

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

Montevideo, octubre de 2026

4	RESUMEN GENERAL
7	I INTRODUCCIÓN
12	II EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION
14	III LA ADMINISTRACION
19	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
24	V EL ENTORNO
39	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

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

Fecha de emisión:	5 de agosto de 2011
Plazo:	Hasta la liquidación de activos y obligaciones del fideicomiso, tope 30 años.
Denominación:	Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay
Importe de la Emisión:	USD 50.000.000
Títulos Emitidos:	Certificados de Participación.
Distribuciones:	toda vez que existan Fondos Netos Distribuibles luego de cada cierre de ejercicio, o al procederse a la venta de los activos del Fideicomiso o por la distribución final de fondos netos remanentes.
Estructurador:	Ferrere Abogados
Operador:	Agro Empresa Forestal SA
Entidad Representante:	Bolsa Electrónica de Valores S.A.
Entidad Registrante:	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Fiduciario:	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Vigencia de la actualización:	hasta el 30 de abril 2027.
Comité de Calificación:	Julio Preve, Adrián Tambler y Martín Durán Martínez
Calificación:	BBB+.uy
Manual Utilizado:	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por terceros ¹

¹. Disponible en www.care.com.uy

Resumen General

CARE ha actualizado la calificación de los Certificados de Participación del Fideicomiso Forestal Bosques del Uruguay, manteniendo la categoría BBB+.uy de grado inversor.

Del conjunto de los principales elementos de juicio en esta oportunidad, el comité de calificación destaca los siguientes:

- La inexistencia de riesgo jurídico de estructura, oportunamente destacada en la calificación original y ratificada en el correr del tiempo.
- Un negocio con una adecuada consistencia entre el plan de negocios propuesto, las acciones de compra de tierra, áreas plantadas, el manejo de los montes y las primeras cosechas realizadas. Desde el punto de vista económico financiero para el inversor, el emprendimiento soporta los stresses ajenos al negocio a los que razonablemente la emisora y la calificadora han sometido el proyecto. La última actualización del flujo financiero presentada por el operador en junio de 2026 estimó una TIR para el inversor y para todo el período² del 5,2%, un valor que se mantiene en el entorno de las anteriores actualizaciones.
- Los informes del Operador y del Comité de Vigilancia resultan satisfactorios en términos generales para la marcha del proyecto.
- Un diseño de gobierno corporativo que minimiza el riesgo a los inversionistas y que hasta la confección del presente informe ha funcionado en forma adecuada (informes del operador, asambleas de titulares de Certificados de Participación e informes del comité de vigilancia).
- La capacidad de gestión de la empresa administradora del proyecto – Agro Empresa Forestal – se mantiene bajo los estándares de eficiencia evaluados en los anteriores informes de actualización, lo que se ratifica en los distintos informes de las partes involucradas. Es importante destacar, que el Administrador está ejecutando tres emprendimientos más, bajo una construcción financiera de características muy similares, sin presentar por el momento mayores contratiempos. Entre los 4 fideicomisos, la empresa está manejando en la actualidad unas 65 mil hectáreas de montes forestales y adquirió CPs por unos 14 millones de dólares.
- El Fideicomiso Financiero BDU tiene en propiedad un total de aproximadamente 9.500 hectáreas repartidas en 14 establecimientos, de las cuales unas 5,3 mil se encontraban forestadas al 30 de junio de 2026, lo que representa aproximadamente un 56% de aprovechamiento.
- En el primer semestre del 2026 se plantaron 177 hectáreas nuevas y se cosecharon unas 113 hectáreas de tala rasa. Durante el período también se realizaron los controles de prendimiento correspondientes a las plantaciones de otoño y primavera de 2025, costatándose prendimientos ponderados entre 94 y 96%, valores muy superiores a lo establecido en el contrato (80%).

² La TIR considera desde la emisión y hasta la finalización del fideicomiso, suponiendo que el inversor adquirió los CPs en el año cero y al valor par.

- Los ingresos totales del primer semestre 2026 alcanzaron a los 2,5 millones de dólares, aproximadamente un 18% menores a lo presupuestado. La caída en los ingresos respecto de lo esperado se explica en gran medida por menores entregas de pulpa a las plantas de celulosa y a menores ventas de eucaliptus aserrable en el mercado local.
- En el segundo trimestre del año, se realizó una distribución de 2,5 millones de dólares entre los titulares de los certificados de participación, esta fue la primer distribución que realiza el Fideicomiso.
- La última tasación de las tierras y plantaciones del fideicomiso se realizó a diciembre de 2025, mostrando una reducción global del 3,4%, explicado por un menor valor de los bosques (-8,2%), ya que la tierra aumentó un 3,2% respecto del año anterior. La tasación fue de 72,75 millones de dólares, conformado por 39,56 millones por los bosques forestales y 33,19 millones por la tierra. El patrimonio contable del fideicomiso al 30 de junio de 2026 era de unos USD 73,9 millones, el que se mantiene por encima del valor de la emisión de los CP's en términos nominales.
- El crecimiento del consumo de productos madereros se estima que será mayor al aumento de la población mundial, impulsado por el aumento de la demanda proveniente de los países de ingresos bajos y medios. La mayor demanda deberá ser atendida aumentando la productividad a través de la gestión forestal sostenible en los bosques y deberá estar alineada con las crecientes exigencias ambientales. La producción forestal del Uruguay, y particularmente también la propuesta por este fideicomiso, cumple a satisfacción con las demandas ambientales del mercado internacional.
- No obstante, esa tendencia esperada de largo plazo puede verse afectada, en plazos más cortos, por coyunturas desfavorables que tengan efectos depresivos sobre la demanda y en consecuencia sobre los precios. La demanda y los precios internacionales de los productos que comercializa este fideicomiso (básicamente madera de calidad), han mostrado un comportamiento muy variable en los últimos años, como consecuencia de efectos coyunturales (pandemia, conflictos bélicos, guerras comerciales, etc.). La actual coyuntura geopolítica, de no tener una pronta solución, podría contribuir a generar efectos negativos en el mercado de los productos forestales.
- El mercado de tierra agrícola (incluida la forestal), presenta para el largo plazo tendencias de incremento en sus precios, como consecuencia del aumento sostenido de la demanda de alimentos, fibras y maderas, y a que en general las posibilidades de expansión de la frontera agrícola está cada vez más limitada. Para el caso del Uruguay, los incrementos esperados en los precios de la tierra serán seguramente más moderados que los ocurridos entre 2004 y 2014. Luego de un período de ajuste y de un comportamiento errático con escasos negocios entre 2015 y 2020, el precio de la tierra lleva cinco años de aumentos sostenidos. El precio promedio de la tierra reportado por DIEA-MGAP para 2025, en términos nominales, supera en un 6,2% el récord de 2014.

