

**ACTUALIZACIÓN DE
CALIFICACIÓN DE RIESGO DE
CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN
EN EL DOMINIO FIDUCIARIO
DEL “FIDEICOMISO FINANCIERO
FORESTAL BOSQUES DEL
URUGUAY 4”**

Montevideo, octubre 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
40	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

**Actualización de la Calificación de Oferta Pública de los Certificados de Participación del Fideicomiso Financiero Bosques del Uruguay 4.
08 - octubre - 2026**

Fiduciario:	EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Operador (Administrador) y Organizador:	Agro Empresa Forestal S.A.
Agente de Registro y Pago:	EF Asset Management. Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Entidad Representante:	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.
Títulos emitidos:	Certificados de participación escriturales
Moneda:	Dólares americanos
Importe de la emisión:	USD 330.000.000
Fecha de Suscripción:	10 de abril 2019.
Distribuciones:	Cuando existan Fondos Netos Distribuibles según resultados, de acuerdo al procedimiento establecido.
Activos del Fideicomiso:	Tierra y bosques forestales.
Plazo de vigencia del fideicomiso:	máximo de 30 años.
Vigencia de la Calificación:	30 de abril de 2027.
Calificación de Riesgo:	BBB+.uy ¹
Comité de Calificación:	Julio Preve, Martín Durán Martínez y Adrián Tambler.
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 Bosques del Uruguay 4" 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:

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico ofrece las garantías necesarias tal como se aprecia en el informe jurídico del Anexo I de la calificación original.
- Un proyecto que desde el punto de vista físico y económico supera diversas pruebas a los que razonablemente la emisora y la calificadora han sometido el proyecto. Se dispone de una actualización del flujo financiero a marzo de 2026, la que considera la venta de los establecimientos de Rivera y Tacuarembó, estimando una TIR de 9,1% para el escenario que utiliza los criterios de la calificadora en su visión del negocio para el largo plazo. Esta nueva proyección no modifica la estimada en 2025.
- Un proyecto que en sus líneas fundamentales repite otros tres con el mismo negocio y actores intervinientes, en los que se vienen cumpliendo razonablemente los planes de negocios establecidos. Todos los fideicomisos tienen nota de grado inversor y son calificados por CARE. Los desvíos observados vienen siendo debidamente justificados por el operador y el comité de vigilancia, y responden a situaciones coyunturales del mercado, y en principio no parecen generar cambios en la marcha del proyecto.
- Se adquirió una extensión de tierras con un negocio en marcha, con lo cual se mitigaron considerablemente los riesgos de adquisición y plantación. Inicialmente se adquirieron unas 55.400 hectáreas de tierras y se arrendaron unas 6.000 hectáreas adicionales. El área total forestada, entre los campos propios y arrendados, a junio de 2026, ya entregados los activos del norte del país (14 mil hectáreas de bosques), es del orden de las 23,2 mil hectáreas efectivas.
- En el segundo trimestre de 2026 se concretó la venta anticipada de una serie de bienes inmuebles y bosques con sus respectivas mejoras y construcciones ubicados en los Departamentos de Rivera y Tacuarembó, así como también la cesión de arrendamientos de inmuebles de esos mismos departamentos. La venta que había sido aprobada por unanimidad y por el 100% de los tenedores de CPs en la asamblea del 25 de setiembre de 2025, involucró algo menos de 19 mil hectáreas brutas y aproximadamente unas 14.000 hectáreas efectivas de montes incluyendo las plantaciones de los inmuebles vendidos y también las de los campos arrendados. El monto de la venta fue de 184,3 millones de dólares.

- El 8 de setiembre de 2026, la Asamblea de Titulares del Fideicomiso resolvió realizar distribuciones a los Titulares de los CPS, a prorrata de su participación en el Fideicomiso por un monto total de USD 160 millones de dólares. Con fecha 9 de setiembre de 2026, se realizó por parte del Fideicomiso la distribución de dicho monto, en concordancia con los Fondos Netos Distribuibles determinados por el Administrador al cierre del período finalizado el 30 de junio de 2026 y aprobados en la Asamblea.
- Un diseño de gobierno corporativo que acota el riesgo a los inversionistas y que hasta la confección del presente informe ha funcionado en forma adecuada.
- Se destaca la alineación de incentivos entre el Fideicomiso y el Administrador ya que este último ha adquirido Certificados de Participación (CP) en los diferentes Fideicomisos y a diciembre de 2025 tiene CPs por unos 14 millones de dólares.
- 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.
- El comité de vigilancia informa que se vienen cumpliendo razonablemente con los estándares mínimos de desempeño esperados referidos al área de la producción: compra de tierras, área libre de plantación, porcentajes de prendimiento y el Incremento medio anual (IMA) de los bosques. Respecto del cumplimiento del presupuesto, destaca que durante el primer semestre de 2026 no se observan desvíos significativos, más allá del atraso en la ejecución de algunas inversiones y de los menores ingresos por ventas de láminas de la planta Olimar
- La planta Olimar logró estabilizar la producción de láminas, aunque levemente por debajo de lo presupuestado, así como también los niveles de eficiencia, reduciendo los costos de producción. No obstante los precios de venta siguen sin alcanzar los objetivos planteados. La estrategia comercial continúa enfocada en desarrollar mercados que permitan incrementar la participación de productos de calidad superior y mejorar el precio promedio de venta durante el segundo semestre.
- A diciembre de 2025 se presentó la tasación anual de las tierras y bosques del fideicomiso que arrojó un valor total de 506,5 millones de dólares, conformado por 181,6 millones por la tierra y 324,9 millones por concepto de bosques forestales³. Esta nueva valuación da cuenta de una reducción de un 11,3% en los bosques, explicado en gran medida por un ajuste de las tablas de rendimiento y la reducción de los precios futuros de la madera tanto para el mercado interno como para la exportación. El patrimonio que surge de los estados contables del fideicomiso al 30 de junio de 2026 (previo a la distribución de setiembre) era de USD 548,3 millones, valor muy superior a la emisión recibida de USD 330 millones en términos nominales.

