

ACTUALIZACIÓN DE LA CALIFICACIÓN DE RIESGO DE LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN EN EL DOMINIO FIDUCIARIO DEL “FIDEICOMISO FINANCIERO FORESTAL BOSCHETTO”

Montevideo, setiembre 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 la Calificación de Emisión de Oferta Pública Fideicomiso Financiero
Forestal Boschetto.
29 - setiembre - 2026**

Fiduciario:	TMF Uruguay AFISA
Operador:	Cambium Forestal Uruguay S.A.
Agente de Registro y Pago:	TMF Uruguay AFISA
Entidad Representante:	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay SA (BEVSA).
Títulos emitidos:	Certificados de Participación
Moneda:	Dólares americanos
Importe de la emisión:	USD 79.600.000
Fecha de suscripción:	13 y 14 de octubre de 2020.
Distribuciones:	Según resultados acumulados de acuerdo a procedimiento establecido
Activos del Fideicomiso:	Tierras y bosques forestales.
Plazo:	26 años desde la emisión, con posibilidad de prórroga de hasta 4 años más.
Calificación de Riesgo:	BBB. uy ¹
Vigencia:	hasta el 30 de abril de 2027.
Manual utilizado:	Manual de Calificación de Finanzas estructuradas administradas por terceros ²

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

² . Disponible en www.care.com.uy

Resumen General

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

El negocio consiste en la creación y explotación de un patrimonio forestal de aproximadamente 10.000 hectáreas netas de montes en el centro-norte del país. Las especies elegidas son principalmente eucaliptus que se manejan en su mayor parte 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 y ratificada en el correr del tiempo.
- Al tratarse de un proyecto a largo plazo para la maduración de las inversiones, y al depender esta maduración crucialmente de operaciones realizadas al comienzo del mismo, se incluyó el compromiso especial de monitoreo de hechos que ponderan fuertemente la gestión de la administración: la compra de tierra, la evolución de las plantaciones, el prendimiento de las mismas y el porcentaje de aprovechamiento del suelo para ser plantado. A junio de 2026, los objetivos de adquisición de tierra establecidos en el prospecto de emisión se han cumplido tanto en la cantidad de tierra adquirida, como en los precios pagados, como en los plazos estipulados para la adquisición, como básicamente en las superficies plantadas.
- 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, cumpliendo hasta el momento con los compromisos establecidos en el contrato. La empresa viene 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.
- La empresa está llevando adelante dos proyectos de similares características, los Fideicomisos Financieros Forestales Montes del Este y Terraligna, cuyos desempeños a juicio de CARE, que también los califica, vienen siendo satisfactorios. El operador ha adquirido compromisos de coinversión en los proyectos por un valor total en CPs del orden de los 3,7 millones de dólares entre los 3 fideicomisos.
- Un negocio que desde el punto de vista económico-financiero para el inversor, supera diversas pruebas; y al mismo tiempo se destaca por el nivel de cobertura de múltiples variables consideradas. Se dispone de una actualización del flujo financiero presentado por el operador con información real a diciembre de 2025, estimando una TIR de 7,8%. CARE sensibilizó el flujo considerando los criterios de la calificadora para realizar proyecciones a largo plazo, proyectando una TIR algo menor (6,7%), pero que igualmente resultaría aceptable a juicio de la calificadora.

- Las compras de tierra culminaron en 2025, habiéndose adquirido unas 15.700 hectáreas brutas, un 99% de lo establecido en el prospecto, y a un precio 1,4% por debajo de lo establecido en el prospecto. Al 30 de junio de 2026 había plantadas unas 9.760 has y está proyectado plantar unas 150 has en la primavera 2026, con lo que culminaría el plan de nuevas plantaciones, alcanzando algo más del 99% de lo establecido en el prospecto.
- En el primer semestre de 2026 las principales actividades operativas estuvieron enfocadas en el mantenimiento de las plantaciones realizadas en la pasada primavera (aplicación de herbicidas y control de cepas), operaciones de control de malezas, preparación del suelo en el área a plantar en primavera y monitoreo y prevención de incendios.
- El operador estima que para el total del año los ingresos brutos por ventas de madera y pastoreos serán muy inferiores a lo presupuestado. Esto es consecuencia del diferimiento de la venta de madera de pulpa proveniente de la tala rasa de algunos predios que se estiman comenzarán en el año 2027. El mercado doméstico de pulpa está muy ofertado y hay menos demanda por parte de las plantas de celulosa, motivo por el cual se negocian los contratos para entregas en los próximos años. Como consecuencia de los menores ingresos brutos esperados y de gastos generales que podrían resultar algo superiores al presupuesto, el resultado de la gestión³ se estima que será negativo (USD -1,8 millones vs USD +0,4 millones).
- 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 la mayoría de los objetivos planteados en el prospecto de emisión, relativos a la cantidad y calidad de los bosques implantados se han cumplido. Las últimas plantaciones realizadas en la primavera de 2025 cumplen con el prendimiento objetivo y tienen buen crecimiento. Logrados los objetivos de adquisición de tierras y de establecimiento de los bosques, el principal desafío que enfrenta el Fideicomiso es la colocación de la madera destinada a pulpa de celulosa. Se han diferido algunas operaciones de cosecha y esto tendrá como consecuencia el diferimiento en los flujos de caja.
- La última tasación de las tierras y bosques del Fideicomiso se presentó a diciembre de 2025, estimando un valor de 73,9 millones de dólares, lo que representó un aumento de un 25% respecto de la tasación realizada el año anterior. La tasación fue realizada por una empresa diferente a los tres años anteriores (Tripán)⁴. El patrimonio que surge de los estados contables intermedios del fideicomiso al 30 de junio de 2026 era de USD 78,5 millones, ligeramente por debajo, en términos nominales, a la emisión recibida.
- 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.

³. Resultado de gestión= Ingresos brutos-gastos-inversiones.

⁴. Si bien también en esa oportunidad la tasación consideró a todos los bosques, incluso los de menos de dos años, y por el método de valor presente neto (que castiga el valor de los bosques jóvenes), la valuación de los bosques retorna a valores razonables, muy por encima de los obtenidos en la tasación de 2024.