- Respecto de las políticas públicas, existe una normativa específica que regula el sector y que hasta el momento no ha sido un freno al desarrollo de la producción forestal, más allá del enlentecimiento de las inversiones en algunos casos. En julio de 2026 el Ministerio de Ambiente emitió un decreto que modifica la normativa vinculada a las evaluaciones ambientales de las plantaciones forestales, se eliminaron algunas disposiciones que se habían establecido en la anterior administración que buscaban flexibilizar las normas en algunas situaciones puntuales. No obstante, este Fideicomiso en particular ya ha completado sus plantaciones y obtenido los permisos correspondientes, motivo por el cual no se advierten por el momento amenazas para este proyecto.

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para actualizar la calificación de los Certificados de Participación del Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay (en adelante Bosques del Uruguay o BDU) emitidos por un valor nominal de USD 50.000.000 (cincuenta millones de dólares de los Estados Unidos), cuyas características se detallan en los sitios web correspondientes al Banco Central del Uruguay www.bcu.gub.uy, de la Bolsa Electrónica de Valores www.bevsa.com.uy y de CARE www.care.com.uy

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 tasas de retorno derivado de múltiples simulaciones como razonable para el proyecto en su primera calificación, las siguientes no se vinculan estrictamente con la obtención de estas cifras. En efecto, no se trata de una emisión con compromiso de rentabilidad fija. Por tanto la nota no depende estrictamente del alcance de las Tasas Internas de Retorno calculadas en el proyecto, ni de los costos de oportunidad del capital de los inversores. En definitiva, la nota sigue entre otros criterios el cumplimiento del proyecto y el alcance de una rentabilidad mínima que se juzgue aceptable en ocasión de cada recalificación.

CARE Calificadora de Riesgo es una calificadora con registros y manuales aprobados por el Banco Central del Uruguay a partir de abril de 1998. Califica conforme a su metodología oportunamente aprobada por dicha autoridad, seleccionando los profesionales necesarios para integrar en cada caso el comité de calificación, el que juzga en función de sus manuales. Estos, su código de ética, registros y antecedentes se encuentran disponibles en el sitio web: www.care.com.uy así como en el del regulador: www.bcu.gub.uy. El comité de calificación estuvo integrado en este caso por Martín Duran, Julio Preve y Adrián Tamber. Del mismo modo CARE contrató los servicios del estudio jurídico Herrera profesionales asociados para el análisis de las contingencias jurídicas, cuyo informe se adjuntó en la calificación original. Asimismo, recurre regularmente a expertos forestales para los informes de campo y realiza visitas a los predios.

³. Ver "Manual de calificación de finanzas estructuradas..." Punto 3.

2. Antecedentes generales y hechos salientes del período.

A. Antecedentes generales

El objeto principal del “Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay” es: **(a)** la emisión de los Certificados de Participación y su suscripción por parte de los Beneficiarios según términos y condiciones que surgen del Contrato de Fideicomiso y del Documento de Emisión (etapa cumplida), **(b)** la implementación del Proyecto Productivo que consiste básicamente en un proyecto de inversión que crea un Patrimonio Forestal en Uruguay, para la producción de madera con destino a la comercialización en el mercado uruguayo e internacional, y **(c)** la distribución de los fondos resultantes de tal implementación del Proyecto entre los Titulares, en la forma que se establece en el Contrato de Fideicomiso.

- Ya se ha completado la operación de compra de tierras y plantación de la totalidad de los montes por lo que las operaciones del proyecto esencialmente corresponden a tareas de mantenimiento de plantaciones y alambrados, control de malezas y plagas, podas, raleos, eliminación de cepas, manejo de rebrotes, vigilancia, reforestaciones, etc.
- Ya se realizan raleos comerciales y se ha realizado también tala rasa de algunos montes destinados a la producción de celulosa, por lo que progresivamente hay actividades de cosecha y replantación de las superficies cosechadas.
- El patrimonio de tierras de BDU asciende a 9.536³ hectáreas de las cuales al 30 de junio de 2026, unas 5,3 mil hectáreas se encuentran forestadas. El patrimonio forestal está conformado por 14 propiedades ubicadas en el centro este y sureste de Uruguay en Cerro Largo (26%), Durazno (16%), Florida (49%), Lavalleja (6%) y Treinta y Tres (3%). Las especies establecidas son E. grandis (73%), E. dunnii (26%), fundamentalmente.
- En la medida que los montes alcanzan el desarrollo adecuado se vienen realizando las podas y raleos necesarias para el manejo de la calidad de la madera.
- Se estima que aproximadamente el 71% de la superficie plantada será destinada a producir madera de calidad, el 29% producirá madera para pulpa.
- El 5 de abril de 2017 se modificó la cláusula 7 del contrato, para habilitar al fideicomiso a endeudarse por hasta un cierto porcentaje de su patrimonio (15%), para lo cual debe obtener previamente el visto bueno del Comité de Vigilancia y comunicar a la Calificadora de Riesgo. A partir de fines de 2018 la contratación de créditos de corto plazo para capital de giro pasa a ser una práctica habitual de gestión, cumpliendo siempre con la comunicación al Comité de Vigilancia y la Calificadora de Riesgo. Hasta el momento no ha habido dificultades para el cumplimiento de las obligaciones asumidas.

³. Ajustado a la información de la Dirección General de Catastro. Existe una pequeña diferencia si se consideran las hectáreas medido por información satelital.