³ Se considera la totalidad de los activos al 31 de diciembre de 2025, por lo que están incluidos las tierras y bosques que se vendieron.

- 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 y en menor medida para pulpa), 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 Bosques del Uruguay 4".

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

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

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

a. Antecedentes generales

- El Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 4 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 no forestadas, siguiendo protocolos de inversión y administración, con adecuados estándares productivos, ambientales y sociales.
- Como antecedente más relevante hay que mencionar a los Fideicomisos Financieros Forestales Bosques del Uruguay I, II y III, que emitieron certificados de participación en agosto de 2011, en octubre de 2014 y en diciembre de 2016 por un monto de 50, 70 y 190 millones de dólares respectivamente. Estos fideicomisos, con idéntica administración que la del presente, vienen cumpliendo a satisfacción con los planes de negocios originales, análogos al que se presenta en esta oportunidad.
- El desarrollo del emprendimiento forestal comienza con la adquisición de tierras y bosques, sigue con el manejo silvicultural de los árboles y culmina con la cosecha y comercialización de la madera, sea ésta con destino a la producción de pulpa de celulosa o el aserrío.
- El plazo del Fideicomiso es de 30 años como máximo, o hasta el momento en que se liquiden la totalidad de los Certificados de Participación emitidos por el Fiduciario, y se cancelen las demás obligaciones del Contrato. No obstante, en virtud del alcance del proyecto y la edad actual del activo que se adquirió, se estima una duración aproximada de 20 años.
- El Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 4, quedó constituido el 17 de diciembre de 2018, mediante la firma del contrato respectivo entre EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A. en calidad de "Fiduciario", Agroempresa Forestal S.A. en calidad de "Administrador", y los Suscriptores Iniciales de los Valores en calidad de "Fideicomitentes".
- Con la emisión se adquirió un patrimonio que ya se encontraba forestado y en plena operación. Se compraron un total de 55.365 hectáreas, integrado por dos bloques: el Norte (Terena) con 18.802 hectáreas y el Noreste (Guanare) con 36.563 hectáreas. Los campos del Bloque Noreste se encuentran en Cerro Largo y Treinta y Tres y los del Bloque Norte en Tacuarembó y Rivera.
- La superficie plantada en campo propio a diciembre de 2025 era de unas 34.000 hectáreas y aproximadamente una tercera parte de la superficie era de pino. El Fideicomiso adquirió también contratos de arrendamiento por unas 6.000 hectáreas de las cuales había plantadas unas 3.600. Los campos arrendados se encontraban en los departamentos de Cerro Largo, Treinta y Tres, Tacuarembó, Rivera y Durazno.

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

- En 2026 el Fideicomiso vendió el Bloque Norte (Terena) y los campos arrendados de los departamentos de Tacuarembó y Rivera que al momento de la venta tenían unas 14 mil hectáreas efectivas de bosques, mayoritariamente pinos. Luego de la venta, el Fideicomiso quedó explotando entre campos propios y arrendados unas 23,2 mil hectáreas efectivas de bosques.
- Al cierre del proyecto el ingreso total estimado por ventas corresponderá en un 62% a la venta de madera, un 23% a la venta de bosques en pie, y finalmente un 14% a la venta de tierra al final del proyecto. Los ingresos por pastoreo son marginales. Estos ingresos se estimaron descontando el flujo esperado a una tasa del 6,7%.
- El plan de negocio suponía que en la medida que se fueran cortando los montes de pino, las áreas cosechadas serían replantadas con eucaliptus orientado a la producción de madera para aserrío libre de nudos y en las zonas menos productivas se plantarán especies de eucaliptus con destino a la producción de pulpa de celulosa.
- El 28 de agosto de 2019 el Fideicomiso tomó posesión de los campos adquiridos, y se iniciaron las operaciones por parte del Operador.
- El fideicomiso cuenta con la certificación FSC® (Forest Stewardship Council o Consejo de Administración Forestal en español), en el 91 % de las hectáreas.
- A los efectos de atender los déficits de caja derivados de los costos de cosecha y el proceso de exportación, el Fideicomiso ha incurrido en la contratación de créditos de corto plazo con bancos privados de plaza (créditos de prefinanciación de exportaciones), los cuales en varias oportunidades se han ido renovando. Asimismo el Fideicomiso ha contraído crédito de largo plazo que se viene amortizando sin inconvenientes. En todas las oportunidades, se ha contado con la aprobación del comité de vigilancia y el fiduciario lo ha comunicado a la Calificadora.
- El 28 de diciembre de 2020 se realizó una Asamblea de Titulares de los Certificados de Participación con la representación del 100% y se decidió modificar algunos términos y condiciones de los CPs. Los cambios refieren a la modificación de la paramétrica del ajuste de los honorarios de Agroempresa Forestal y también se acordó subir información una vez por año de los Fideicomisos a la WEB de Bosques del Uruguay.
- En enero de 2022 se firmó una nueva modificación del contrato de Fideicomiso cuyo principal objetivo fue el de incluir dentro del Plan de Negocios la realización de "Proyectos Industriales" que permitan la percepción de un mayor retorno a los inversores.
- El 16 de junio de 2022 la asamblea de beneficiarios aprobó por unanimidad la venta anticipada de un predio de 139 hás ubicado sobre la Ruta 27 a 3 km de la ciudad de Rivera. El establecimiento estaba muy cerca de la ciudad de Rivera y era muy difícil reforestarlo por el riesgo de incendio en cercanías de los centros poblados.