- No obstante, esa tendencia esperada de largo plazo puede verse afectada, en plazos más cortos, por coyunturas desfavorables que tengan efectos depresivos sobre la demanda y en consecuencia sobre los precios. La demanda y los precios internacionales de los productos que comercializa este fideicomiso (básicamente madera para producción de celulosa), han mostrado un comportamiento muy variable en los últimos años, como consecuencia de efectos coyunturales (pandemia, conflictos bélicos, guerras comerciales, etc.). La actual coyuntura geopolítica, de no tener una pronta solución, podría contribuir a generar efectos negativos en el mercado de los productos forestales.
- El mercado de tierra agrícola (incluida la forestal), presenta para el largo plazo tendencias de incremento en sus precios, como consecuencia del aumento sostenido de la demanda de alimentos, fibras y maderas, y a que en general las posibilidades de expansión de la frontera agrícola está cada vez más limitada. Para el caso del Uruguay, los incrementos esperados en los precios de la tierra serán seguramente más moderados que los ocurridos entre 2004 y 2014. Luego de un período de ajuste y de un comportamiento errático con escasos negocios entre 2015 y 2020, el precio de la tierra lleva cinco años de aumentos sostenidos. El precio promedio de la tierra reportado por DIEA-MGAP para 2025, en términos nominales, supera en un 6,2% el récord de 2014.
- Respecto de las políticas públicas, existe una normativa específica que regula el sector y que hasta el momento no ha sido un freno al desarrollo de la producción forestal, más allá del enlentecimiento de las inversiones en algunos casos. En julio de 2026 el Ministerio de Ambiente emitió un decreto que modifica la normativa vinculada a las evaluaciones ambientales de las plantaciones forestales, se eliminaron algunas disposiciones que se habían establecido en la anterior administración que buscaban flexibilizar las normas en algunas situaciones puntuales. No obstante, este Fideicomiso en particular ya ha completado sus plantaciones y obtenido los permisos correspondientes, motivo por el cual no se advierten por el momento amenazas para este proyecto.

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

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

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

El marco conceptual de esta calificación supone un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica el desempeño esperado del fideicomiso, su capacidad de generar en el tiempo utilidades, conforme al proyecto de ejecución del negocio forestal que su administración está mandatada a realizar. Admitido el rango de TIRs derivado de múltiples simulaciones, como razonable para el proyecto en la primera calificación, las futuras no se vinculan estrictamente con la obtención de estas cifras. En efecto, no se trata en este caso de una emisión con compromiso de rentabilidad fijo. Por tanto la nota no dependerá estrictamente del alcance de las Tasas Internas de Retorno calculadas en el proyecto ni de los costos de oportunidad del capital de los inversores. 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 Martinez, Julio Preve y Adrián Tambler. Asimismo en oportunidad de la primera calificación CARE contrató los servicios del Dr. Leandro Rama para la realización del estudio de contingencias jurídicas de la emisión.

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

2. Antecedentes generales y hechos salientes del período

o Antecedentes generales

Como antecedentes más relevantes del fideicomiso que se califica hay que mencionar a los Fideicomisos Financieros Forestales Montes del Este y Terraligna, que son llevados adelante por el mismo Operador y bajo un modelo de negocios y de administración idéntico al que se califica.

El FF Forestal Montes del Este suscribió los certificados de participación el 23 de junio de 2014 por un monto de 56,5 millones de dólares. Ese fideicomiso, con idéntica administración, viene cumpliendo razonablemente con el plan de negocios original que consiste en ese caso en gran medida la producción de madera de calidad con destino a la exportación. Por su parte el FF Forestal Terraligna, suscribió los certificados de participación el 2 de octubre de 2017 por un total de 60,45 millones de dólares; ese segundo Fideicomiso culminó con las compras de tierra y con las plantaciones en 2023, y es básicamente para la producción de madera con destino a la producción de pulpa de celulosa, similar al que nos ocupa.

El cumplimiento de los planes se verifica no solo en los informes del administrador y del comité de vigilancia, sino además por las visitas realizadas por la Calificadora a diferentes montes de los fideicomisos.

El Fideicomiso Financiero Forestal Boschetto 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.

El plazo del Fideicomiso es de 26 años a partir de la emisión. No obstante está prevista la posibilidad de un plazo de prórroga máximo de 4 años, siempre que se obtenga para ello la previa conformidad de los beneficiarios supra mayoritarios en la Asamblea de Beneficiarios.

Las principales características del proyecto son:

- Estructuración de una opción de inversión a largo plazo, respaldada por el retorno de operaciones que involucran el mercado de la madera y el mercado inmobiliario de tierras de uso agropecuario, sin perjuicio de otros ingresos por pastoreo.
- Administración a cargo de Cambium Forestal Uruguay S.A. (en adelante Cambium), una compañía con probada habilidad en la administración de patrimonios forestales.
- Al cierre del proyecto el ingreso total estimado por ventas brutas descontado a un 6,7%⁵ anual, corresponderá en un 78% a la venta de madera y rebrotes, un 21% a la venta de la tierra al final del proyecto, y 1% a ingresos por pastoreo.
- Entre el 13 y 14 de octubre de 2020 se suscribieron los Certificados de Participación del Fideicomiso por un valor nominal de USD 79.600.000 (setenta y nueve millones seiscientos mil dólares estadounidenses); el operador se comprometió a ir adquiriendo hasta el 3% de la emisión en un plazo de 5 años, de acuerdo a un procedimiento establecido en el Artículo 3.7 del contrato de Fideicomiso, lo que viene cumpliendo.
- El 21 de octubre de 2020 se llevó a cabo la primera integración de Certificados de Participación. Dicha integración correspondió al 2,51% del monto adjudicado, ascendiendo a USD 2.000.000. El 8 de agosto de 2024 se realizó la última integración de capital por USD 8.6 millones completando de esta manera el máximo antes del tiempo asignado (5 años desde la emisión).

⁵ Se estimó en base al flujo financiero presentado por el fiduciario a diciembre de 2025 siendo 6,7% el costo de oportunidad estimado por CARE para el promedio entre 2016 y 2021.

- El plan de negocios suponía la creación de un patrimonio forestal, en el centro norte del país, principalmente en los departamentos de Tacuarembó, Durazno, Cerro Largo y Treinta y Tres, de aproximadamente 15.900 hectáreas.
- En el segundo semestre del año 2025 se culminó con la compra de campos por parte del fideicomiso. Finalmente se adquirieron 15.717 hectáreas repartidas en más de 40 establecimientos y en 9 departamentos siendo los principales Canelones, Maldonado, Rocha, Lavalleja, Tacuarembó y Treinta y Tres, existiendo también predios en Rivera, Durazno y Florida.

CUADRO 1. Características de los predios adquiridos por el Fideicomiso a diciembre 2025

	Hás totales	Has Forestables	Precio compra USD/ha	Porcentaje forestable	Distancia a centro consumo
Adquisiciones	15.717	10.014	3.106	64%	175
Prospecto	15.900	10.000	3.150	63%	250
Cumplimiento	98,8%	100,1%	-1,4%		