- A partir del año 2019 se comenzó con la venta de madera para pulpa proveniente de los raleos comerciales de las especies para madera de calidad, de acuerdo con lo planificado y a partir del segundo semestre de 2020 se empiezan a realizar algunas ventas puntuales de madera sólida.
- En 2019 se contrató una consultoría a Deloitte a los efectos de que sugiriera cambios en el gobierno corporativo y la estructura de gestión de Agroempresa Forestal a efectos de adaptarla a los requerimientos derivados de la administración de un patrimonio de más de 600 millones de dólares entre los 4 fideicomisos.
- El fideicomiso integra el comité de sanidad de la SPF (Sociedad de Productores Forestales) que tiene como objetivo el monitoreo e identificación de plagas y enfermedades de las plantaciones forestales.
- El 28 de diciembre de 2020 se realizó una Asamblea de Titulares de los Certificados de Participación con la representación del 100% y se decidió modificar algunos términos y condiciones de los CPs. Las modificaciones refieren a la paramétrica del ajuste de los honorarios de Agroempresa Forestal y también se acordó subir información una vez por año de los Fideicomisos a la WEB de Bosques del Uruguay.
- El Fideicomiso tiene el 100% de sus hectáreas certificadas con el FCS®, y se continúa con los trabajos necesarios para cumplir con las exigencias para su mantenimiento.
- En el año 2022 culminó el proceso de verificación de bonos de carbono a cargo de la empresa AENOR. Se trabajó en la documentación para la validación bajo el estándar CCB (Climate, Community & Biodiversity Standard) y la verificación de créditos de carbono bajo el estándar VCS (Verified Carbon Standard). Una vez obtenida la certificación CCB, en el 2023 se concretaron las primeras ventas de bonos por parte del fideicomiso.
- Agro Empresa Forestal (AF) es miembro signatario desde 2022 de PRI (Principios de Inversión Responsable). En ese sentido debe presentar anualmente informes y evaluación relacionada con la inversión responsable, debiendo cumplir con requisitos mínimos y ciertos indicadores para mantener la membresía. En 2023 presentó su primer informe (voluntario en esta oportunidad, luego será obligatorio), obteniendo tres estrellas Policy Governance and Strategy (PGS) y 4 estrellas Confidence building measures (CBM). El máximo es 5 estrellas y el módulo más relevante es PGS.
- El 28 de febrero de 2024 se realizó una Asamblea de Beneficiarios en la que se decidió realizar algunas modificaciones al Contrato de Fideicomiso en temas relativos al ajuste en la remuneración del administrador.
- La última valuación de los activos del Fideicomiso se realizó a diciembre de 2023, la cual mostró una caída de un 3,3% en relación con la evaluación del año anterior (-2,5 millones de dólares). Por una parte, el activo bosque cayó un 8,2% (-3,5 millones), mientras que el valor de la tierra aumentó en un 3,2% (+1 millón).

B. Hechos salientes del período

- El 25 de marzo de 2026 se realizó una asamblea de titulares del Fideicomiso Bosques del Uruguay en la que se resolvió la distribución de USD 2,5 millones, correspondiente a los fondos netos distribuibles determinados por el Administrador al cierre del ejercicio finalizado el 31 de diciembre de 2025. En el segundo trimestre del año se hizo efectiva la distribución entre los titulares de los certificados de participación.
- En el primer semestre del 2026 se plantaron 177 hectáreas nuevas y se cosecharon unas 113 hectáreas de tala rasa.
- Durante el período el Comité de Vigilancia revisó los controles de prendimiento correspondientes a las plantaciones de otoño y primavera de 2025. Para las plantaciones de otoño el control se realizó mediante conteo con dron complementado con evaluaciones a campo, obteniéndose prendimientos ponderados de 96,5 % y 95,7 %, dependiendo del predio. Para la plantación de primavera, el prendimiento fue de 94,0 %. En todos los casos se superó ampliamente lo establecido en el mercado (80%).
- En el primer semestre de 2026 el Fideicomiso tuvo ingresos totales por 2,5 millones de dólares, aproximadamente un 18% menos que lo que se había presupuestado para el período y un 57% menos que en el mismo semestre del año anterior.

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

	2025	2026	Variación
Ingresos Brutos ventas domésticas	5.770.614	2.245.021	-61%
Ingresos Brutos ventas exportación	0	268.760	
Otros ingresos (pastoreo y B de carbono)	87.057	33.252	-62%
TOTAL	5.857.671	2.547.033	-57%

Fuente: el operador

- Los menores ingresos respecto de las oprevisions, se explica principalmente a menores entregas de pulpa a las plantas de celulosa y a menores ventas de eucaliptus aserrable en el mercado local. Por su parte, no hubo ventas de certificados de carbono.
- Los costos operativos, como era de esperarse, estuvieron por debajo del presupuesto en el primer seemstre del año (-50%), explicado por una menor actividad de cosecha, transporte y caminería. Los gastos e inversiones durante el período también estuvieron levemente por debajo del presupuesto estimado para ese período, pero mostraron una menor diferencia.

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

	2025	2026	Variación
Costos operativos	3.059.936	1.524.774	-50%
Gastos, gerenciamiento y costos fijos	918.232	823.766	-10%
Inversiones Implantación y manejo	498.107	434.215	-13%
Total	4.476.275	2.782.755	-38%

Fuente: el operador

- En el período considerado. el Fidecomiso no tuvo necesidad de asumir financiamiento, operando con fondos propios.
- En términos generales, el Comité de Vigilancia considera que la gestión del Fideicomiso durante el primer semestre de 2026 se desarrolló de forma adecuada, manteniéndose como principal aspecto de seguimiento para los próximos períodos la evolución de los desvíos financieros.

3. Información analizada.

La información analizada en esta ocasión fue la siguiente:

- o Balance de Agro Empresa Forestal al 31 de diciembre de 2025, con informe de auditoría.
- o Estados contables intermedios del Fiduciario al 30/06/2026.
- o Estados contables intermedios del Fideicomiso al 30/06/2026.
- o Informes trimestrales del Operador, el último al 30 de junio 2026.
- o Informes trimestrales del Comité de Vigilancia el último a junio de 2026.
- o Modelo Financiero a junio de 2026
- o Información relevante del sector forestal.
- o Informes de calificación de otros fideicomisos análogos.

II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

Se colocaron mediante oferta pública Certificados de Participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay, creado por contrato correspondiente de fideicomiso financiero. Este contrato, los certificados y los demás contratos citados se analizan en la presente sección.