- En la Asamblea del 16 de junio de 2022 también se aprobó por mayoría la ejecución del Proyecto Olimar, el que se financió con un préstamo de largo plazo (10 años).
- El 7 de julio de 2023, se llevó a cabo una asamblea de titulares de certificados de participación en la cual el administrador presentó una actualización de la situación del proyecto Olimar y la proyección de los costos de inversión en la planta. La asamblea aprobó las proyecciones de los costos presentados por el administrador.
- El 12 de diciembre de 2023, se realizó una asamblea de titulares en la que se aprobó la modificación del contrato del fideicomiso. El motivo fue el de modificar la paramétrica de ajuste del pago de los servicios del administrador del fideicomiso.
- La planta industrial Olimar, se terminó de construir en cuarto trimestre del 2023, y se inauguró en el mes de marzo de 2024; el costo final de la inversión fue de 6,98 millones de dólares.
- Agro Empresa Forestal (AF) es miembro signatario desde 2022 de PRI (Principios de Inversión Responsable). En ese sentido debe presentar anualmente informes y evaluación relacionada con la inversión responsable, debiendo cumplir con requisitos mínimos y ciertos indicadores para mantener la membresía. En 2023 presentó su primer informe (voluntario en esta oportunidad, luego será obligatorio), obteniendo tres estrellas Policy Governance and Strategy (PGS) y 4 estrellas Confidence building measures (CBM). El máximo es 5 estrellas y el módulo más relevante es PGS.
- Sobre fin del año 2025 se realizó la última tasación anual de los montes y tierras del fideicomiso estimándose un valor total de 506,4 millones de dólares, conformado por 181,6 millones por la tierra y 324,9 millones por concepto de montes forestales. Se incrementan los valores de la tierra en un 2,9% (+5,1 MM), mientras que cae el valor de los bosques en un 11,3% (-41,4 MM), lo que determina una revaluación negativa de los activos de 6,7% (-36,3 MM). Esta reducción en el valor de los bosques se explica, según el tasador, en gran medida por un ajuste de las tablas de rendimiento y la reducción de los precios futuros de la madera tanto para el mercado interno como para la exportación.

b. Hechos salientes del período

- El 25 de setiembre de 2025 la Asamblea de titulares con la presencia del 100% de los tenedores de los Cps, se aprobó por unanimidad la venta anticipada de una serie de bienes inmuebles y bosques con sus respectivas mejoras y construcciones ubicados en los Departamentos de Rivera y Tacuarembó (Terena), así como también la cesión de arrendamientos de inmuebles de esos mismos departamentos. Se acordó también que al menos el 80% del precio que se obtenga se distribuya entre los titulares.

- La superficie a vender involucró a algo menos de 19 mil hectáreas y la cesión de los arrendamientos de los predios de Rivera y Tacuarembó. La superficie efectiva de bosques era de aproximadamente 14.000 hectáreas con una alta proporción de pinos (algo más del 70%). El precio total de venta fue de unos 184,3 millones de dólares entre bosques y tierra, descontados los costos de venta el resultado neto de la operación fue de algo menos de 49 millones de dólares.
- Luego de la venta de los activos del norte, el fideicomiso tiene en propiedad unas 36,6 mil hectáreas totales, sobre las cuales tiene una superficie efectiva plantada de bosques al 30 de junio de 2026 de unos 23,2 mil hectáreas, lo que implica un aprovechamiento de aproximadamente un 64%.
- El presupuesto operativo para el 2026, estimó la generación de ingresos brutos por 45,9 millones de dólares, que estarían compuestos en un 53% por ventas de madera al mercado interno (pulpa y aserraderos), un 46% por ventas de madera de exportación y el resto por otros ingresos (pastoreos). Una vez descontados los costos operativos y los gastos, se lograría un ingreso neto de unos 10,1 millones de dólares. Finalmente se prevén inversiones por aproximadamente 3,1 millones de dólares.
- Este presupuesto operativo refiere a los aspectos de la explotación forestal y no están considerados en los ingresos los provenientes de la venta de los activos comentados en los párrafos anteriores. No obstante, como se podrá observar en el cuadro 2, sí están considerados los costos de venta de esa operación.
- En el primer semestre de 2026, según informa el operador, el Fideicomiso tuvo ingresos por venta de madera y servicios de pastoreo por 25,9 millones de dólares, lo que representó un 20% por encima del mismo período del año anterior y superior también a lo proyectado inicialmente. Esto es consecuencia de mayores volúmenes vendidos y a mayores precios que lo proyectado. Buena parte del incremento se apoya principalmente en mayores ventas de Eucaliptus de calidad, tanto para el mercado local como para el mercado de exportación.

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

	2025	2026	Variación
Ingresos Brutos ventas domésticas	11.270.243	14.577.683	29%
Ingresos Brutos ventas exportación	10.009.506	11.141.715	11%
Otros ingresos (pastoreo)	205.482	146.575	-29%
TOTAL	21.485.231	25.865.973	20%

Fuente: el operador

- En el primer semestre de 2026 se cosecharon 1.081 has a tala rasa y se realizaron plantaciones en 94 hectáreas.
- Los costos de producción totales en el primer semestre del año fueron un 7% mayores a los del mismo período del año anterior y también algo mayores a lo presupuestado, como consecuencia de una mayor actividad, ya que los costos unitarios por m3 se matuvieron en línea con los del año pasado y con el presupuesto.

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

	2025	2026	Variación
Costos operativos	16.772.287	17.913.098	7%
Gastos, gerenciamiento y costos fijos	4.179.512	8.930.735	114%
Inversiones Implantación y manejo	1.281.490	1.055.194	-18%
Total	22.233.289	27.899.027	25%

Fuente: el operador

- Los gastos muestran un desvío muy importante respecto del año anterior (aumento de un 114%), pero ello se debe exclusivamente a que están considerados los costos asociados a la venta de los activos del norte del país.
- En el período informado las inversiones estuvieron un 18% por debajo de las del mismo período del año anterior, consecuencia de una menor área intervenida. Las plantaciones previstas a ser realizadas en otoño de 2026 fueron postpuestas para la primavera. En cuanto a las podas, en el primer semestre se realizaron intervenciones en un área que es un 15% del total previsto en el presupuesto
- La producción de láminas de la Planta Olimar durante el primer semestre se ubicó apenas por debajo de lo presupuestado (-3%), mientras que los costos de producción estuvieron 11% por debajo, acompañando el menor nivel de actividad y ajustes en algunos conceptos. No obstante, los ingresos por ventas estuvieron un 54% por debajo de lo presupuestado, por un menor volumen comercializado junto con un mix de ventas orientado a productos de menor valor agregado. La estrategia comercial continúa enfocada en desarrollar mercados que permitan incrementar la participación de láminas de superior calidad y mejorar el precio promedio de venta durante el segundo semestre.
- En el período informado se cancelaron cuotas del préstamo a largo plazo que tiene este fideicomiso (USD 1,8 millones) y también se cancelaron préstamos a plazo fijo (USD 5,3 millones).

3. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- Balance con informe de auditoría al 31 de diciembre de 2025 de Agro Empresa Forestal.
- Estados Contables intermedios del Fiduciario al 30 de junio de 2026.
- Estados Contables intermedios del Fideicomiso al 30 de junio de 2026.
- Informes trimestrales del operador, el último a junio de 2026.
- Informes trimestrales del Comité de Vigilancia, el último a junio de 2026.
- Calificaciones y actualizaciones de los Fideicomisos Financieros Forestales Bosques del Uruguay I, II y III realizadas por CARE.
- Información relevante del sector forestal.
- Modelo financiero a marzo de 2026

II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

Se ofrecieron en oferta pública certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 4, 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 4

Fiduciario: EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.

Operador administrador: Agro Empresa Forestal S.A.

Agente de Registro y Pago: EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.

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

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

Organizador: Agro Empresa Forestal S.A.

Títulos emitidos: Certificados de participación

Activos del Fideicomiso: El Fideicomiso invirtió en la compra y arrendamiento de inmuebles rurales para desarrollar una explotación forestal.

Moneda: Dólar americano

Importe de la Emisión: USD 330.000.000

Distribuciones: Toda vez que existan Fondos Netos Distribuibles luego de cada cierre de ejercicio, o al procederse a la venta de activos del Fideicomiso o por la distribución final de Fondos Netos Remanentes. (Entre los años 0 a 2, no habrá distribución de fondos aún en el caso de que existan ya que los mismos se destinarán al financiamiento del plan de negocios).

Calificación de Riesgo: BBB+.uy

2. El análisis jurídico

El análisis jurídico se agregó en el Anexo I ("Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 4". Informe Jurídico). El mismo descartó cualquier eventualidad de conflictos derivados por ejemplo de la construcción jurídica, los contratos respectivos, el cumplimiento con normas vigentes, etc.

Al inicio del informe, en la misma introducción planteaba que *"de la compulsa de toda esta documentación, como concepto general se puede adelantar que se cumplen las disposiciones legales y reglamentarias disciplinadas para el fideicomiso financiero, tanto en cuanto a su constitución formal y aspectos relacionados con la capacidad y legitimación de los contrayentes. En cuanto al fondo, no se advierten obstáculos jurídicos que impidan o pongan en riesgo el rendimiento esperable bajo los certificados de participación a emitirse."*

El informe finalmente concluye: ***"...En conclusión y contemplando todos los aspectos involucrados, el negocio fiduciario cuenta con un razonable grado de cobertura, no advirtiendo riesgos jurídicos relacionados con el proceso de emisión"***.

3. Riesgos considerados

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

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 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

Con fecha 17/12/2018 se celebró el contrato de Fideicomiso entre EFAM (fiduciaria) y AF (administrador). El 18/3/2019 el BCU autorizó la inscripción del Fideicomiso en el Registro del Mercado de Valores y consecuentemente la emisión de CP's por un monto de hasta USD 330 millones.

En virtud de lo antedicho, efectivamente se emitieron CP's por USD 330 millones, ya totalmente integrados en tres emisiones sucesivas realizadas entre el 11/04/2019 y 26/08/2019 y de esa forma cumplir con el inicio del plan de negocios forestal descripto en otra sección de este informe.

A continuación se presentan los EE.CC intermedios del Fideicomiso al cierre del primer semestre de 2026.

Cuadro 5: Estado de Situación del Fideicomiso (miles de USD)			
Concepto	30/6/2026	31/12/2025	31/12/2024
Activo Corriente	217.029	112.892	21.212
Activo no Corriente	361.728	449.811	569.241
Total Activo	578.757	562.703	590.453
Pasivo Corriente	22.867	27.182	24.091
Pasivo no Corriente	7.539	17.401	15.448
Total Pasivo	30.406	44.583	39.539
Patrimonio	548.350	518.120	550.915
Total Pasivo y Patrimonio	578.757	562.703	590.454
Razon Corriente	9,49	4,15	0,88

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Se recuerda que en el Activo no Corriente dentro del rubro Propiedades, Planta y Equipo se incluye la planta de Olimar (PO), por un valor contable neto de unos USD 6.3 millones.

El valor del patrimonio contable al 30/06/2026, puede observarse en el cuadro precedente, era de USD 548.3 millones, casi USD 30 millones más que al cierre de diciembre 2025. Esto es producto de la ganancia extraordinaria que se produjo en la venta de activos según se describe en otra sección de este informe.

Al momento del cierre del semestre la comparación del patrimonio contable con la emisión total recibida seguía siendo válida, es decir, USD 548.3 millones contra USD 330 millones.

Eso va a cambiar puesto que en el mes de setiembre y tal como se informa en otra sección se aprobó la distribución de USD 160 millones provenientes de la venta de activos por USD 184 millones cumpliendo de esa manera el mandato de la Asamblea autorizando dicha venta a condición que se distribuyera, al menos, 80 % de su producido.

Previendo esto, en el Activo Corriente figura una partida de efectivo (o equivalente) por USD 173 millones en Letras de Tesorería de corto plazo.

En cuanto al pasivo financiero, siguen habiendo movimientos, algunos se cancelan y se toman nuevos créditos, al término del semestre, el pasivo financiero era de USD 19.6 millones (27.9 millones a diciembre 2025), como se ve, han habido cancelaciones importantes por lo que el saldo neto de este rubro es bastante menor al del último cierre.