Fuente: En base al operador y comité de vigilancia

- El Fideicomiso adquirió el 98,8% de la superficie bruta total, con un porcentaje de aprovechamiento levemente mayor al establecido en el prospecto, por lo que se cumpliría con el 100% del área de bosques proyectada. Se han cumplido por parte del operador las dos disposiciones referentes al área adquirida. Transcurridos 3 años desde la primera autorización de compra de tierras por parte del poder ejecutivo (30 de julio de 2021) se adquirieron más del 50% de las tierras forestables establecidas como objetivo, y transcurridos casi los 4 años desde la autorización, se han completado la adquisición de más del 90% de las tierras definidas en el prospecto.
- El precio de compra de la hectárea bruta, sin incluir los bosques ya implantados o el valor de los rebrotes existentes, fue de 3.106 USD/ha un 1,4% por debajo de lo establecido en el prospecto (3.150 USD/ha). Por otra parte, como el aprovechamiento está por encima del objetivo inicial del 63%, el precio de la hectárea neta forestal se ubicaría finalmente en unos US\$ 4.911 por hectárea, un 1,9% por debajo del objetivo establecido en el prospecto de emisión.
- Las distancias promedio de transporte de madera a los principales mercados desde los predios adquiridos fueron significativamente menores que las estimadas en el prospecto de emisión, estimándose en 175 km de transporte en promedio frente a 250 km establecidos en el prospecto de emisión.
- Las especies elegidas preferentemente fueron el Eucaliptus dunnii y globulus, manejadas para la producción de madera pulpable para la industria de la celulosa, con destino a la comercialización en el mercado uruguayo e internacional. Al haberse adquirido algunos predios con plantaciones con pino y con Eucaliptus grandis manejados con destino aserrío, el plan de negocios finalmente incluye también ese destino, aunque no supone más de un 9 a 10% del área final de esos montes.

- El 12 de agosto de 2022, se realizó la segunda Asamblea de Beneficiarios del Fideicomiso, con la asistencia del 100% de los titulares de los CPs emitidos esa fecha. En la misma se aprobó la venta de dos padrones del departamento de Canelones adquiridos en noviembre del 2021, y simultáneamente la compra de dos padrones ubicados en el mismo departamento. Este intercambio implicó el ingreso de 253 has forestadas principalmente con Eucaliptus grandis y la entrega de 397 has, parte de las cuales se encontraban forestadas con genética muy antigua. La diferencia de montos se saldó en efectivo a favor de Boschetto.
- El 13 de octubre de 2022, se realizó la tercer Asamblea de Beneficiarios del Fideicomiso, y aprobó por unanimidad la constitución del Comité de Vigilancia y la designación del Sr. Pablo Tarigo como único miembro del referido Comité.
- En abril de 2025 el Comité de Calificación de CARE redujo levemente la nota a BBB-.uy, debido a la fuerte pérdida patrimonial como resultado de la reducción del valor de los activos biológicos. Esa pérdida respondía a un discutible cambio de criterio en la valuación y no a problemas de gestión, lo que se corrigió en la siguiente tasación recuperando la nota BBB.uy en abril de 2026.
- En el tercer trimestre de 2025 se realizó la primer auditoría de certificación de las normas FSC®. Luego de la misma el Fideicomiso Boschetto obtuvo el certificado de gestión forestal sustentable de acuerdo con las normas del FSC®. Se cumple entonces por parte del administrador la obligación de gestionar la obtención de un certificado forestal de renombre mundial dentro de los primeros 5 años de vida del fideicomiso.
- A diciembre de 2025 se presentó la última tasación anual de la tierra y los montes del Fideicomiso. Se tasaron la totalidad de los montes plantados (9.123 Has), y el monto total determinado fue de 54,4 millones de dólares para la tierra y de 19,5 millones para los montes. (ver Sección IV, punto f). En el caso de los activos forestales el resultado de la tasación multiplicó el valor por 3, respecto de la tasación de 2024, pasando de 6,5 a 19,5 millones de dólares.

o Hechos salientes del período

- La superficie efectivamente plantada en los inmuebles del Fideicomiso al 30 de junio de 2026 se presenta en el siguiente cuadro.

Cuadro 2. Superficie forestada al 30 de junio de 2026

Eucaliptus Globulus	1.780
Eucaliptus Dunni	7.011
Eucaliptus Grandis (aserrío)	556
Pinos (Aserrío)	380
Otras especies eucaliptus	36
Total Forestado	9.763
Area Total	15.717
Porcentaje de aprovechamiento	62%
Potencialmente plantable	226
A plantar en 2026	150

Fuente: El operador

- El operador actualizó el área plantada en el año 2024 de dos predios del fideicomiso lo que implicó una baja de aproximadamente 16 hectáreas respecto de la anterior actualización. La superficie actual de montes es de 9.763 ha efectivas en un área total de 15.717 has. A ello se le suman 229 has que son potencialmente plantables, de las cuales en la primavera 2026 se forestarán unas 150, mientras que el saldo restante se podría plantar en una próxima rotación. Con la plantación de primavera se dará por terminada la etapa de nuevas plantaciones.
- Estaba prevista la plantación de unas 10.000 hectáreas efectivas de bosques, aproximadamente entre el 63 y el 64% de la superficie total comprada. Con la plantación de primavera se llegaría a al 99% de la meta establecida en el prospecto un a un porcentaje de aprovechamiento del 63,1%.
- El presupuesto y plan operativo para el año 2026, preveía la plantación de 146 hectáreas, control de malezas de 2.000 hectáreas, el manejo de rebrotes en 165 hectáreas y la poda de 117 hectáreas. Las principales actividades realizadas durante el primer semestre de 2026 fueron el mantenimiento de las plantaciones de la primavera pasada (aplicación de herbicidas, control de cepas), el control de exóticas, la preparación del suelo para la plantación de la primavera (laboreo de suelos, subsolado y excéntrica), marcación de raleo de eucaliptus grandis, control de cepas post raleo, y monitoreo y prevención de incendios
- Durante el segundo trimestre se realizó el control de prendimiento de las 1286 hectáreas plantadas durante la primavera de 2025. El resultado de estos controles mostró que en todos los predios se superó el prendimiento objetivo, de 80% establecido en el contrato de administración, lográndose un 86%.

En el siguiente cuadro se presenta el presupuesto de ingresos, costos e inversiones para el año 2026 y se compara con la ejecución esperada, que tiene en cuenta lo realizado en el primer semestre y lo proyectado para el segundo.

Cuadro 3. Presupuesto para 2026 (en dólares)			
	Presupuesto	Estimado	Desvío
Ingresos Madera	2.185.875	116.275	-94,7%
Ingresos Pastoreo	234.905	203.896	-13,2%
Ingresos Brutos Totales	2.420.780	320.171	-86,8%
Gastos generales Forestación	-516.871	-527.359	2,0%
Gerenciamiento	-862.123	-903.667	4,8%
Gastos de Administración	-213.248	-225.238	5,6%
Total gastos	-1.592.242	-1.656.264	4,0%
Ingreso Neto	828.538	-1.336.093	
Mantenimiento	-219.644	-231.071	5,2%
Establecimiento	-175.874	-180.209	2,5%
Manejo rebrotes	-10.830	0	
Manejo podas y raleos	-39.504	-47.744	20,9%
Total inversiones	-445.852	-459.024	3,0%
Ingreso neto-inversiones	382.686	-1.795.117	

Fuente: el operador

- Para el total del año los ingresos brutos por ventas de madera se estima que serán muy inferiores a lo presupuestado, como consecuencia diferimiento de la venta de madera de pulpa proveniente de la tala rasa de los predios tres predios del fideicomiso, que se estiman comenzarán en el año 2027. El mercado doméstico de pulpa está muy ofertado y hay menos demanda por parte de las plantas de celulosa. Esta es la principal razón por la que los volúmenes se han diferido para los siguientes años.
- El comité de vigilancia informa de que una vez logrados los objetivos de adquisición de tierras y de establecimiento de los bosques, el principal desafío que enfrenta ahora el Fideicomiso es la colocación de la madera destinada a pulpa de celulosa. Se han diferido algunas operaciones de cosecha y esto tendrá como consecuencia el diferimiento en los flujos de caja.

