

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

*Montevideo, octubre de 2025*

|    |                                                       |
|----|-------------------------------------------------------|
| 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   |
| 27 | V EL ENTORNO                                          |
| 40 | VI CALIFICACIÓN DE RIESGO                             |

**Actualización de la Calificación de oferta pública de Certificados de Participación  
escriturales.  
14 - octubre - 2025**

|                                                |                                                                             |
|------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------|
| <b>Denominación:</b>                           | Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay III                     |
| <b>Fiduciario:</b>                             | EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión.                  |
| <b>Operador (Administrador) y Organizador:</b> | Agroempresa Forestal S.A.                                                   |
| <b>Agente de Registro y Pago:</b>              | EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión                   |
| <b>Entidad Representante:</b>                  | Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.                               |
| <b>Títulos:</b>                                | Certificados de participación                                               |
| <b>Moneda:</b>                                 | Dólares americanos                                                          |
| <b>Importe de la emisión:</b>                  | USD 190.000.000                                                             |
| <b>Fecha de la suscripción de los valores:</b> | 6 de diciembre de 2016                                                      |
| <b>Plazo de la emisión:</b>                    | 20 años.                                                                    |
| <b>Distribuciones:</b>                         | Según resultados acumulados de acuerdo a procedimiento establecido.         |
| <b>Activos del Fideicomiso:</b>                | Tierra y bosques forestales.                                                |
| <b>Comité de calificación:</b>                 | Julio Preve, Adrián Tambler y Martín Durán Martínez                         |
| <b>Calificación de Riesgo:</b>                 | BBB+.uy <sup>1</sup>                                                        |
| <b>Vigencia de la actualización:</b>           | 30 de abril de 2026                                                         |
| <b>Manual Utilizado:</b>                       | Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros |

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

## Resumen General

***CARE ha actualizado la calificación de los certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero Bosques del Uruguay III manteniendo la calificación BBB+.uy de grado inversor.***

A modo de resumen, los aspectos salientes de la calificación son:

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico ofrece las garantías necesarias tal como se aprecia en el informe jurídico del Anexo I de la calificación original, ratificada en el correr del tiempo.
- Un proyecto que desde el punto de vista físico y económico-financiero para el inversor, supera diversas pruebas a las que razonablemente la emisora y la calificadora han sometido el proyecto. La última actualización del flujo financiero a diciembre de 2024 estimó una TIR de 6,4%, valor que no modifica la estimación realizada el año anterior (ver sección IV)
- El Fideicomiso cuenta con un total de 45.230 hárs en propiedad de las cuales a junio de 2025 hay unas 27 mil hectáreas forestadas, lo que arroja un aprovechamiento promedio de casi un 61%.
- En este caso se adquirió una extensión de tierras con un negocio en marcha, con lo cual se mitigaron considerablemente los riesgos de adquisición y plantación, aunque el plan de negocio consideraba la reconversión de buena parte del área plantada. Ya se avanzó en la reconversión de las plantaciones jóvenes de pinos con falta de manejo, sustituyéndolas con plantaciones de Eucaliptus para aserrío, manteniéndose actividades de raleo en las áreas de pino de mayor edad y calidad que se decidió dejar en pie.
- Se destaca que la misma empresa ya administra otros tres proyectos de similares características, todos ellos también calificados por CARE con nota de grado inversor, manejando en la actualidad más de 80 mil hectáreas de montes, a través de la emisión de 640 millones de dólares en total. Asimismo, a diciembre de 2024 la empresa tiene CPs por un valor total del orden de los 14 millones de dólares entre los 4 fideicomisos.
- Los informes del Operador (Agroempresa Forestal SA), resultan satisfactorios en términos generales para la marcha del proyecto, los que son ratificados por el Comité de Vigilancia. Por su parte, este último informa que se vienen cumpliendo a satisfacción los estándares mínimos de cumplimiento esperados en cuanto a áreas plantadas, porcentajes de prendimiento y el Incremento Medio Anual (IMA) de los bosques.
- La capacidad de gestión de la empresa administradora del proyecto – Agroempresa 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.
- 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.