1. Descripción general

Denominación	Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay
Fiduciario	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Administrador:	Agroempresa Forestal S.A.
Entidad Registrante:	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Entidad Representante	Bolsa Electrónica de Valores S.A.
Organizador:	Agroempresa Forestal S.A.
Títulos emitidos	Certificados de Participación
Activos del Fideicomiso	El Fideicomiso invirtió en la compra de inmuebles rurales para desarrollar una explotación forestal.
Moneda:	Dólares
Importe de la Emisión:	USD 50.000.000
Fecha de Emisión:	5 de agosto de 2011
Plazo de la emisión:	Hasta liquidación de activos y obligaciones del fideicomiso, hasta 30 años
Distribuciones:	Toda vez que existan Fondos Netos Distribuibles luego de cada Cierre de Ejercicio, o al procederse a la venta de los Activos del Fideicomiso o por la distribución final de los Fondos Netos Remanentes
Calificación de Riesgo:	BBB +.uy

2. El análisis jurídico

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

El mismo concluía ***“A modo de síntesis y contemplando todos los aspectos involucrados, se constata un razonable grado de cobertura, no advirtiéndose riesgos sustanciales asociados a contingencias jurídicas en el proceso de emisión proyectado”.***

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. Practicados los correspondientes análisis, debido a que no ha existido cambio alguno en lo que refiere a la construcción jurídica y teniendo presente el paso del tiempo sin controversias, se concluye nuevamente el *riesgo es casi nulo*.

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

III. LA ADMINISTRACIÓN

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

1. Ef Asset Management (EFAM)

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

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

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

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

Situación económica y financiera

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

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

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

Cuadro 3: Estado de Situación de EFAM (miles de \$)

Concepto	30/6/2026	31/12/2025	31/12/2024
Activo Corriente	37.699	32.193	33.440
Activo no Corriente	308.699	287.528	290.099
Total Activo	346.398	319.720	323.539
Pasivo Corriente	43.244	38.988	45.457
Pasivo no Corriente	269.160	250.654	249.374
Total Pasivo	312.404	289.642	294.830
Patrimonio	33.994	30.079	28.708
Total Pasivo y Patrimonio	346.398	319.720	323.539
Razon Corriente	0,87	0,83	0,74

Fuente: EE.CC EFAM

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

Cuadro 4: Estado de Resultados de EFAM (miles de \$)

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

Fuente: EE.CC de EFAM

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

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

2. Agroempresa Forestal S.A. (AF)

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

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

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

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

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

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

Figuras clave

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

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

Situación económica financiera

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

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

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

El Fideicomiso

El Fideicomiso BDU fue creado en mayo de 2011 y en agosto del mismo año, EFAM (la fiduciaria) emitió por cuenta del mismo Certificados de Participación escriturales por un valor nominal de USD 50 millones. La etapa de adquisición de tierras así como la campaña de plantación culminó razonablemente en

los tiempos previstos por lo que la empresa operadora está abocada a los trabajos de manejo, mantenimiento, cortes y posterior comercialización que corresponden a este tipo de explotación según las distintas especies.

El Fideicomiso cierra su ejercicio fiscal y contable el 31 de diciembre de acuerdo a lo establecido en el artículo 330 de la Recopilación de Normas del Mercado de Valores del Banco Central del Uruguay.

Un resumen de sus estados de situación y resultados intermedios al 30/06/2026 se expone en los cuadros siguientes.

Cuadro 5: Estado de Situación del fideicomiso			
En miles de USD	30/6/2026	31/12/2025	31/12/2024
Activo Corriente	3.944	6.155	7.091
Activo no Corriente	72.848	73.071	75.553
Total Activo	76.792	79.226	82.644
Pasivo Corriente	719	446	1.355
Pasivo no Corriente	2.153	2.276	3.015
Total Pasivo	2.872	2.722	4.370
Patrimonio	73.920	76.504	78.274
Total Pasivo y Patrimonio	76.792	79.226	82.644
Razon Corriente	5,49	13,80	5,23

Fuente: EE.CC.F.F. BDU

El patrimonio contable del Fideicomiso al cierre del semestre informado era de USD 73.9 millones (menor al registrado a fin del ejercicio anterior) según se desprende del cuadro precedente. Se mantiene, en valores nominales, por encima del valor de la emisión de los CP's que se recuerda fue de USD 50 millones.

Se observa una caída en el patrimonio contable al cierre del semestre en comparación con el cierre del ejercicio anterior. Si bien el resultado parcial es ligeramente deficitario, esto se explica fundamentalmente porque el Fideicomiso aprobó en el mes de marzo pasado, y se hizo efectivo en abril, una distribución de dividendos por USD 2.5 millones con cargo a resultados acumulados. Se trata de la primera distribución realizada.

Dada la fase que transita el proyecto, cosecha de montes para su posterior venta, es normal que los activos no corrientes, integrados fundamentalmente por tierra y montes, muestren una tendencia decreciente en su valor global.

En el cuadro siguiente se exponen resumidamente los resultados para el mismo periodo.

Cuadro 6: Estado de resultados del fideicomiso

En miles de USD	30/6/2026	30/6/2025	31/12/2025
Ingresos Operativos	2.547	5.858	7.151
Cambio de valor en activos biológicos	-	-	(3.590)
Costo de los bienes vendidos	(1.923)	(4.335)	(5.468)
Resultado Bruto	624	1.523	(1.907)
Gastos de administración y ventas	(844)	(935)	(1.739)
Resultados financieros	74	(299)	(270)
Resultados diversos	-	2	2
Resultados del periodo antes IRAE	(146)	290	(3.914)
Impuesto a la renta	62	856	1.241
Resultado del periodo	(84)	1.146	(2.674)
Otros resultados integrales	-	-	904
Resultado integral del periodo	(84)	1.146	(1.770)

Fuente: EE.CC.F.F. BDU

En el comparativo se observa una caída importante de los ingresos del semestre analizado respecto al semestre de 2025. Esto se analiza en otra sección pero explica, en buena medida, la caída de resultados parciales. Se recuerda, por otra parte, que las revaluaciones anuales no se reflejan en los estados intermedios sino en el balance anual.

Riesgos considerados

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

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

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

Riesgo por cambio de administrador forestal, se encuentra también previsto en función de diversos resultados.

