremento de la productividad de la tierra, de esta forma se deberían ubicar entre el 3 y el 4% anual. Esto no implica que existan períodos de mayores o menores tasas anuales de crecimiento.

2. Las políticas públicas, el riesgo político

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

La Política Forestal Nacional se fundamenta en la Ley Forestal N°15.939 (28/12/87) y sus decretos reglamentarios. También está fuertemente regulada a través de la Ley de Evaluación de Impacto Ambiental (No 16.466), la Ley de Ordenamiento Territorial y Desarrollo Sostenible (No 18.306) y la Ley de Protección de Medio Ambiente (No 17.283), sus modificativas y sus decretos reglamentarios. En general las sucesivas modificaciones en las normas le han ido agregando nuevas regulaciones y restricciones al crecimiento, a través de las exigencias de las Autorizaciones Ambientales Previas y las especiales para plantaciones forestales establecidas en el decreto de diciembre de 2021.

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

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

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

¹⁸ La inflación en EEUU aún está levemente por encima de su nivel histórico, aunque se espera que en breve vuelva su nivel.

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 Preve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrián Tambler

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.**