- En el primer semestre del 2025 se plantaron 208 hectáreas, aproximadamente la tercera parte de lo que se preveía plantar en el otoño. En primavera se completaría la superficie proyectada de plantación para este año 2025, que sería de un total de 1425 hectáreas. Por otra parte, en el período informado se cosecharon 129 há, lo que representó una disminución del 1% en el valor del activo forestal.
- Los ingresos brutos del fideicomiso para el primer semestre del año alcanzaron a los 6,4 millones de dólares, cifra que si bien superaría en un 43% lo que se proyectó para el semestre está un 29% por debajo de los ingresos del mismo período del 2024. La reducción de las exportaciones -principalmente de pino- ya se habían previsto dada la ralentización de ese mercado. Del total de los ingresos del semestre, un 32% es por ventas de madera al mercado interno, 65% por las exportaciones de pinos, 4% por ingresos de pastoreo. Hubo en el período también una venta marginal de bonos de carbono (62 mil dólares).
- Del total de la madera vendida en el trimestre, un 37% corresponde a raleos comerciales y un 63% a tala rasa (cosecha final). En el primer trimestre se frenó la operativa de pinos hasta que mejore el mercado asiático, no obstante se exportó madera remanente del 2024 y algo de producción de enero 2025.
- Respecto de los egresos del primer semestre, los costos operativos estuvieron por encima del presupuesto, en gran medida por efecto de mayores gastos por transporte (más madera transportada y de predios más lejanos), mientras que los gastos generales estuvieron levemente por encima de lo presupuestado. Las actividades de inversión en el primer semestre estuvieron un 20 % por debajo del presupuesto, como consecuencia de que se plantó una menor superficie de lo proyectado en la campaña de otoño. Los montos invertidos se destinaron un 51% a poda y 49% a reforestación de campos; las inversiones fueron financiadas con un nuevo crédito a largo plazo que se fue desembolsando durante la primer parte del año.
- Durante el período informado se culminó con la gestión y aprobación de un nuevo crédito de largo plazo por un total de USD 15 millones que ingresaron parte en el primer trimestre y parte en el segundo. El mismo tiene como objetivo la financiación de las inversiones de capital de trabajo. Con los excedentes no utilizados del préstamo se realizaron colocaciones de inversiones temporarias por US\$ 7.4 millones en bonos del tesoro de EE.UU. (T-Bills).
- La última tasación anual de los montes y tierras del fideicomiso se presentó a diciembre de 2024 determinando un valor total de 237,4 millones de dólares, conformado por 149,7 millones por la tierra y 87,7 millones por concepto de bosques forestales. El patrimonio contable al 30 de junio de 2025 ascendía a poco más de USD 238,8 millones, superior en términos nominales al valor de la emisión recibido que fue de USD 190 millones.

- Se estima que el crecimiento del consumo de productos madereros será mayor al aumento de la población mundial, impulsado por el aumento de la demanda proveniente de los países de ingresos bajos y medios. La mayor demanda deberá ser atendida aumentando la productividad a través de la gestión forestal sostenible en los bosques y deberá estar alineada con las crecientes exigencias ambientales. No obstante, esa 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 más recientemente el resurgimiento de las políticas proteccionistas, contribuyen a generar un alta volatilidad en el comercio internacional de los precios de la madera y los productos forestales.
- En este contexto, los precios internacionales de los productos que comercializa este fideicomiso (celulosa y madera sólida de eucaliptus y pino) han mostrado un comportamiento muy variable en los últimos años. Para el caso de la celulosa, principal producto forestal exportado por Uruguay, los valores mostraron un cierto repunte durante el primer semestre del 2024, para luego comenzar a caer a partir del mes de agosto y mantenerse deprimidos durante el 2025 frente una demanda internacional que aún no muestra una recuperación significativa y en un contexto de persistente incertidumbre comercial. Por su parte, la madera sólida de eucaliptus, que enfrentó un mercado muy poco demandado en 2022 y parte de 2023, pero que se venía recuperando en forma muy lenta, vuelve a caer, al ser fuertemente impactada por la incertidumbre que generan las tarifas aplicadas por EEUU. Para el caso del pino, la entrada de oferta de Nueva Zelanda y Australia en India que venía siendo el principal mercado para Uruguay, ha generado una sobre oferta que ha impactado fuertemente en los precios. El mercado interno se encuentra con buena demanda por madera ya sea para pulpa o para aserrio y viene siendo por el momento el principal mercado.
- 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 varios años de aumentos sostenidos. El precio promedio de la tierra reportado por DIEA-MGAP para el 2024, en términos nominales, supera levemente (+0,8%) el récord histórico de 2014.
- Respecto de las políticas públicas, el cambio de administración podría volver a considerar la implementación de algunos cambios en el marco regulatorio de la actividad, tendientes a limitar el uso del suelo para la forestación, con posibles efectos sobre la actividad. 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 denominado "Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay III", por un valor nominal de USD 190.000.000 (ciento noventa millones de dólares).