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y FLUJO FUTURO DE FONDOS

Se invirtió en la compra de inmuebles rurales situados dentro del territorio de la República Oriental del Uruguay, para ser destinados a la actividad forestal.

En el contrato de Fideicomiso se estableció el marco dentro del cual se desarrolla la estrategia del Fideicomiso para cumplir con su fin.

La empresa ha demostrado capacidad de avance en los procesos propuestos, las actividades se ejecutan con una adecuada calidad y con un cronograma ajustado a lo informado. A la fecha todas las actividades planificadas se encuentran en ejecución, los campos han completado su cronograma de plantación inicial y se están desarrollando sin mayores contratiempos las tareas de mantenimiento y manejo. Asimismo ya se ha comenzado con algunas cosechas, ya sea con destino a plantas de celulosa como para madera sólida.

La superficie total adquirida fue de 9.535 has, de las cuales y hay forestadas en la actualidad unas 5,5 mil hectáreas.

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

El prospecto de emisión estimó una tasa interna de retorno del 8,58% en el escenario base. Posteriormente el operador fue actualizando los flujos esperados y el proyecto ha ido ajustando la rentabilidad a la baja. Se dispone de una nueva proyección del flujo financiero presentada en junio de 2026 con información real a diciembre de 2025 y proyectando hasta la culminación del fideicomiso.

El operador en esa estimación presentó una serie de escenarios posibles, suponiendo distintas evoluciones de precios de madera, costos de producción y evolución del precio de la tierra a partir de 2026 y hasta la finalización del fideicomiso en 2031. Por su parte, la calificadora estimó un escenario adicional ajustándolo a sus criterios (escenario 6).

Los resultados se presentan en el cuadro siguiente:

Cuadro 7: Resultados de la TIR en diversos escenarios	
Escenario	TIR
1 Madera ajusta por inflación USA, más un crecimiento del 1,5%. Los costos ajustan por inflación USD UY y la tierra tiene un aumento del 0,75%.	5,2%
2 Madera ajusta por inflación USA. Los costos ajustan por Inflación USD UY, y la tierra tiene un aumento del 1,5%.	5,2%
3 Los precios de la madera aumentan 1,5% y la tierra aumenta 0,75%.	4,3%
4 Aumento precio de Tierra 0,75%	4,3%
5 Todos los factores constantes	4,0%
6 Idem al 2 pero con 3 % de incremento en la tierra	5,3%

Fuente: El Operador y CARE

⁴. Hoy aún está levemente por encima de esos valores, pero probablemente ajustará a niveles históricos.

El escenario 6 es el que se corresponde con los criterios que considera CARE para realizar proyecciones.

- Un aumento en el precio de la madera en el entorno de la inflación de EEUU, o sea un mantenimiento en términos reales. Las últimas proyecciones disponibles realizadas por Banco Mundial hacia 2035 suponían un aumento entre un 1,1 y un 1,5% anual dependiendo del origen (ver Sección V).
- Un incremento de un 3% anual para el precio de la tierra parece razonable y conservador para el largo plazo, siendo el valor que la calificadora en general utiliza para proyectar.
- Los costos de producción evolucionarían según la inflación en Uruguay en dólares.

En base a esta proyección, la TIR para todo el período del Fideicomiso sería de 5,3%, prácticamente sin variaciones con la del año anterior (5,2%).

Los escenarios 4 y 5 estiman una TIR real, sin operar las variables macroeconómicas. En el escenario 4 solamente la tierra tiene un incremento real de 0,75%, manteniendo todo el resto de los conceptos constantes (TIR 4,3%), mientras que en el escenario 5 todos los factores se mantienen constantes y la TIR sería del 4,0%.

Las Tasas Internas de Retorno proyectadas consideran todo el período del proyecto por lo que se estaría estimando la rentabilidad para un inversor que aportó el capital en el año 0 al comienzo del proyecto y se mantiene hasta el final. En 2011 se realizó la integración de los 50 millones de dólares para este fideicomiso y en aquel momento a título de ejemplo, el rendimiento de los Treasury Bonds a 20 años de EEUU se ubicaba en el entorno de 3,6% mientras que el rendimiento de los bonos de Uruguay a 20 años se ubicaba en 4,84%.

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

2. Riesgos asociados al desempeño productivo forestal.

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

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

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

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

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

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

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

3. Tasación de la Tierra y los Montes Forestales

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

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

La metodología aplicada para el caso de los montes forestales (madera) es una combinación entre un enfoque de compras comparadas y una valoración del activo forestal utilizando el método de flujo de fondos descontado a una tasa del 7,5% y asignándole el pago de una renta teórica a la tierra. El valor asignado a través de esta metodología para los bosques forestales fue de 39,56 millones de dólares. En esta oportunidad, el valor de los montes tuvieron una reducción de 8,2% respecto de la tasación realizada en 2024.

Por su parte, la evaluación de la tierra arroja un valor de 33,19 millones de dólares, lo que resulta en un valor promedio de USD 3.479/ha, mostrando un aumento de un 3,2% respecto del año anterior. La tierra se valora combinando tres conceptos: la evolución histórica del precio de la tierra, el valor real de mercado de predios similares que fueron comercializados y las características generales de los predios (tipo de suelo, area efectiva de plantación, ubicación geográfica y superficie de bosque nativo).

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

Cuadro 8: Ev. de la valuación de la tierra y de las plantaciones

Año	Millones USD
2014	41,98
2015	43,21
2016	46,50
2017	48,50
2018	48,36
2019	50,11
2020	53,14
2021	65,75
2022	67,81
2023	72,73
2024	75,30
2025	72,76
Tasa 2014-2025 (anual acumulativa) 5,1%	

Fuente: CARE en Base al operador

No se considera créditos de carbono ni ingresos por pastoreos.

La tasación de 2025 estimó un valor total para los activos al 31 de diciembre de 2025 de 72,76 millones de dólares, un 3,3% menor a la del año anterior. A pesar de la caída en 2025, la evolución muestra una tendencia creciente del activo, la cual punta a punta viene creciendo a un 5,1% acumulativo anual, explicado en gran medida por el crecimiento de los montes.