3. Información analizada.

La información analizada fue la siguiente:

- Estados Contables de Cambium al 30/6/2025
- Estados Contables Intermedios del Fiduciario al 30/06/2026.
- Estados Contables Intermedios del Fideicomiso al 30/06/2026.
- Informes trimestrales del operador, el último a junio de 2026.
- Informes trimestrales del Fiduciario, el último a junio de 2026.
- Informes trimestrales del Comité de Vigilancia, el último a junio de 2026.
- Información Sectorial sobre el mercado forestal y de la tierra.
- Informes de calificación de otros fideicomisos análogos.
- Modelo Financiero a diciembre de 2025.

II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

Se ofrecieron en oferta pública certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero Forestal Boschetto, 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 Boschetto
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.
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:	USD 79.600.000
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.

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

*...Se puede adelantar a modo de concepto general - y **sin perjuicio de la objeción sobre el plazo que se explicará en el último segmento de este informe** – que la estructura de marras **cumple desde el punto de vista jurídico, con los requisitos normativos** que hacen a la constitución formal del negocio fiduciario, la validez y eficacia de las obligaciones que asumen las partes y no se aprecian riesgos en la estructura jurídica en orden a la satisfacción del derecho de participación que otorgan los valores a emitirse, quedando supeditado el éxito de la inversión a la gestión del Operador en la implementación del emprendimiento y del Fiduciario en lo referente a la administración del patrimonio fiduciario.*

Específicamente sobre el contrato de fideicomiso señala:

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

Más adelante desarrolla las contingencias objetivas, en concreto la necesidad de autorizaciones previas consideradas.

El informe jurídico hacía al final una objeción respecto del plazo del fideicomiso planteado en el Prospecto porque existía la posibilidad de que fuera de 31 años. No obstante, a pedido del BCU el plazo se corrigió y no podrá superar los 30 años.

Finalmente concluye

“...En conclusión y salvo la objeción que viene de comentarse sobre el plazo, el negocio fiduciario cuenta con un razonable grado de cobertura, no advirtiéndose otros 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 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 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 del primer semestre de 2026 y su comparativo con cierres anteriores se presenta en los cuadros siguientes.

Cuadro 4: Estado de Situación (en miles de \$)			
Concepto	30/6/2026	31/12/2025	31/12/2024
Activo	185.613	169.127	166.002
Activo Corriente	54.605	41.633	27.197
Activo no Corriente	131.008	127.494	138.805
Pasivo	153.905	140.694	138.589
Pasivo Corriente	42.745	32.515	18.881
Pasivo no Corriente	111.159	108.179	119.709
Patrimonio	31.708	28.433	27.412
Pasivo y Patrimonio	185.613	169.127	166.002
Razón Corriente	1,28	1,28	1,44

Fuente: EE.CC TMF

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

Concepto	30/6/2026	30/6/2025	31/12/2025
Ingresos operativos	19.976	20.709	39.675
Costo Servicios Prestados	(3.859)	(4.844)	(9.507)
Resultado Bruto	16.118	15.865	30.168
Gastos Administración y Vtas.	(8.001)	(5.752)	(13.531)
Resultado Operativo	8.117	10.113	16.637
Resultado Financiero	(3.713)	(7.043)	(11.860)
Otros	1.018		
Resultados antes de IRAE	5.421	3.070	4.777
IRAE	(2.147)	-	(3.756)
Resultado del Periodo	3.275	3.070	1.021

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 semestre indicado, 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 (sumados los tres fideicomisos).

A la fecha, el accionista de la sociedad es Sociedad de Inversiones y Asesorías Cambium Limitada con una participación accionaria del 100 %.

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.

Siguen siendo los principales referentes de la firma: el Ing. Simón Berti, en su calidad de socio y Presidente del Directorio de Cambium Uruguay y el Ing. Daniel Ramírez en su calidad de Gerente General.

3. Fideicomiso

Una vez creado el Fideicomiso se procedió a la convocatoria para la suscripción de los Certificados de Participación (CP's). Esto se produjo entre los días 13 y 14 de octubre de 2020 y fue por el 100 % de la oferta de USD 79.6 millones (valor nominal, USD 1 por certificado). De la totalidad de los mismos, 79.385.800 certificados fueron adjudicados a beneficiarios institucionales; 159.200 a Cambium y 55.000 fueron adjudicados a un cliente minorista.

El periodo de integración (equivalente al periodo de inversión) se estableció en un máximo de 5 años en régimen de capital call, en agosto del año 2024 se realizó una última integración completando de esta manera la totalidad autorizada de USD 79.6 millones. Esto se realizó en 9 integraciones y demandó menos tiempo que el previsto.

En el cuadro siguiente se informa resumidamente el estado de situación intermedio del Fideicomiso al 30/06/2026.

Cuadro 6: Estado de Situación del Fideicomiso (miles USD)

Concepto	30/6/2026	31/12/2025	31/12/2024
Activo	79.033	80.213	72.357
Activo Corriente	2.747	3.576	11.822
Activo no Corriente	76.285	76.636	60.535
Pasivo	565	629	575
Pasivo Corriente	565	587	575
Pasivo no Corriente	-	42	-
Patrimonio	78.467	79.583	71.783
Pasivo y Patrimonio	79.033	80.213	72.357
Razón Corriente	4,86	5,69	20,56

Fuente: EE.CC Fideicomiso

A la fecha de cierre del semestre 2026 el valor contable del patrimonio era de USD 78.5 millones, algo menor al cierre del ejercicio 2025 y ligeramente por debajo, en términos nominales, a la emisión recibida.

Cabe recordar que, por tratarse de un cierre intermedio, no se registran cambios en el valor de los activos biológicos ni de la tierra. Este fue el factor que explicó en el ejercicio pasado el fuerte incremento del patrimonio contable. Sobre fin del ejercicio en curso habrá de realizarse una nueva tasación.

En el cuadro siguiente se expone un resumen del estado de resultados parcial al cierre del periodo informado.