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 TIR<sup>2</sup> 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](http://www.care.com.uy) así como en el del regulador: [www.bcu.gub.uy](http://www.bcu.gub.uy). El comité de calificación estuvo integrado en este caso por Martín Duran Martínez, Adrián Tambler y Julio Preve. CARE contrató los servicios del Dr. Leandro Rama para la evaluación del riesgo jurídico en ocasión de la calificación original cuyo informe se adjuntó en Anexo I de la misma<sup>2</sup>. Asimismo CARE contrata regularmente cuando lo entiende necesario informes de campo adicionales y realiza visitas a los predios.

Más allá de las actualizaciones de norma la calificación puede variar ante la aparición de hechos relevantes.

<sup>2</sup>. Disponible en [www.care.com.uy](http://www.care.com.uy)

## 2. Antecedentes generales y hechos salientes del período

### A. Antecedentes generales

El Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay III 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 producto de la venta de bonos de carbono y de 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 IV, que suscribieron certificados de participación en agosto de 2011, en octubre de 2014, y en abril de 2019, por un monto de 50, 70 y 330 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, y están calificados con nota de grado inversor.

El Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay III, quedó constituido el 22 de agosto de 2016, mediante la firma del contrato respectivo entre EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A. en calidad de "Fiduciario", Agro Empresa Forestal S.A. en calidad de "Administrador", y los Suscriptores Iniciales de los Valores en calidad de "Fideicomitentes".

- Con el monto de la emisión fue posible adquirir una superficie de 46.269 hectáreas de las cuales un 55% ya estaba forestado con las especies comerciales de mayor implantación en el Uruguay: eucaliptus y pino. Las plantaciones se encontraban a mitad de su ciclo productivo y el plan de negocios se proponía alcanzar a un 65% de superficie forestal.
- Los predios adquiridos, 47 en total, tenían originalmente una alta proporción de pino (más del 50%). Las plantaciones de eucaliptus para pulpa sumaban un total de 30% de la superficie y las plantaciones de eucaliptus grandis, cuyo destino principal es la producción de madera sólida eran de aproximadamente el 20% del activo forestal.
- El plan de negocios planteaba cortar los pinos al final de su ciclo y cambiar por eucaliptus grandis y dunni. Incluso algunos montes de pino de escaso desarrollo y que habían estado mal mantenidos se irían cortando antes del fin de su ciclo, para replantar esas superficies con eucaliptus grandis. Asimismo luego de la tala rasa de los montes de eucaliptus para pulpa se plantan, si es posible, con eucaliptus para la obtención de madera sólida.
- El proyecto está ubicado en la zona centro-este del país, con la siguiente distribución: Cerro Largo (38%), Lavalleja (24%), Treinta y Tres (19%), Florida (17%) y Rocha (2%), por ser una zona de gran potencial para la explotación forestal.
- Con respecto a los ingresos, el prospecto proyectaba que del total estimado por ventas, un 70-80% corresponderá a la venta de madera y/o bosques en pie, un 20 a 25% a la venta de la tierra al final del proyecto, y menos del 1,5 % a ingresos por venta de bonos de carbono y pastoreo.