Si bien estos valores no consideran el valor del carbono futuro, el tasador reporta que podría ser de 4,4 millones de dólares. La tasa de descuento aplicada a los ingresos por carbono es la misma que la aplicada al cultivo de árboles (7,5%).

En el siguiente cuadro se presentan los resultados de la tasación 2025, desagregada en los diferentes componentes.

Cuadro 9. Tasaciones por concepto en millones de dólares

	2021	2022	2023	2024	2025	Variación
Producción de madera	37,29	38,24	41,97	43,10	39,56	-8,2%
Pastoreos	0,86	0,81	0,78			
Valor de la Tierra	28,46	29,57	30,76	32,16	33,19	3,2%
Total	66,61	68,62	73,51	75,26	72,76	-3,3%
Créditos de carbono	-	7,60	5,43	3,40	4,40	

Fuente: Care en base a las tasaciones

Nota: en 2025 el tasador estima que podría haber 4,4 MM en bonos de Carbono, pero metodológicamente entiende que no corresponde considerarlo.

La caída en la tasación del activo se explica por un menor valor de los montes, a juicio del tasador. A continuación se describen los principales factores que contribuyeron a esa caída.

- Se consideró un impacto negativo en el rendimiento (ajustes de tablas).
- Se consideró una reducción de los ingresos futuros por menores precios de la pulpa y de los mercados de exportación, en atención a la coyuntura actual.
- El aumento de los costos, especialmente en aumentos en los gastos generales, resulta en un menor valor.

4. Riesgos considerados:

Riesgo de generación de flujos. A partir de lo anterior, se trata de señalar la capacidad de generar los flujos en el plazo pactado. Se considera que existe un riesgo bajo y posible de ser controlado a tiempo. Se destaca que el riesgo se ha reducido dado que se han completado las plantaciones. *Riesgo medio bajo*

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

V. EL ENTORNO

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

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

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

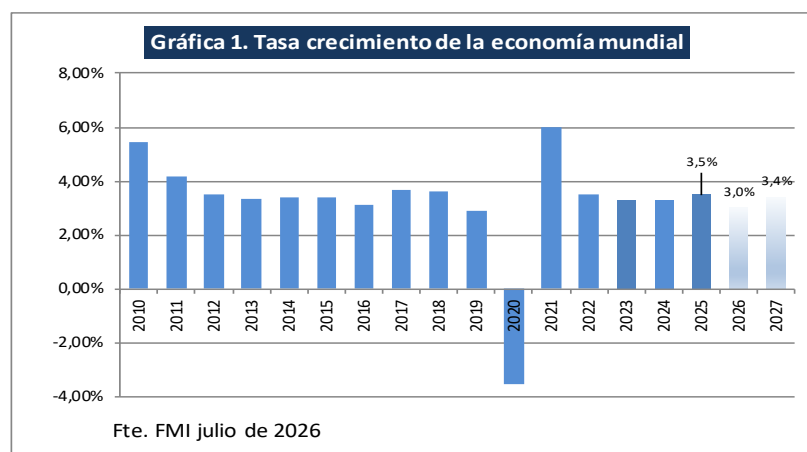
La actual coyuntura geopolítica, de no tener una pronta solución, podría contribuir a generar efectos negativos en el mercado de los productos forestales. Los conflictos bélicos pueden generar interrupciones en el comercio internacional, caracterizadas por el aumento de costos logísticos, volatilidad 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 más del 73% de los retornos de la inversión se explican por el valor de la madera.

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

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

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

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

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

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

¹⁰ . FAO 2022. Último informe disponible.

de pulpa dissolving (utilizada para fibras textiles sustentables y aplicaciones químicas) muestra un crecimiento más robusto, con expectativas de alcanzar valores significativamente mayores para 2030-2034, apoyado por la demanda de fibras sostenibles. Por su parte, la celulosa regenerada (para fibras textiles tipo viscosa/lyocell) también experimenta crecimiento acelerado por tendencias de sostenibilidad y cambio de sintéticos a naturales.

El mercado de madera sólida por su parte está impulsado por la construcción sostenible y la urbanización. La madera sólida es un material de construcción fundamental, especialmente en la construcción residencial, comercial y de infraestructuras. En este sentido, la demanda de madera se ve impulsada por el crecimiento demográfico, la expansión urbana y la transición hacia prácticas de construcción ecológicas. Innovaciones como la madera contralaminada (CLT) y la madera laminada encolada (glulam) impulsan aún más la demanda de madera, ya que estos materiales permiten construir edificios de madera 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.

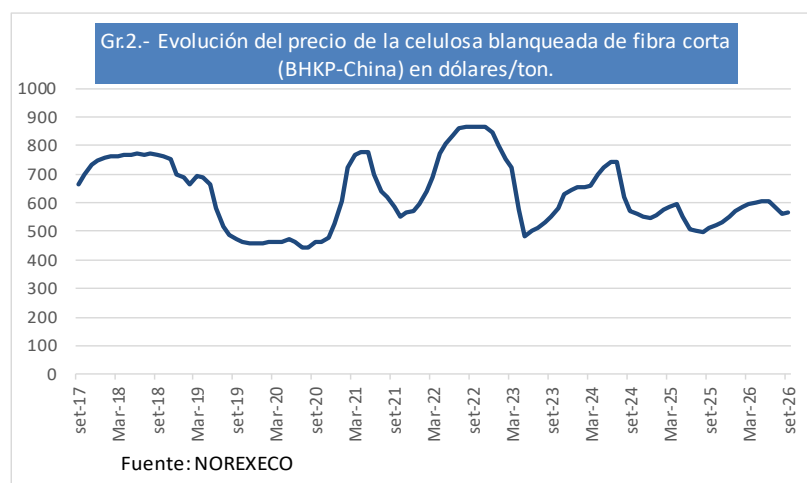
Para esta calificación CARE realiza una actualización de la información clave del sector, confirmando que no deberían existir en el futuro mayores desvíos respecto de la trayectoria esperada.

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 BHKP⁵ (pulpa de fibra corta en China). Puede observarse el comportamiento comentado en el párrafo anterior.



El precio implícito⁶ 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.

⁵ Bleached Hardwood Kraft Pulp. Pulpa de celulosa blanqueada de fibra corta.