Cuadro 7: Estado de Resultados del Fideicomiso (miles u\$s)

Concepto	30/6/2026	30/6/2025	31/12/2025
Ingresos por ventas y servicios	146	1.077	1.320
Otros resultados integrales	0	0	0
Ingresos operativos	146	1.077	1.320
Gastos operativos	(193)	(214)	(479)
Revaluación activos biológicos	-	-	9.766
Gastos administrativos	(1.029)	(1.138)	(1.952)
Resultado operativo	(1.076)	(275)	8.655
Resultados financieros	(40)	297	384
Resultado por revaluación de tierra	-	-	(458)
Resultados antes de IRAE	(1.116)	22	8.581
IRAE	-	1.789	(186)
Resultado del periodo	(1.116)	1.812	8.396
Reserva por revaluación de tierras			
Otros resultados integrales			
Resultado integral del periodo	(1.116)	1.812	8.395

Fuente: EE.CC Fideicomiso

El Fideicomiso sigue transitando por su etapa temprana en que hay que esperar la maduración de las inversiones, particularmente los activos biológicos; en consecuencia aún no ha empezado a generar ingresos relevantes. Como se ha comentado líneas arriba, el importante resultado del ejercicio 2025 se debió a la revaluación de los activos biológicos.

4. Riesgos considerados:

Riesgo administración, considerando la idoneidad para cumplir con la función de TMF Uruguay AFISA, ya demostrada, y Cambium. Con respecto a este último, 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, especialmente al ser ésta una tercera operación desarrollada por los mismos administradores.

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

Con el producido de la emisión, se invirtió en la compra de inmuebles rurales y la implantación de montes para el desarrollo de la actividad silvícola, en las condiciones previstas en el Contrato.

a) Evaluación de rentabilidad de la inversión, Tasa Interna de Retorno.

En esta oportunidad se cuenta con una actualización de las proyecciones financieras aportada por el Fiduciario con información real al 31 de diciembre de 2025 y proyectando hasta la finalización del fideicomiso en 2045.

La superficie efectivamente plantada al momento de la realización de esta nueva proyección, se encuentra muy alineada con lo establecido en el prospecto. No obstante, el plan de inversiones se ha modificado levemente al adquirirse bosques ya implantados o importantes áreas de rebrotes lo que permite adelantar flujos de caja y reducir costos de implantación. Los costos unitarios estimados para las inversiones se han mantenido dentro de lo presupuestado, aunque algunos de esos costos están siendo mayores que lo estimado en el prospecto de emisión (compra de los predios forestados).

La tasa de retorno estimada por el operador y el fiduciario para el inversor en esta proyección fue de 7,8%, valor que resulta algo menor a la proyectada en el Prospecto de emisión (8,8%). Por el momento los principales ingresos refieren a los pastoreos por las áreas no forestadas que se destinan a la explotación ganadera, y algunas partidas por ventas de montes plantados previamente y raleos comerciales de algunos bosques manejados para madera de calidad

El punto clave para la proyección del flujo financiero refiere a los supuestos utilizados para la estimación del incremento real en el valor de la madera así como el valor de los campos. Los supuestos considerados en esta oportunidad son básicamente los mismos que los utilizados en el modelo original:

- o Para la madera se estimó un aumento real del 0,5% anual. Suponiendo una inflación para el largo plazo en EEUU de un 2,1%, el incremento nominal anual sería del 2,6%.
- o Para la tierra se supuso un incremento real anual del 3% por lo que el incremento nominal sería del 5,1%.

b) Replanteo del Flujo de Fondos y sensibilizaciones

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

En relación a los precios de la madera, las proyecciones para la próxima década de casi todas las instituciones coinciden en que la evolución sería algo menor que el promedio utilizado por el operador en el modelo, que lo situó en 2,6% nominal (véase Sección V). 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.

En relación al precio de la tierra, si bien el 5,1% está por debajo del comportamiento histórico, podría verificarse un incremento menor, habida cuenta que los valores ya se han ajustado al alza entre 2004 y 2014. Por otra parte, 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 podría ubicarse, en una hipótesis más conservadora, entre un 3 y un 4%.

Considerando este panorama de precios esperados para la madera y la tierra CARE recalculó la TIR con la utilización del 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 8 Sensibilidad de la TIR a diferentes tasas de evolución del precio de los productos e incrementos en el valor de la tierra

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

Fuente: CARE en base al modelo financiero

Las tasas internas de retorno estimadas bajo estos supuestos se ubicarían entre 5,4% y 7,6%, siendo positivas incluso en las situaciones más desfavorables en las cuales se supone que los incrementos de precios tanto en la tierra como en la madera estarían bastante por debajo de la inflación esperada del dólar, situación de muy baja probabilidad en un plazo de más de 10 años.

La TIR que ajusta con los criterios que utiliza la calificadora para realizar proyecciones con un enfoque más conservador sería 6,7%. 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 plazo⁶, 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 4,2%. Importa destacar que la probabilidad de ocurrencia de ese escenario sería

⁶ . 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.

extremadamente baja, ya que nada indica que las variables como el precio de la tierra o el valor de la madera vayan a tener ese comportamiento durante un período tan largo.

Las Tasas Internas de Retorno proyectadas consideran todo el período del proyecto por que se estaría estimando la rentabilidad para un inversor que aportó el capital en cada una de las integraciones al comienzo del proyecto y se mantiene hasta el fin del fideicomiso. La mayor parte de las integraciones a este Fideicomiso (87%) se realizaron entre 2021 y 2023 y durante ese período, a título de ejemplo, el rendimiento de los Treasury Bonds a 20 años de EEUU se ubicaba entre 1,98 y 4,26% mientras que el rendimiento de la curva en dólares (CUD) a 20 años se ubicaba entre 5,15 y 5,55% para ese mismo período.

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

c) Riesgo de manejo 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.

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

Respecto del riesgo climático, el más importante sería un evento extremo de sequía, que podría afectar no solamente los montes muy jóvenes, sino también

en algunos casos los montes de mayor desarrollo. Estos riesgos son difíciles de prevenir y de estimar su impacto, pero podemos asumir por el momento que están comprendidos dentro de los análisis de sensibilidad. 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.

d) Tasación de la Tierra y los Montes Forestales

A diciembre de 2025 se presentó la tasación anual de la tierra y los montes 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 9. Valores de Tasación a Diciembre de cada año en dólares.				
	Plantaciones	Tierra	Total	Tasador
2022	3.050.000	27.000.000	30.050.000	Indufor
2023	8.530.945	46.781.324	55.312.269	Indufor
2024	6.474.301	52.611.519	59.085.820	Indufor
2025	19.473.258	54.385.538	73.858.796	Tripan
Variación	201%	3%	25%	

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 19,5 millones de dólares. En esta oportunidad, el valor de los montes tuvo un aumento del 201% respecto de la tasación realizada en 2024.

Al igual que el año anterior, se tasaron todos los montes, incluyendo los de menos de 2 años, que por lo general se tasan considerando los costos reales de plantación y no a través del método de valor presente neto. En montes chicos, esta metodología puede generar valores negativos, por este motivo, Tripan en esos casos, a los rodales que dan un valor negativo les aplica un valor mínimo igual a cero, castigando en menor medida el valor de los activos. La gran diferencia entre las tasaciones de 2024 y 2025, que implica un aumento de 13 millones de dólares se debe en parte al crecimiento de los montes, a que hay una mayor área y muy probablemente también a la metodología aplicada por las diferentes tasadoras.