Cuadro 6: Estado de Resultados Fideicomiso (miles de USD)			
Concepto	30/6/2026	30/6/2025	31/12/2025
Ingresos operativos	210.163	21.485	50.025
Cambio valor activo biológico	-	-	(34.466)
Costo de los bienes vendidos	(158.539)	(18.153)	(40.620)
Resultado Bruto	51.623	3.332	(25.061)
Gastos administración y ventas	(6.124)	(4.661)	(10.726)
Resultados financieros	817	(1.655)	(2.537)
Resultados diversos	-	-	-
Resultados antes IRAE	46.316	(2.983)	(38.323)
IRAE	5.024	1.997	845
Resultado del periodo	51.341	(986)	(37.479)
Revaluación tierra	-	-	5.133
Impuesto diferido asociado			(449)
Otros ajustes integrales (*)	(21.110)		
Resultado integral del periodo	30.230	(986)	(32.795)

Fuente: EE.CC Fideicomiso

(*) ajuste derivado de la venta de activos

Como se comentara líneas arriba se produjo en el semestre un ingreso extraordinario por la venta de activos (tierra forestada) el monto registrado fue de USD 184 millones. El área vendida fue de algo menos de 19 mil hectáreas de las cuales unas 15 mil estaban forestadas. Estos activos tenían un valor contable de USD 84.2 millones (activos biológicos) y USD 49.5 millones la tierra y sus mejoras.

Riesgos considerados

Riesgo administración, considerando la idoneidad para cumplir con la función de AF S.A. y de EFAM, en virtud que todos los análisis practicados, se considera que el riesgo de incumplimiento de la administradora y del fiduciario con las responsabilidades del proyecto es acotado. Por otra parte, se prevé su sustitución en caso de constatare desvíos que así lo justifiquen. *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, 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 el contrato en función de diversos resultados y circunstancias.

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y FLUJO FUTURO DE FONDOS

1. Bienes fideicomitidos y aspectos descriptivos del proyecto

Se invirtió en la compra de un emprendimiento forestal en las condiciones previstas en el Contrato, para que se integren al patrimonio del Fideicomiso y desarrollar una explotación silvícola de acuerdo a lo establecido en el Plan de Negocios.

El emprendimiento forestal ya estaba formado por lo que durante unos 20 años se realizará la explotación de los montes, que consiste en la cosecha y venta de madera, y la replantación de las áreas cosechadas con eucaliptus. Al final, se vende la tierra y los montes en pie.

2. Evaluación de la rentabilidad de la inversión, Tasa Interna de Retorno, riesgos asociados y sensibilizaciones

El proyecto en el prospecto original para el escenario base presentaba una Tasa Interna de Retorno del 7,7% para el inversor. Posteriormente el operador fue ajustando los flujos esperados, que vienen arrojando valores más altos para la TIR.

Se dispone de una actualización del flujo financiero a marzo de 2026, con datos reales a diciembre de 2025 y proyectando hasta la culminación del fideicomiso en 2039. Esta nueva actualización considera la venta de los activos del norte (Terena), lo que implica la concreción de una distribución en el correr de este año y la modificación de los flujos futuros al salir del patrimonio las plantaciones que estaban en esos predios vendidos (unas 14 mil hectáreas efectivas de bosques de las cuales aproximadamente un 70% eran pinos).

Se presentaron como en las anteriores actualizaciones diferentes escenarios, suponiendo distintas evoluciones de precios de la madera, costos de producción y evolución del precio de la tierra a partir de 2026 y hasta la finalización del Fideicomiso en 2039. Por su parte, la calificadora estimó un escenario adicional ajustándolo a sus criterios.

Los resultados se presentan en el siguiente cuadro.

Cuadro 7: Resultados de la TIR en diversos escenarios	
Escenario	TIR
1 Madera ajusta por inflación USA, más un crecimiento del 1,5%. Los costos ajustan por inflación USD UY y la tierra tiene un aumento del 1,5%	9,0%
2 Madera ajusta por inflación USA. Los costos ajustan por Inflación USD UY, y la tierra tiene un aumento del 1,5%.	9,0%
3 Idem al 2 pero con aumento del 3% en el precio de la tierra	9,1%
4 Los precios de la madera y de la tierra aumentan un 1,5%.	7,6%
5 Aumento precio de Tierra 1,5%	7,5%
6 Todos los factores constantes	7,4%

Fuente: El Operador

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

- Los precios de los productos ajustan según la inflación de EEUU. No se proyectan aumentos reales en los precios de la madera, ni en madera con destino a pulpa ni en la sólida. Las últimas proyecciones disponibles realizadas por el Banco Mundial hacia 2035 suponían un aumento entre un 1,1 y un 1,5% anual dependiendo del origen (ver Sección V).
- El aumento en el precio de la tierra es de un 3% anual en dólares corrientes, incremento que parece razonable y conservador, siendo el valor que la calificadora en general utiliza para las proyecciones.
- Los costos internos ajustan por la inflación de Uruguay en dólares.

Por otra parte, los rendimientos proyectados se mantienen alineados al comportamiento real que se viene observando en los montes, y los precios y costos parten de los niveles actuales. El valor final de los bosques es el flujo de 20 años de ingresos futuros descontados al 8,0%, superior al utilizado en la tasación (7,5%) lo que supone un criterio conservador.

En base a esta proyección, la TIR para todo el período del Fideicomiso en el escenario considerando los criterios de la calificadora sería de 9,1%, no mostrando variación con la calculada en 2025.

El escenario 6 corresponde a la TIR real, se supuso que los precios de la madera y los costos de producción se mantuvieran constantes en términos nominales durante todo el período, al igual que los precios de la tierra. En ese caso, la TIR sería de 7,4% en moneda constante.

Las Tasas Internas de Retorno proyectadas consideran todo el período del proyecto por lo que se estaría estimando la rentabilidad para un inversor que aportó el capital al comienzo del proyecto y se mantiene hasta el final. Los inversores integraron la totalidad del capital en 2019 y en aquel momento a título de ejemplo, el rendimiento de los Treasury Bonds a 20 años de EEUU se ubicaba en 2,4% mientras que el rendimiento de los bonos de Uruguay a 20 años se ubicaba entre 4,1 y 4,4%.