- En octubre de 2018 se compró el establecimiento Cruz Roja que era propiedad del Fideicomiso Financiero "Bosques del Uruguay II" con una superficie de 1.782 hectáreas, de las cuales 1.350 son forestables y un 51% ya estaba plantado.
- En el mes de setiembre de 2018 se realizó la última integración de fondos (Capital call) al Fideicomiso por USD 8.997.000, con lo que se completó la emisión.
- El 11 de febrero de 2020 se reunió la Asamblea de Titulares de los Certificados de Participación del Fideicomiso, a la que asistieron el 100% de los tenedores. En dicha reunión se aprobó por unanimidad una modificación al contrato de fideicomiso que lo habilita a endeudarse por hasta un cierto porcentaje de su patrimonio (15%), para lo cual debe obtener previamente el visto bueno del Comité de Vigilancia y comunicar a la Calificadora de Riesgo.
- A 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 (acuerdos de sobregiro y financiación de exportaciones), los cuales en varias oportunidades se han ido renovando. También se han contratado créditos de mediano y largo plazo. 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 Agro Empresa Forestal y también se acordó subir información una vez al año de los Fideicomisos a la WEB de Bosques del Uruguay.
- En 2024 el Fideicomiso habría finalizando la reconversión de plantaciones de Eucaliptus con destino pulpable hacia plantaciones mixtas con el objetivo de producción de madera sólida de Egrandis en las zonas más aptas y complementando con Edunnii con destino pulpable en las zonas bajas. Con relación a los pinos luego de una evaluación económica incluyendo criterios de localización, edad, crecimientos y status de manejo, se decidió en parte de ellas realizar una cosecha anticipada y replantar Egrandis y Edunnii y en el resto continuar con la realización de podas y raleos, hasta su cosecha final.
- Al 30 de junio de 2026, el 37% de la superficie está forestada con Egrandis (madera de calidad), el 27% tiene por destino la producción de pulpa (Edunnii principalmente) y el 36% sigue siendo pino.
- Las perspectivas del fideicomiso por la comercialización del stock de bonos de carbono para los próximos años parecen auspiciosas. En 2021 comenzó la verificación que ha permitido comprobar un crecimiento de los árboles y acumulación de carbono acorde a lo planificado. El proceso de verificación culminó finalmente en 2024.

- En abril de 2022, el Fiduciario obtuvo crédito de largo plazo (10 años) por un total de 7 millones de USD con un banco de plaza, con el objetivo de seguir avanzando en las inversiones para la reconversión y aprovechando las bajas tasas de interés del momento. El Comité de Vigilancia aprobó la operativa, cumpliendo con la normativa establecida. El préstamo se cancelará en 120 cuotas y ya se está amortizando.
- En el tercer trimestre de 2022 se vendieron 4 campos cuya ubicación y porcentaje de aprovechamiento estaba generando efectos negativos en la rentabilidad del proyecto. El ingreso total correspondiente a la venta de los 4 campos (1.051 has) ubicados en Rocha fue de 2,95 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.
- El fideicomiso cuenta con la certificación FSC® (Forest Stewardship Council o Consejo de Administración Forestal en español). A junio de 2025 tiene unas 15 400 ha efectivas plantadas con certificación FSC, lo que representa un 55% del total. El objetivo para el año 2025 es la certificación de 23 predios restantes que permitirán lograr el 100% de hectáreas certificadas. La Auditoria anual de recertificación se llevará a cabo en el segundo semestre de 2025.
- Sobre fin del año 2024 se realizó la tasación anual de los montes y tierras del fideicomiso estimándose un valor total de 237,4 millones de dólares, conformado por 149,7 millones por la tierra y 87,7 millones por concepto de montes<sup>3</sup>. Se incrementan los valores de la tierra en un 8,0% y bajan los valores de los montes (-4,7%), lo que determina una revaluación positiva de los activos de 2,9%.

### o Hechos salientes del período

- A fines de 2024 el operador presentó el presupuesto para el 2025, el cual fue aprobado por el comité de vigilancia. Se proyectaron ingresos brutos por US\$ 14,0 millones, que estarían compuestos en un 42% por ventas de madera al mercado interno (pulpa y aserraderos), un 45% por ventas de madera de exportación y el resto por otros ingresos (básicamente pastoreos y bonos de carbono). Una vez descontados los costos operativos y los gastos, se lograría un flujo operativo neto apenas positivo de unos 77 mil dólares. Finalmente se prevén inversiones por aproximadamente 4,5 millones de dólares.

<sup>3</sup>. En esa oportunidad se contrató a una nueva tasadora (INDUFOR), que no considera los ingresos por pastoreo ni los provenientes de ventas de carbono en el entendido de que el valor de la tierra ya los debería considerar. No obstante reconoce que podrían existir aproximadamente 23 millones de dólares en bonos de carbono que se podrían vender.