Según la tasación de 2024, cada hectárea plantada, independientemente de su edad, tendría un valor de USD 774, aproximadamente la mitad del costo de plantación de un hectárea de monte, mientras que en 2025 el valor promedio de los montes fue de USD 2.134/ha, un valor más razonable, aunque igualmente estaría castigado porque muchos rodales tienen un valor de cero o muy bajo (por debajo del costo de plantación). CARE entiende que a pesar de que de alguna manera se corrige la valuación de 2024, la metodología utilizada ofrece dificultades para representar correctamente la realidad de los valores de las plantaciones, dada la alta proporción de montes de poca edad.

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 54,4 millones, lo que implicó un aumento de un 3% respecto del año anterior, y resulta en un valor promedio de 3.503 USD/ha

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

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

V. EL ENTORNO

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

El crecimiento del consumo de productos madereros, se estima que será mayor al aumento previsto de la población mundial, lo que sería impulsado por el aumento de la demanda proveniente de los países de ingresos bajos y medios. Esta mayor demanda deberá ser atendida aumentando la productividad a través de la gestión forestal sostenible en los bosques, que deberá estar alineada con las crecientes exigencias ambientales. En lo que refiere al mercado internacional de los productos forestales, al menos hasta el momento, el cúmulo de barreras está relativamente sujeto a disciplinas predecibles, por lo que no se prevén mayores riesgos; y en cuanto a la probable extensión de barreras de tipo medio ambiental, el país y especialmente este proyecto, destacan por su cuidado y certificaciones a él vinculadas.

Existe evidencia y razones fundadas para sostener el crecimiento a largo plazo del precio de la tierra, como consecuencia del aumento en la demanda y el comercio de alimentos y fibras, de la mejora de la productividad y de la inexistencia de margen para la expansión de la frontera agrícola. Por su parte, las crecientes medidas vinculadas con la protección del medio ambiente, también podrían poner en el mediano plazo restricciones al uso de la tierra.

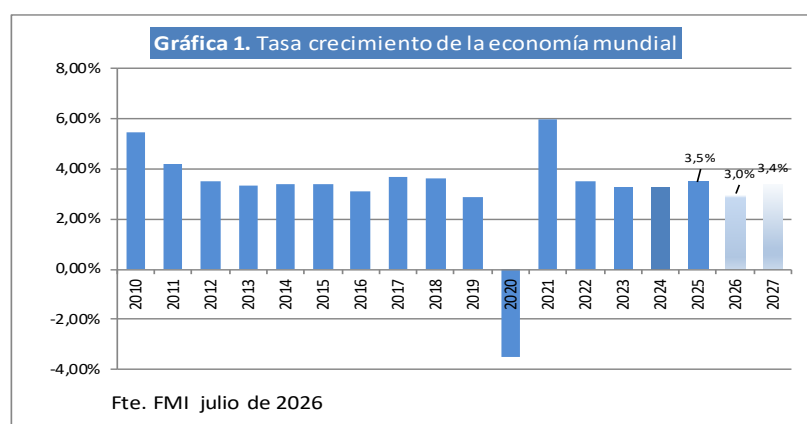
La actual coyuntura geopolítica, de no tener una pronta solución, podría contribuir a generar efectos negativos en el mercado de los productos forestales. Los conflictos bélicos pueden generar interrupciones en el comercio internacional, caracterizadas por el aumento de costos logísticos, volatilidad 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 de los proyectos forestales, el análisis de entorno se expresa en términos de grandes tendencias vinculadas a la evolución del precio de la madera y de la tierra.

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

1. Entorno macroeconómico internacional

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



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

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

2. Riesgo Económico y de Mercado

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

a) El precio de la madera

El precio más importante y por tanto el juicio más determinante para la calificadora es el de la madera. Esto se fundamenta en que el 78% de los retornos de la inversión se explican por el valor de la madera.

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

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

Para el caso concreto de este proyecto, el precio que mayor incidencia tendrá en el resultado final, es el de la madera con destino a la producción de celulosa, ya que la madera se produce principalmente para ese destino comercial. Como ya se comentó, el área destinada a madera de calidad (aserrío), es menor, será de aproximadamente un 9-10% de la superficie una vez que se complete la forestación.

La Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura (FAO), en su informe "Perspectivas del sector forestal mundial 2050"⁷ prevé que el consumo global de productos primarios de madera procesada 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.

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.

⁷. FAO 2022. Último informe disponible.

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 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 y más recientemente el conflicto del Medio Oriente, contribuyen a generar un alta volatilidad en el comercio internacional y en los precios de la madera y los productos forestales.

Para el largo plazo no existen elementos para suponer cambios en las tendencias planteadas en el prospecto de emisión, aunque no habría que descartar puntualmente coyunturas desfavorables como las comentadas.

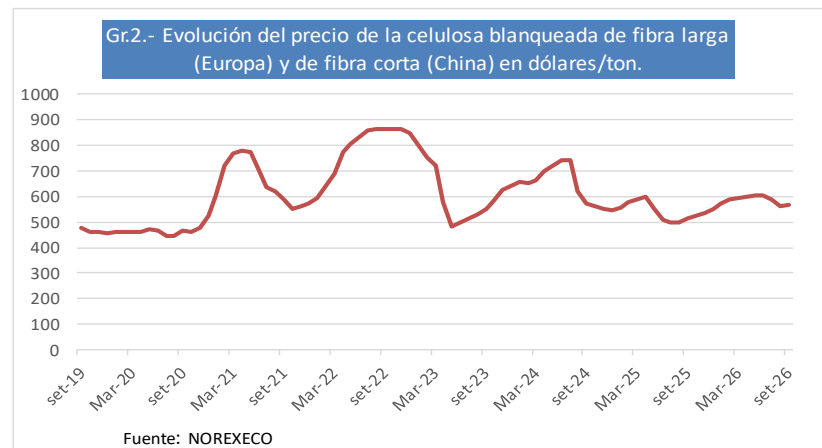
Para esta calificación CARE realiza una actualización de la información clave del sector, confirmando que no deberían existir en el futuro mayores desvíos respecto de la trayectoria esperada.

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 en el caso de la pulpa de fibra corta (la que se produce en el Uruguay), se mantienen por debajo del promedio de los últimos 10 años en términos nominales.

En la siguiente gráfica se presenta información de los precios por tonelada para la pulpa BHKP⁸ (pulpa de fibra corta en China). Puede observarse el comportamiento comentado en el párrafo anterior.



El precio implícito⁹ 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. En los primeros 7 meses de 2026 (enero-julio), el promedio del precio de la tonelada FOB de exportación de celulosa fue de 546 dólares por tonelada, un 3% por encima del promedio del año anterior.