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.

3. Cumplimiento de los estándares mínimos.

Plantación: se deberá haber plantado un mínimo de 80% del área plantable disponible antes de que transcurran 12 meses. En 2026 las áreas disponibles se plantarían en el segundo semestre. No fue posible hacerlo antes debido a las demoras en obtener las autorizaciones para realizar las reforestaciones.

Prendimiento: para el total de la superficie plantada, deberá lograrse un prendimiento mínimo del 80% del stand inicial. En general se viene cumpliendo con el estándar, aun no se realizó la auditoría de las plantaciones 2025.

Cumplimiento del presupuesto anual. Este indicador debe ser evaluado al cerrar el año, no obstante el comité de vigilancia informa que en el primer semestre de 2026 no se observan desvíos significativos en la ejecución del presupuesto, más allá del retraso en la ejecución de algunas inversiones y de los menores ingresos por ventas de láminas de la planta Olimar.

Incremento medio anual del volumen de madera de los bosques debe ser igual o superior al 75% del establecido en la curva de menor crecimiento del modelo de negocio para cada especie. El resultado de las mediciones de las parcelas permanentes realizado durante el año 2025 muestra que, los crecimientos de los bosques superan los objetivos de crecimiento establecidos en el contrato del fideicomiso.

4. Riesgos asociados al desempeño productivo forestal.

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

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

El riesgo de manejo productivo es mínimo dado que está mitigado por la trayectoria y experiencia del Operador. 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 importante sería la ocurrencia de eventos extremos de sequía como el ocurrido en 2022/2023, que tiene efectos negativos y muy pocas posibilidades para mitigar. Estos riesgos son difíciles de prevenir y de estimar su impacto futuro; la fuerte sequía 2022/2023 ha permitido generar información real de los efectos que pueda generar sobre la producción forestal.

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

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

5. Tasación de la Tierra y los Montes Forestales

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

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

La metodología aplicada para el caso de los montes forestales (madera) fue una combinación entre un enfoque de compras comparadas y una valoración del activo forestal utilizando el método de flujo de fondos descontado a una tasa del 7,5% y asignándole el pago de una renta teórica a la tierra. El valor asignado a través de esta metodología para los bosques forestales fue de 324,9 millones de dólares, lo que implicó una reducción de un 11,3% respecto del año anterior.

Por su parte, la evaluación de la tierra arroja un valor de 181,6 millones de dólares, lo que resulta en un valor promedio de USD 3.034/ha, mostrando un aumento de un 2,9% 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 siguiente cuadro se presenta la evolución de los valores de los campos y bosques del Fideicomiso, según la información proveniente de las tasaciones realizadas anualmente. Cabe aclarar que los valores del año 2020 fueron realizados por otra empresa y bajo una metodología diferente que subvaloraba el valor de la tierra y sobrevaloraba el de los bosques.

Cuadro 8: Evolución de la valuación de la tierra y de las plantaciones en millones de USD				
	Tierra	Bosques	Pastoreo	Total
2020	113,0	275,5		388,4
2021	154,4	246,1	3,7	404,1
2022	161,1	288,4	3,2	452,6
2023	167,8	331,4	3,7	502,9
2024	176,5	366,3	-	542,8
2025	181,6	324,9	-	506,5
Variación 2025/2024	2,9%	-11,3%		-6,7%
Tasa de crecimiento anual				5,5%

Fuente: Tasaciones

El valor de tasación de las tierras y bosques del fideicomiso a diciembre de 2025 en conjunto es de 506,5 millones de dólares, lo que representa una reducción de 36,3 millones de dólares, un 6,7% menor a la tasación realizada en 2024.

Entre 2020 y 2025 la tasa de crecimiento acumulativa anual del activo total es del 5,5% y la tasa acumulativa anual considerando el valor de la emisión en 2019 es del 7,4%.

Las tasaciones de las plantaciones refieren a una fotografía al 31 de diciembre de los bosques existentes a esa fecha, por lo tanto respecto de la tasación del año anterior consideran el crecimiento biológico de los árboles, la variación en el número de hectáreas plantadas, rendimientos, ajustes de precios de la madera y de los costos, etc. En esta oportunidad no hubo cambio de tasadores, por lo que deberían ocurrir variaciones debidas al cambio de criterios o metodologías de la tasación.

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

- El principal impacto negativo fue por un cambio en los rendimientos. Se modificaron las tablas de rendimiento a los rodales tras una reevaluación.
- Se redujeron los precios de la madera para pulpa vendida al mercado interno y considerando la difícil situación de los mercados de exportación también se ajustaron a la baja los precios de la madera. En consecuencia bajan los ingresos futuros.
- El aumento general de los costos también contribuye a la disminución del valor, especialmente los gastos generales (en particular, los de mantenimiento y protección contra incendios).

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 mínimo.*

Riesgo de descalce de monedas. Los ingresos y egresos más relevantes están previstos en la misma moneda. *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.

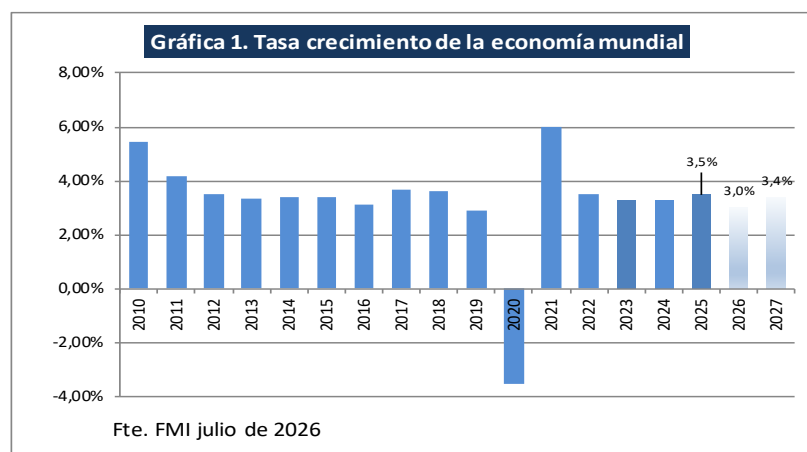
La actual coyuntura geopolítica, de no tener una pronta solución, podría contribuir a generar efectos negativos en el mercado de los productos forestales. Los conflictos bélicos pueden generar interrupciones en el comercio internacional, caracterizadas por el aumento de costos logísticos, volatilidad 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 84% de los retornos de la inversión se explican por el valor de la madera.