⁶ Valor FOB de exportación/toneladas exportadas

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

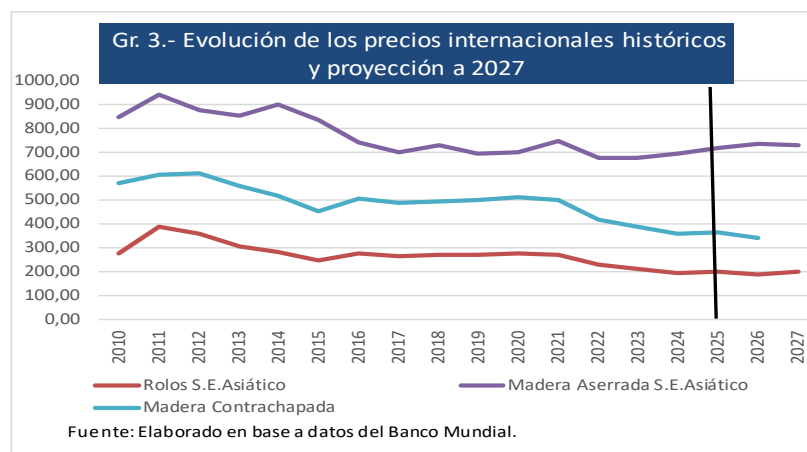
No se dispone de información que proyecte las perspectivas de la evolución de precios internacionales para la celulosa para el largo plazo. En los últimos 10 años el incremento anual del precio internacional de la celulosa de fibra larga (NBSK) fue del 3,6%, mientras que la de fibra corta no habría mostrado 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 plazo⁷. 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.

⁷. World Bank Commodities Price Forecast. En informes posteriores solamente se proyectan precios a dos años.

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

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

Cuadro 10. Exportación de productos forestales seleccionados (en millones de dólares FOB)						
	2023	2024	2025	ene-julio 2025	ene-julio 2026	Variación
Celulosa	2.019	2.546	2.317	1.340	1.330	-1%
Rolos de pino	69	65	67	31	37	22%
Tableros de madera contrachapados	80	89	78	47	44	-6%
Chips (eucalipto y pino)	109	50	64	40	45	13%
Madera Aserrada coníferas y no coníferas	171	188	188	110	113	2%
Papel y Cartón	30	27	26	15	20	32%
Rolos de eucalipto	24	39	36	20	23	19%
Otros productos forestales	1	4	11	4	22	393%
Total	2.504	3.007	2.786	1.607	1.635	2%

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

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

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

b) El precio de la tierra

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

Más allá de la aptitud netamente agropecuaria (producción de granos, carne, fibras, madera), el mercado mundial está incorporando nuevas variables para cotizar la tierra. Por un lado, los fondos de inversión institucionales ya calculan de forma directa el valor de los campos según su capacidad de secuestro de carbono y la posibilidad de obtener certificaciones sustentables (Premio Verde), y por otro, la tierra agrícola sigue consolidándose a nivel internacional

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

como un activo de protección contra la inflación a largo plazo frente a la volatilidad de las bolsas tradicionales (Inversión de Cobertura o refugio de valor).

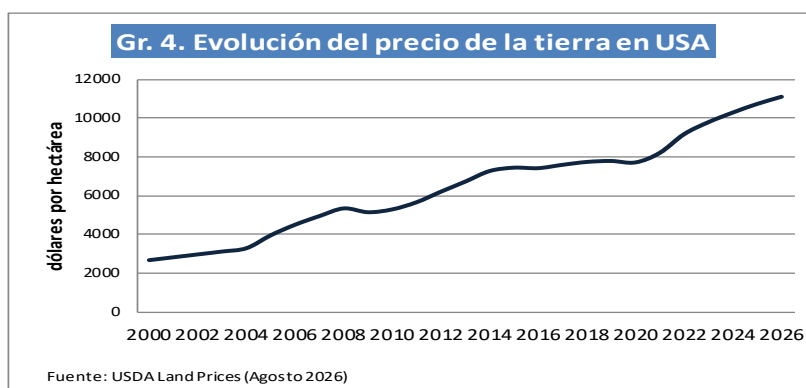
En este caso se actualiza el comportamiento de los precios en diferentes países considerados de importancia, en el entendido de que sus tendencias podrían generar información respecto de lo que podría ocurrir en nuestro país.

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 dólares 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%.

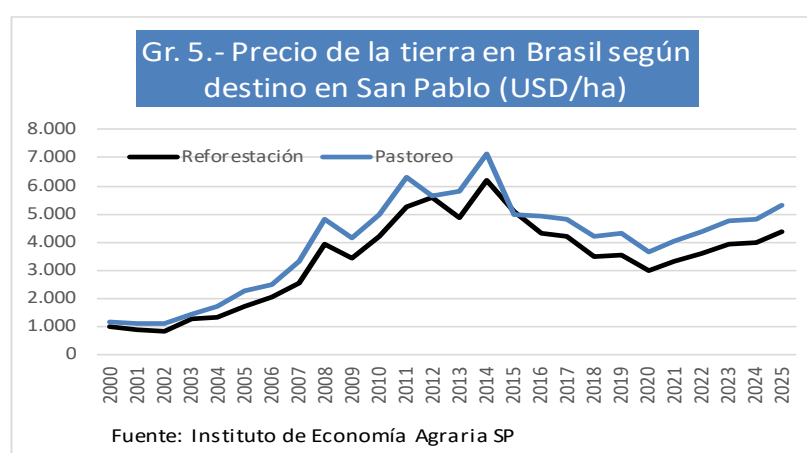
El último informe del USDA⁸ que reporta precios de 2026, da cuenta de un incremento de un 3,4% para el promedio de las tierras, respecto del año anterior. Por su parte, las tierras de uso agrícola aumentaron un 3,3% mientras que las de uso ganadero un 4,2%.



⁸. USDA Land Prices, Agosto 2026

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

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



Respecto de Argentina, La Bolsa de Comercio de Rosario publicó en agosto de 2026 un informe analizando la evolución reciente del precio de la tierra, tomando como referencia la zona núcleo maicera (Pergamino, Rojas y Colón) y utilizando como fuente base de información a la revista Márgenes Agropecuarios⁹. 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.