**Cuadro 1. Presupuesto operativo proyectado 2025 (USD)**

|                                       | <b>Presupuesto</b> |
|---------------------------------------|--------------------|
| Ingresos Brutos ventas domésticas     | 5.954.492          |
| Ingresos Brutos ventas exportación    | 6.337.602          |
| Otros Ingresos                        | 1.753.646          |
| <b>Total de Ingresos</b>              | <b>14.045.740</b>  |
| Costos Operativos                     | -9.408.254         |
| Gastos                                | -4.560.301         |
| <b>Flujo Operativo Neto</b>           | <b>77.185</b>      |
| Inversiones                           | -4.540.060         |
| <b>Flujo Operativo y de inversión</b> | <b>-4.462.875</b>  |

Fuente: el operador

- En el primer semestre de 2025 el fideicomiso tuvo ingresos totales por unos 6,4 millones de dólares, un 43% mayores a los proyectados para el período, pero un 29% menores a los ingresos brutos del mismo período del año anterior. Del total de ingresos, un 32% fueron ventas de madera al mercado interno (pulpa y aserraderos), un 65% por ventas de madera para la exportación y 4% por contratos de pastoreo.
- Del total de madera vendida en el semestre, un 37% corresponde a raleos comerciales y un 63% a tala rasa (cosecha final). El costo de venta de la madera corresponde solamente a las ventas por tala rasa (representando una reducción del activo forestal del orden del 1%) y asciende a 720 mil dólares.
- El comité de vigilancia informa que la operativa de exportación de pino está detenida por los bajos precios en el mercado asiático, sin embargo por el momento la venta de madera con destino pulpa previsto por el fideicomiso, ha permitido sostener las ventas. La expectativa con respecto a la exportación es baja, por lo cual los ingresos del fideicomiso se podrían ver afectados al completar el año.

**Cuadro 2. Ingresos reales para el primer semestre 2025 (USD)**

|                                    | <b>Real semestre</b> | <b>Presupuesto semestre</b> | <b>Variación</b> |
|------------------------------------|----------------------|-----------------------------|------------------|
| Ingresos Brutos ventas domésticas  | 2.036.693            | 1.185.133                   | 72%              |
| Ingresos Brutos ventas exportación | 4.154.044            | 2.396.923                   | 73%              |
| Otros ingresos                     | 233.647              | 925.184                     | -75%             |
| <b>TOTAL</b>                       | <b>6.424.384</b>     | <b>4.507.240</b>            | <b>43%</b>       |

Fuente: En base al operador y el comité de vigilancia

- Los costos de producción en el primer semestre del 2025 estuvieron muy por encima de lo previsto en el presupuesto para el período (36%), lo que podría estar explicado por un mayor raleo de eucalipto, mayores costos de transporte y mayores costos por caminería. En el primer semestre del año se cosecharon unas 129 hectáreas y se ralearon unas 1.000.
- Los gastos estuvieron en el período levemente por encima de las proyecciones para el semestre (6%), mientras que las inversiones estuvieron por debajo en un 20%. Las menores inversiones se explican por una menor superficie plantada de montes en el otoño, se preveían plantar 664 hectáreas y se plantaron 208. En la primavera se completaría la superficie proyectada para este año que es de 1425 hectáreas

### Cuadro 3. Costos e inversiones reales al primer semestre 2025 (USD)

|                                             | Real semestre    | Presupuesto semestre | Variación  |
|---------------------------------------------|------------------|----------------------|------------|
| Costos de Producción                        | 4.997.711        | 3.685.004            | 36%        |
| Gastos, gerenciamiento, fijos y financieros | 2.602.506        | 2.444.317            | 6%         |
| Inversiones Implantación y manejo           | 1.815.515        | 2.266.582            | -20%       |
| <b>Total</b>                                | <b>9.415.732</b> | <b>8.395.903</b>     | <b>12%</b> |