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

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

Para el caso concreto de este proyecto, el precio que mayor incidencia tendrá en el resultado final, es el de la madera de calidad de eucalipto y de pino. El plan de negocios original suponía la sustitución de los pinos por eucaliptos manejados para la obtención de madera de calidad. Si bien el objetivo de largo plazo será la madera sólida de eucalipto el patrimonio actual -luego de la venta de activos realizada en 2026- mantiene un porcentaje (25%). Finalmente, como en todos los proyectos forestales hay superficies plantadas con destino a celulosa y también tienen ese destino los raleos y desechos comerciales de los montes de calidad.

La Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura (FAO), en su informe "Perspectivas del sector forestal mundial 2050"⁴ prevé que el consumo global de productos primarios de madera procesada crecería 37% para 2050. Este crecimiento del consumo de productos madereros -en comparación con el aumento previsto del 25% de la población- "se verá impulsado por el aumento de los ingresos en las regiones emergentes del mundo, lo que provocará un efecto de convergencia en los bienes de consumo (por ejemplo, papel, envases, ropa y muebles) y en más actividades del sector de la construcción".

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

El mercado global de pulpa y papel sigue mostrando crecimiento, aunque más moderado, proyectándose una lenta expansión hasta la década de 2030 impulsada por uso en embalajes, tissue y papel especializado. El mercado de pulpa dissolving (utilizada para fibras textiles sustentables y aplicaciones químicas) muestra un crecimiento más robusto, con expectativas de alcanzar valores significativamente mayores para 2030-2034, apoyado por la demanda

⁴. FAO 2022. Último informe disponible.

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.

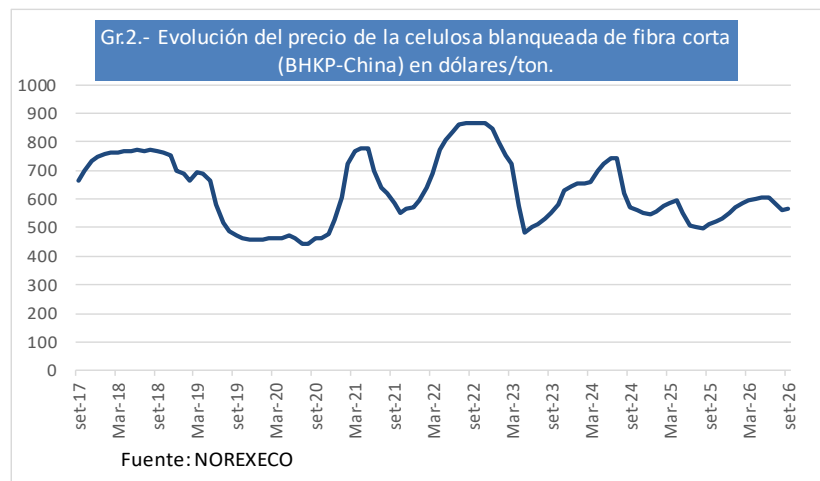
Para esta calificación CARE realiza una actualización de la información clave del sector, confirmando que no deberían existir en el futuro mayores desvíos respecto de la trayectoria esperada.

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)

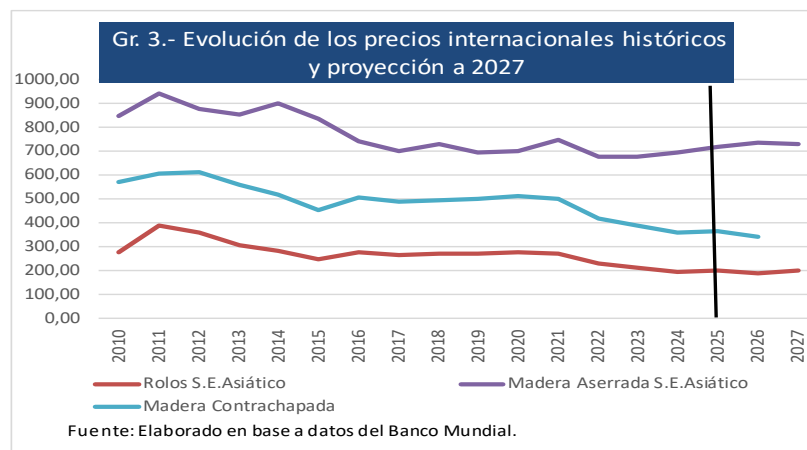
No se dispone de información que proyecte las perspectivas de la evolución de precios internacionales para la celulosa para el largo plazo. En los últimos 10 años el incremento anual del precio internacional de la celulosa de fibra larga (NBSK) fue del 3,6%, mientras que la de fibra corta no habría mostrado 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 9. 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 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).

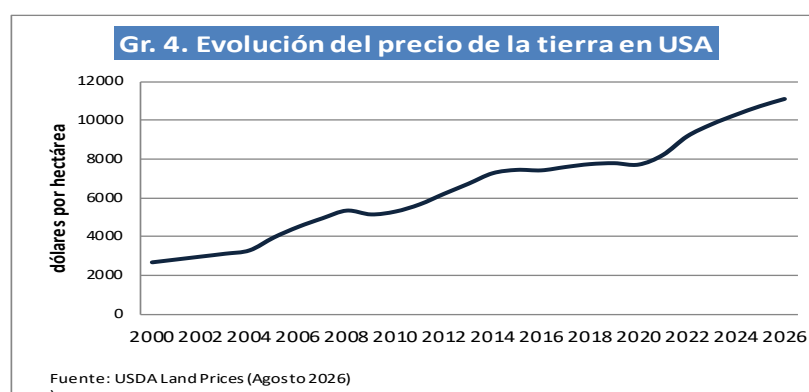
En este caso se actualiza el comportamiento de los precios en diferentes países considerados de importancia, en el entendido de que sus tendencias podrían generar información respecto de lo que podría ocurrir en nuestro país.