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

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

⁹ Valor FOB de exportación/toneladas exportadas

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

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

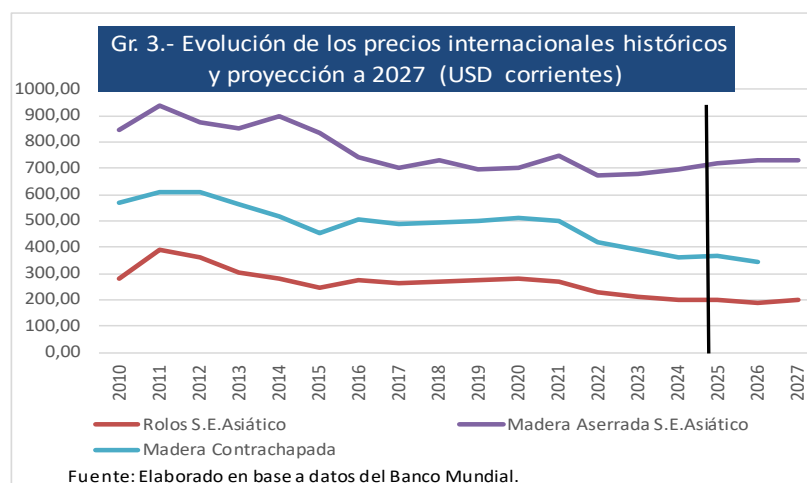
No se dispone de información que proyecte las perspectivas de la evolución de precios internacionales para la celulosa para el largo plazo. En los últimos 10 años el incremento anual del precio internacional de la celulosa de fibra larga (NBSK) fue del 3,6%, mientras que la de fibra corta no habría mostrado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

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

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

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

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



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

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

En el año 2021 el Banco Mundial presentó una proyección de largo plazo para la madera en bruto para aserrío y para la aserrada, mostrando un leve crecimiento en valores nominales hacia el 2035 en el largo plazo¹⁰. Para el caso de los rollos se proyectó un crecimiento del 0,95% acumulativo anual y para la madera aserrada un 1,5%. Estos aumentos de precios -que por el momento no se han venido cumpliendo-, no alcanzarían a cubrir la devaluación del dólar, por lo que estarían cayendo en términos reales. Estas proyecciones son consistentes con las de los commodities alimenticios para los que se proyecta también una leve reducción de los valores en términos reales (aumentos nominales positivos pero algo menores a la devaluación de largo plazo del dólar).

El record de exportaciones forestales del Uruguay en valor fue en 2024 como consecuencia de un año completo con funcionamiento pleno de las tres plantas de celulosa y un mayor precio por tonelada que el actual. En 2024 la celulosa lideró por primera vez el ranking de productos exportados, desplazando a la carne bovina, como resultado tanto del aumento de su precio como del incremento en el volumen exportado.

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

¹⁰. World Bank Commodities Price Forecast. En informes posteriores solamente se proyectan precios a dos años.

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

Cuadro10. Exportación de productos forestales seleccionados (en millones de dólares FOB)							
	2022	2023	2024	2025	ene-julio 2025	ene-julio 2026	Variación
Celulosa	1.818	2.019	2.546	2.317	1.340	1.330	-1%
Rolos de pino	127	69	65	67	31	37	22%
Tableros de madera contrachapados	102	80	89	78	47	44	-6%
Chips (eucalipto y pino)	113	109	50	64	40	45	13%
Madera Aserrada coníferas y no coníferas	184	171	188	188	110	113	2%
Papel y Cartón	35	30	27	26	15	20	32%
Rolos de eucalipto	34	24	39	36	20	23	19%
Otros productos forestales	1	1	4	11	4	22	393%
Total	2.413	2.504	3.007	2.786	1.607	1.635	2%

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

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

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

b) El precio de la tierra

Las perspectivas de demanda internacional por tierra siguen siendo alentadoras y ubicarían los precios en niveles crecientes para el corto y mediano plazo. Esto es consecuencia de las dificultades que existen para la expansión de la frontera agrícola, sumado a la necesidad de un uso racional y sostenible del recurso suelo. Esto no implica que puedan existir variaciones de corto plazo que la aparten de esa tendencia, como consecuencia de la evolución de diversas variables que puedan afectar los precios nominales de la tierra, como por ejemplo: las tasas de interés, la devaluación de las monedas, la inflación internacional o el precio de los commodities.

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

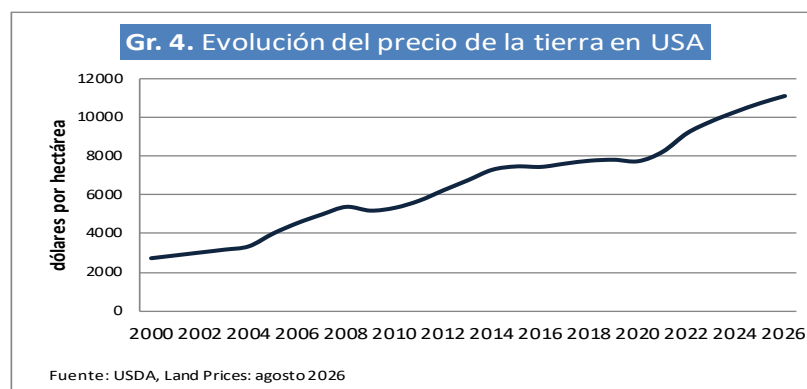
En este caso se actualiza el comportamiento de los precios en diferentes países considerados de importancia, en el entendido de que sus tendencias podrían generar información respecto de lo que podría ocurrir en nuestro país.

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

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

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

El último informe del USDA¹¹ que reporta precios de 2026, da cuenta de un incremento de un 3,4% para el promedio de las tierras, respecto del año anterior. Por su parte, las tierras de uso agrícola aumentaron un 3,3% mientras que las de uso ganadero un 4,2%.



El comportamiento del precio de la tierra en Brasil, está por lo general afectado por el tipo de cambio, en la medida que en ese país la cotización del recurso se realiza en su moneda (reales). Por ello, las fluctuaciones pueden ser amplificadas por este efecto. El precio en dólares muestra un crecimiento sostenido hasta el año 2014 para luego comenzar a caer hasta 2020, en un comportamiento similar al ocurrido en Uruguay. A partir de 2020 comienza a recuperarse en forma importante, acumulando entre 2020 y 2025 un aumento de algo más del 45% en dólares corrientes, tanto para la tierra para pastoreo como para reforestación. Sin embargo, a pesar de estos aumentos aún se mantiene (en dólares) por debajo de los valores máximos.

¹¹ USDA Land Prices, Agosto 2026

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

Gráfica 5.- Precio de la tierra en Brasil según destino en San Pablo (USD/ha)



Respecto de Argentina, La Bolsa de Comercio de Rosario publicó en agosto de 2026 un informe analizando la evolución reciente del precio de la tierra, tomando como referencia la zona núcleo maicera (Pergamino, Rojas y Colón) y utilizando como fuente base de información a la revista Márgenes Agropecuarios¹². Luego de la crisis del año 2001 el precio de la tierra registró un boom alcista en su valor, tendencia que se extendió hasta el año 2012. Desde entonces y luego de más de una década de corrección en términos reales e inclusive llegando a registrar caídas en términos nominales, el valor de la hectárea en la subzona maicera de la región núcleo alcanzó a los USD 17.900 entre enero y julio de 2026, superando el récord nominal de USD 17.350 alcanzado en 2012.