Fuente: En base al operador y el comité de vigilancia

- El EBIDTA (Ingresos brutos-costos de producción-gastos generales), es negativo (-1,18 millones de dólares). Parte de esta distorsión en el resultado del semestre podría corregirse cuando se complete el año, dado que algunos costos fijos se incurren durante los primeros meses del año y afectan el resultado.
- Las actividades de inversión implicaron egresos adicionales por US\$ 1,8 millones y se destinaron 51% poda y 49% a reforestación de campos. Las mismas, al igual que déficit operativo fueron financiadas con las líneas de crédito.
- Con el objetivo de financiar las inversiones futuras y obtener capital de trabajo crédito, el fideicomiso obtuvo un crédito de largo plazo (10 años) un monto de USD 15 millones que ingresaron parte en el primer trimestre y parte en el segundo. Con los excedentes no utilizados del préstamo se realizaron colocaciones de inversiones temporarias por US\$ 7.4 millones en bonos del tesoro de EE.UU. (T-Bills).
- Se realizó en el primer semestre del año el control de prendimiento de las plantaciones realizadas durante primavera 2024, que eran 353 hectáreas. El resultado para la superficie plantada es de 82%, cumpliendo con el estándar mínimo exigido. La siguiente actualización de este estándar se realiza en el segundo semestre con la medición del prendimiento de las plantaciones realizadas en otoño 2025 (208 hectáreas)
- A junio de 2025 el área con pastoreo representa el 56% del total de la superficie potencial. Hay unas 20 mil hectáreas sin ocupar, parte de las cuales están en actividades operativas como cosecha/raleo o plantación joven.

### 3. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- Estados Contables intermedios de EF Asset Management al 30/06/2025.
- Estados Contables intermedios del Fideicomiso al 30/06/2025.
- Balance de Agroempresa Forestal al 31 de diciembre de 2024, con informe de auditoría.
- Informes trimestrales del operador, el último a junio 2025.
- Informes trimestrales del Comité de Vigilancia el último a junio de 2025.
- Calificación de los Fideicomisos Financieros Forestales Bosques del Uruguay I, II y IV realizadas por CARE y sus sucesivas actualizaciones.
- Información relevante del sector forestal.

## 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 III, 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 III

**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:** EF Asset Management Administradora de fondos de Inversión S.A.

**Títulos emitidos:** Certificados de participación

**Activos del Fideicomiso:** El Fideicomiso invirtió en la creación de un patrimonio forestal. Esto incluye la compra y/o arrendamiento de inmuebles rurales y la plantación de los montes.

**Moneda:** Dólares

**Importe de la Emisión:** USD 190.000.000

**Fecha de suscripción:** 6 de diciembre de 2016

**Plazo de la emisión:** 20 años. Máximo 30 años.

**Distribuciones:** Según resultados acumulados de acuerdo a procedimiento establecido

**Calificación de Riesgo:** BBB+.uy

## 2. El análisis jurídico

El análisis jurídico procura descartar cualquier eventualidad de conflictos derivados por ejemplo de la construcción jurídica, los contratos respectivos, el cumplimiento con normas vigentes, etc<sup>4</sup>.

El informe recorre las contingencias objetivas y subjetivas de los contratos y finalmente concluye: ***“...En conclusión y contemplando todos los aspectos involucrados, el negocio fiduciario cuenta con un razonable grado de cobertura, no advirtiendo riesgos sustanciales asociados a contingencias jurídicas en 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 y II, así como el tiempo transcurrido sin que se haya verificado conflicto alguno, se concluye que el *riesgo jurídico de estructura se considera casi nulo*.

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

<sup>4</sup> Ver Anexo I de la calificación original, disponible en [care@care.com.uy](mailto:care@care.com.uy)

### 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 2025 sigue mostrando una sólida situación de solvencia.

El ratio de liquidez para el semestre, medido como la razón corriente, en este caso supera 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 lo que no ocurre en el semestre informado.

A continuación se exponen, en forma resumida los estados de situación y resultados intermedios al 3/06/2025 y su comparativo con ejercicios anteriores.