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 Volcker" y en menor medida, en la crisis financiera de Lehman Brothers y en el pandemia del Covid 19. En todos los casos las reducciones de precios fueron muy moderadas 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 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%.

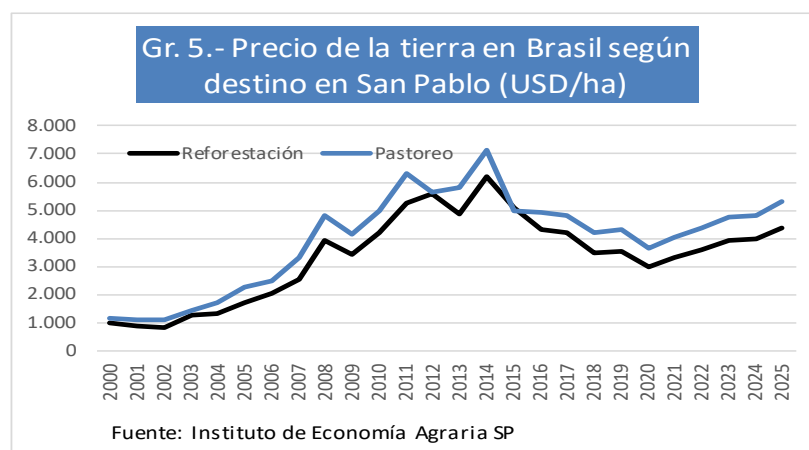


El comportamiento del precio de la tierra en Brasil, está por lo general afectado por el tipo de cambio, en la medida que en ese país la cotización del recurso se realiza en su moneda (reales). Por ello, las fluctuaciones pueden ser amplificadas por este efecto. El precio en dólares muestra un crecimiento 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

⁸. USDA Land Prices, Agosto 2026

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 podrían 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).

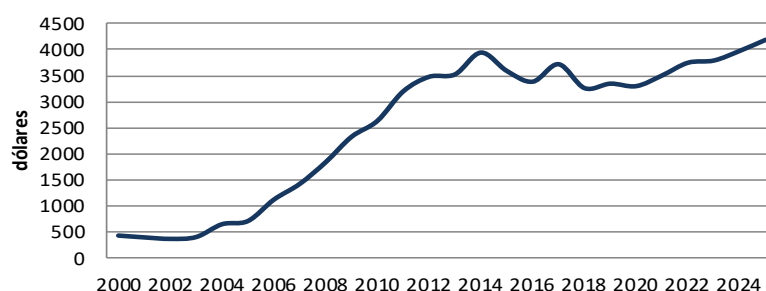
El mercado de campos en Argentina mantiene su atractivo, respaldado por la firmeza en la demanda, la diversificación de intereses y un entorno macroeconómico que, si se consolida, podría fortalecer aún más la ponderación de los activos rurales. La clave parece estar en garantizar la previsibilidad jurídica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

Gr. 7.- Evolución del precio promedio de la tierra en Uruguay



Fuente: DIEA-MGAP

Existen otras fuentes de información realizadas por consultoras y operadores del 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 relativa baja incidencia en el ingreso final del fideicomiso (16%), no obstante lo que finalmente ocurra con la evolución de su precio igualmente tendrá incidencia en el retorno final de la inversión. El modelo financiero supuso una valorización acumulativa anual de un 3% (en dólares corrientes) para el período que resta del proyecto, 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.

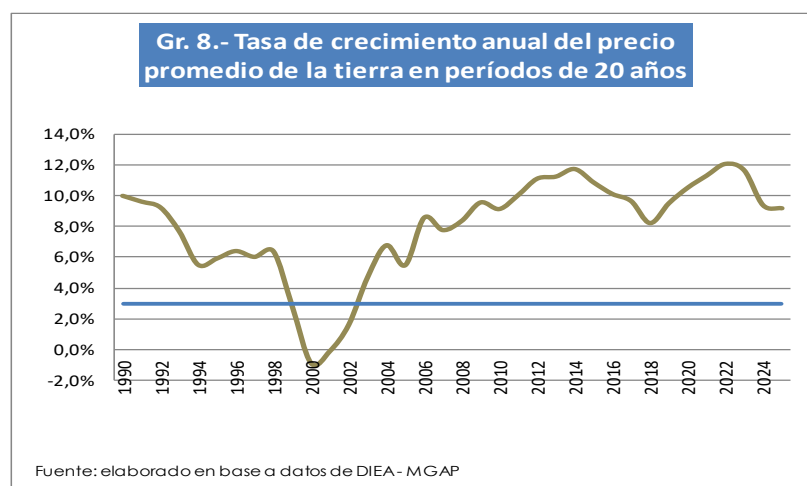
Para ello CARE analizó con la información de los precios de la tierra (en dólares corrientes) de una serie de más de 50 años (1970 a 2025) la variación anual en períodos de 20, en donde se observa lo siguiente:

¹⁰. SERAGRO, Agroclaro, Consur y operadores privados

- En promedio, la evolución anual del precio de la tierra en períodos móviles de 20 años fue de 7,9%.
- La tasa anual de crecimiento solamente fue menor al 5% 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 3%.

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

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



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.

Estas modificaciones, así como las regulaciones generales para el sector, pueden en algunos casos generar demoras o algún impacto negativo para el fideicomiso, especialmente en las reforestaciones.

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+. uy¹¹ de la escala de nuestra metodología. La inclusión del signo + indica que la calificación se acerca más a la categoría superior Se trata de una calificación de grado inversor.

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.**