⁹ 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



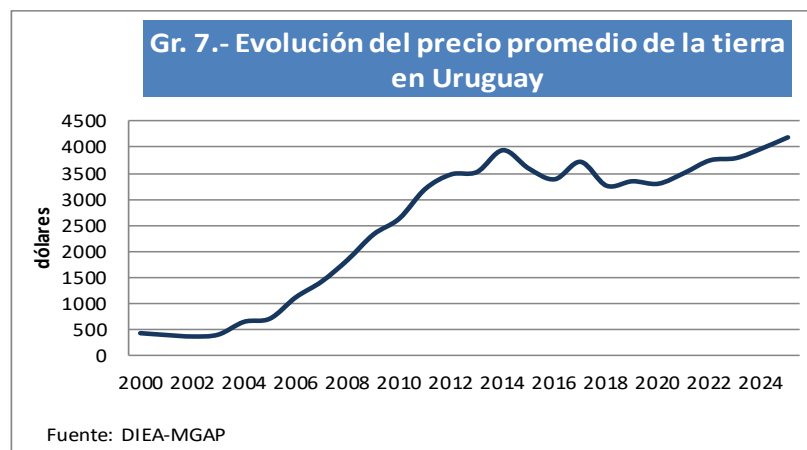
La serie muestra un piso en 2002, con USD 2.600 por hectárea tras la salida de la convertibilidad, y a partir de allí un ciclo alcista extraordinario que multiplicó el valor por 6,7 veces hasta 2012, acompañando un súper ciclo de precios de las materias primas, la masificación del uso de la siembra directa y mejoras en la productividad. Desde 2013 la serie nominal mostró una larga meseta con sesgo bajista, hasta tocar un piso de USD 13.950 por hectárea en 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 mercado¹⁰, 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 3% (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.

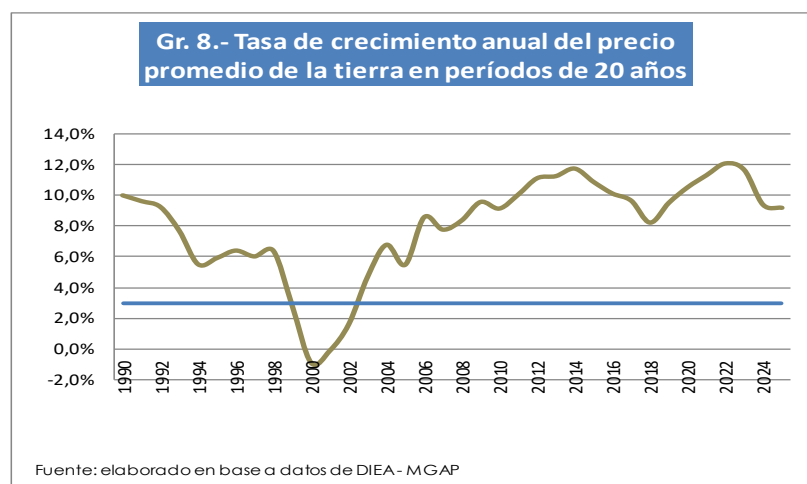
¹⁰. SERAGRO, Agroclaro, Consur y operadores privados

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

- En promedio, la evolución anual del precio de la tierra en períodos móviles de 20 años fue de 7,9%.
- La tasa anual de crecimiento solamente fue menor al 3% para el caso de los campos que se vendieran en 1999 y 2002, o sea que se hubieran comprado en 1979 y 1982.
- Para el resto del período, el crecimiento anual del precio de la tierra supera siempre el 3%.

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

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 se mantiene en valores muy por encima del 3% (en el entorno del 9% de crecimiento anual).



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

3. Las políticas públicas, el riesgo político

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

La Política Forestal Nacional se fundamenta en la Ley Forestal Nº15.939 (28/12/87) y sus decretos reglamentarios. También está fuertemente regulada a través de la Ley de Evaluación de Impacto Ambiental (No 16.466), la Ley de Ordenamiento Territorial y Desarrollo Sostenible (No 18.306) y la Ley de

Protección de Medio Ambiente (No 17.283), sus modificativas y sus decretos reglamentarios. En general las sucesivas modificaciones en las normas le han ido agregando nuevas regulaciones y restricciones al crecimiento, a través de las exigencias de las Autorizaciones Ambientales Previas y las especiales para plantaciones forestales establecidas en el decreto 405/021 de diciembre de 2021.

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

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

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

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

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

La actual administración dictó el decreto 179/026 del 23 de julio de 2026 que derogó el decreto de enero 2025 y también realizó algunos cambios en el decreto 405/021, principalmente referidas al régimen de autorización ambiental de proyectos de forestación, así como a la definición de terrenos forestales. Bajo la nueva normativa, las reforestaciones de 100 o más hectáreas cuyas plantaciones anteriores no hubieran estado sujetas a Autorización Ambiental Previa, realizadas sobre suelos ya forestados serán también objeto de estudio ambiental y autorización ambiental especial. No

obstante, tales plantaciones podrán ser ejecutadas bajo la responsabilidad del titular, aun encontrándose en trámite la autorización referida, siempre que el proyecto de plantación hubiera sido comunicado a la Dirección Nacional de Calidad y Evaluación Ambiental del Ministerio de Ambiente, con un plazo de al menos 30 días de anticipación a la fecha prevista para el comienzo.

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

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 la Fiduciaria y el Operador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité calificador de CARE entiende que la Emisión califica en la categoría BBB+.uy de la escala del Manual de CARE¹¹.

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrián Tambler

¹¹. **BBB+.uy** Se trata de instrumentos que presentan un riesgo medio bajo para la inversión, ya que evidencian un desempeño aceptable y suficiente capacidad de pago en los términos pactados. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, y las características del entorno, dan en conjunto moderada satisfacción a los análisis practicados, sin perjuicio de alguna debilidad en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo. Podría incrementarse el riesgo del instrumento ante eventuales cambios previsibles en los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, o en la economía en su conjunto. La probabilidad de cambios desfavorables previsibles en el entorno es de baja a media baja, y compatible con la capacidad de la administradora de manejarlos aunque incrementando el riesgo algo más que en las categorías anteriores. **El signo de + indica que la calificación se acerca más a la categoría superior de acuerdo al puntaje. Grado de inversión mínimo.**