**Cuadro 4: Estado de Situación de EFAM (miles de \$)**

| Concepto                         | 30/6/2025      | 31/12/2024     | 31/12/2023     |
|----------------------------------|----------------|----------------|----------------|
| Activo Corriente                 | 55.186         | 33.440         | 26.198         |
| Activo no Corriente              | 257.937        | 290.099        | 248.688        |
| <b>Total Activo</b>              | <b>313.122</b> | <b>323.539</b> | <b>274.886</b> |
| Pasivo Corriente                 | 39.818         | 45.457         | 38.315         |
| Pasivo no Corriente              | 244.216        | 249.374        | 211.246        |
| <b>Total Pasivo</b>              | <b>284.033</b> | <b>294.830</b> | <b>249.561</b> |
| <b>Patrimonio</b>                | <b>29.089</b>  | <b>28.708</b>  | <b>25.325</b>  |
| <b>Total Pasivo y Patrimonio</b> | <b>313.122</b> | <b>323.539</b> | <b>274.886</b> |
| <b>Razon Corriente</b>           | <b>1,39</b>    | <b>0,74</b>    | <b>0,68</b>    |

Fuente: EE.CC EFAM

Los resultados al término del primer semestre de 2025 muestran un nivel de facturación similar respecto al mismo periodo del año anterior pero gastos algo mayores lo que determina un descenso en las utilidades.

**Cuadro 5: Estado de Resultados de EFAM (miles de \$)**

| Concepto                             | 30/6/2025    | 30/6/2024    | 31/12/2024    |
|--------------------------------------|--------------|--------------|---------------|
| Ingresos Operativos                  | 49.372       | 48.060       | 95.753        |
| Gastos Adm. y Vtas.                  | (41.679)     | (38.149)     | (78.523)      |
| <b>Resultado Operativo</b>           | <b>7.693</b> | <b>9.911</b> | <b>17.230</b> |
| Resultados Financieros               | (6.931)      | (6.541)      | (11.495)      |
| <b>Resultados antes de impuestos</b> | <b>763</b>   | <b>3.370</b> | <b>5.735</b>  |
| IRAE                                 | (381)        | (1.158)      | (2.352)       |
| <b>Resultado del período</b>         | <b>381</b>   | <b>2.212</b> | <b>3.383</b>  |
| Res Operativos/Ingresos              | 15,58%       | 20,62%       | 17,99%        |
| Res Ejercicio/Ingresos               | 0,77%        | 4,60%        | 3,53%         |

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. Últimamente se agregó 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 31/12/2024.

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 2024 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.

### 3. El Fideicomiso

Con fecha 22/8/2016 se celebró el contrato de fideicomiso cuya inscripción fue autorizada por el BCU con fecha 16/11/2016. El 6/12/2016 se llevó a cabo en BEVSA la colocación de USD 190 millones en Certificados de Participación (CP's). Los mismos se encuentran totalmente integrados en un proceso iniciado el 7/12/2016, fecha en que se realizó la primera emisión, la segunda fue la mayor (USD 161 millones) realizada el 13/2/2017 para culminar el 24/9/2018.

El ejercicio contable y fiscal cierra los 31 de diciembre. En los cuadros siguientes se ilustra resumidamente el estado de situación y de resultados intermedios al 30/06/2025.

| Cuadro 6: Estado de Situación Fideicomiso (miles USD) |                |                |                |
|-------------------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|
| Concepto                                              | 30/6/2025      | 31/12/2024     | 31/12/2023     |
| <b>Activo</b>                                         | <b>268.982</b> | <b>262.155</b> | <b>257.631</b> |
| Activo Corriente                                      | 14.556         | 8.513          | 10.098         |
| Activo no Corriente                                   | 254.426        | 253.642        | 247.533        |
| <b>Pasivo</b>                                         | <b>30.696</b>  | <b>23.654</b>  | <b>16.970</b>  |
| Pasivo Corriente                                      | 5.908          | 11.003         | 5.801          |
| Pasivo no Corriente                                   | 24.788         | 12.651         | 11.169         |
| <b>Patrimonio</b>                                     | <b>238.286</b> | <b>238.501</b> | <b>240.661</b> |
| <b>Pasivo y Patrimonio</b>                            | <b>268.982</b> | <b>262.155</b> | <b>257.631</b> |
| <b>Razón Corriente</b>                                | <b>2,46</b>    | <b>0,77</b>    | <b>1,74</b>    |

Fuente: EE.CC del Fideicomiso

Las nuevas tasaciones de tierras y montes corresponde sean realizadas el próximo fin de ejercicio por lo que dichos rubros mantienen el valor de diciembre 2024, salvo variaciones físicas. Esto se analiza en otra sección.