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

Gráfica 6. - Precio promedio de la tierra en Argentina Región maicera de zona núcleo en USD/há.



¹² La información refiere a tierras agrícolas de alta calidad, no comparables con tierras forestales. No obstante puede suponerse que las variaciones en los valores podrías ser seguramente similares

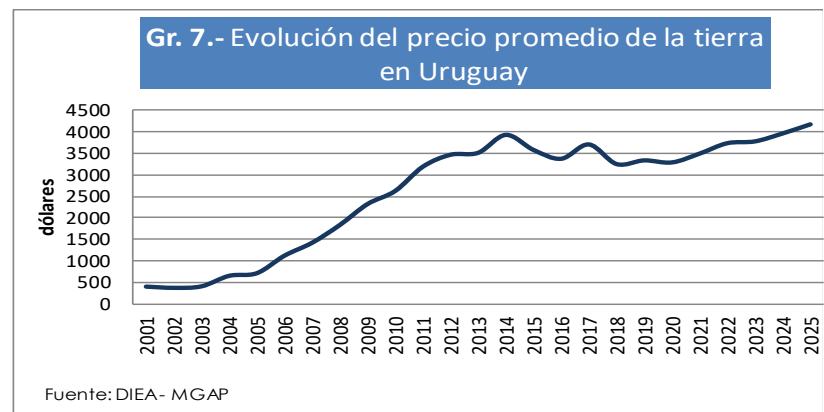
en la productividad. Desde 2013 la serie nominal mostró una larga meseta con sesgo bajista, hasta tocar un piso de USD 13.950 por hectárea en 2021, 20% por debajo del máximo de 2012. Cabe destacar que se trata de un período marcado por un estancamiento en la actividad económica, derechos de exportación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

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

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

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

En 2023 el incremento en el precio de la tierra según DIEA-MGAP fue de 1,1% y en 2024 vuelve a aumentar en un 4,9%. En marzo de 2026, se publicó el informe con los resultados de las compraventas del 2025, que muestra un nuevo ajuste al alza de los valores. El valor medio de 2025 marca un aumento promedio del 5,3% respecto del promedio de 2024. Cabe destacar, que el precio de la tierra en 2025, en términos nominales, supera en un 6,2% el récord histórico de 2014.



Existen otras fuentes de información realizadas por consultoras y operadores del mercado¹³, que utilizando diferentes criterios de tasación estiman valores de campos de características similares y teniendo en cuenta los diferentes destinos productivos. Las metodologías más utilizadas son: la comparación de ventas reales de campos similares y la valuación según las rentas esperadas. En general el valor de mercado surge de la integración de ambas metodologías. Del estudio de varias tasaciones de campos a las cuales CARE tuvo acceso, los resultados obtenidos están alineados con la información suministrada por DIEA.

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

La valorización del precio de la tierra para el caso de este fideicomiso, tiene una menor incidencia en el ingreso final del fideicomiso (21%), no obstante lo que finalmente ocurra con la evolución de su precio igualmente tendrá incidencia en el retorno final de la inversión. El modelo financiero supuso una valorización acumulativa anual de un 5,1% (en dólares corrientes) durante 20 años, por lo que resulta importante conocer que ha sucedido en el pasado como forma de tener una cierta aproximación con lo que pueda ocurrir en el futuro.

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

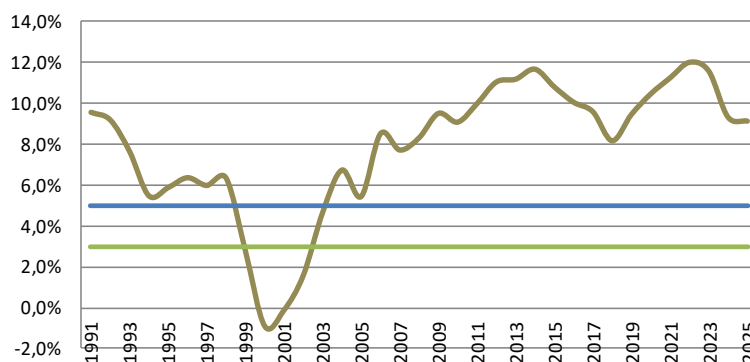
- En promedio, la evolución anual del precio de la tierra en períodos móviles de 20 años fue de 7,9%.
- La tasa anual de crecimiento solamente fue menor al 5% para el caso de los campos que se vendieran entre 1999 y 2003, y si se hubieran comprado entre 1979 y 1983. Para el resto del período, el crecimiento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

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

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

¹³. SERAGRO, Agroclaro, Consur y operadores privados

Gr. 8.- Tasa de crecimiento anual del precio promedio de la tierra en períodos de 20 años



Fuente: elaborado en base a datos de DIEA - MGAP

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

3. Las políticas públicas, el riesgo político

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

La Política Forestal Nacional se fundamenta en la Ley Forestal 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 405/021 de diciembre de 2021.

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

La Ley Forestal declara de interés nacional la defensa, el mejoramiento y la ampliación de los recursos forestales y en general el desarrollo de la economía forestal encargando su ejecución al Ministerio de Ganadería, Agricultura y Pesca, a través de la Dirección General Forestal. La ley impulsa el manejo forestal sostenible mediante diversos mecanismos de promoción. Para acceder a los beneficios otorgados por la misma, las plantaciones forestales deben contar con un proyecto aprobado por la Dirección General Forestal de

acuerdo a los lineamientos técnicos establecidos. Actualmente los beneficios se han reducido de manera importante permaneciendo algunos de ellos exclusivamente para la producción de madera con destino a la industria del aserrío, tableros de madera y para los bosques protectores.

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

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

En 13 enero de 2025 el gobierno de la época, antes de culminar su mandato, firmó el decreto No 3/025 que modificó el No 405/021, con el objetivo, entre otros, de flexibilizar algunos trámites relativos a los permisos para las reforestaciones. Se simplificaban y aceleraban los trámites ya que la reforestación en algunos casos no requería un nuevo estudio ambiental

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

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

VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

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

En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos - tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación BBB.uy¹⁴ 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

¹⁴. **BBB.uy.** Se trata de instrumentos que presentan un riesgo medio bajo para la inversión, ya que evidencian un desempeño aceptable y suficiente capacidad de pago en los términos pactados. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, y las características del entorno, dan en conjunto moderada satisfacción a los análisis practicados, sin perjuicio de alguna debilidad en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo. Podría incrementarse el riesgo del instrumento ante eventuales cambios previsibles en los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, o en la economía en su conjunto. La probabilidad de cambios desfavorables previsibles en el entorno es de baja a media baja, y compatible con la capacidad de la administradora de manejarlos aunque incrementando el riesgo algo más que en las categorías anteriores. **Grado de inversión mínimo.**