El pasivo financiero era a junio de 2025 de USD 22.7 millones; si bien los distintos préstamos se vienen amortizando según lo previsto, en el semestre informado se tomó un nuevo crédito por USD 15 millones a cancelar en 36 cuotas iguales y consecutivas a partir del 15/05/2032 (7 años de gracia de capital) mientras que los intereses se están abonando en 119 cuotas mensuales a partir del 15/06/2025.

El patrimonio contable al final del semestre era de USD 238.3 millones, monto muy similar al del cierre del último ejercicio, y superior, en términos nominales, a la emisión recibida de USD 190 millones.

Un resumen del estado de resultados por el mismo periodo se presenta a continuación.

**Cuadro 7: Estado de Resultados Fideicomiso (miles USD)**

| Concepto                                | 30/6/2025      | 30/6/2024      | 31/12/2024      |
|-----------------------------------------|----------------|----------------|-----------------|
| Ingresos operativos                     | 6.424          | 8.989          | 21.889          |
| Cambio de valor activos biológicos      | -              | -              | (5.033)         |
| Costo de los bienes vendidos            | (5.719)        | (8.529)        | (22.452)        |
| <b>Resultado bruto</b>                  | <b>706</b>     | <b>461</b>     | <b>(5.596)</b>  |
| Gastos Administración y Ventas          | (3.093)        | (2.832)        | (5.129)         |
| Resultados Financieros                  | (1.269)        | (42)           | 210             |
| Resultados diversos                     | -              | -              | -               |
| <b>Resultado del periodo antes IRAE</b> | <b>(3.656)</b> | <b>(2.413)</b> | <b>(10.514)</b> |
| IRAE                                    | 3.441          | 79             | (1.412)         |
| <b>Resultado del periodo</b>            | <b>(215)</b>   | <b>(2.334)</b> | <b>(11.926)</b> |
| Revaluación propiedad, planta y equipo  |                |                | 11.160          |
| IRAE diferido asociado                  |                |                | (1.394)         |
| <b>Resultado integral del periodo</b>   | <b>(215)</b>   | <b>(2.334)</b> | <b>(2.160)</b>  |

Fuente: EE.CC del Fideicomiso

Los ingresos operativos por ventas se explican casi exclusivamente por venta de madera. Se reitera que no se consideran en estos resultados las eventuales modificaciones en el valor de los principales activos al no haberse realizado aún las tasaciones anuales.

## 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 *casi nulo*.

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

**Riesgo por cambio de administrador** forestal, se encuentra también previsto en el contrato en función de diversos resultados, circunstancias y eventual vacancia de parte del actual presidente de AF Ing. Francisco Bonino. *Riesgo muy bajo*.

## IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y FLUJO FUTURO DE FONDOS

Se invirtió en la compra de inmuebles rurales para el desarrollo de la actividad silvícola, en las condiciones previstas en el Contrato, para que integren el patrimonio del Fideicomiso. El Fiduciario invirtió en aquellos Inmuebles que fueron recomendados por el Administrador de acuerdo a lo previsto en el Plan de Negocios siguiendo los procedimientos que se establecen en el Contrato.

### 1. Evaluación de la rentabilidad de la inversión, tasa interna de retorno.

El Proyecto planteado en el prospecto original presentaba una Tasa Interna de Retorno del 9.19% para el Inversor; posteriormente el operador fue ajustando los flujos esperados. La última actualización del flujo financiero fue en marzo de 2025, con datos reales a diciembre de 2024 y proyectando hasta la culminación del fideicomiso en 2036.

Se presentaron una serie de escenarios posibles, suponiendo distintas evoluciones de precios de madera, costos de producción y evolución del precio de la tierra a partir de 2025 y hasta la finalización del Fideicomiso. De los diferentes escenarios presentados, el que cumple con los criterios que CARE considera para realizar proyecciones razonablemente conservadoras, sería el siguiente:

- Los precios de los productos ajustan según la inflación de EEUU (se considera 2,1% anual)<sup>5</sup>. No se proyectan aumentos reales en los precios de la madera, ni en madera con destino a pulpa ni en la sólida.
- El aumento en el precio de la tierra es de un 3% anual en dólares corrientes.
- Los costos internos ajustan por la inflación de EEUU y Uruguay. Se proyecta para Uruguay una devaluación anual promedio del 3,5% y una inflación de 6,2%.

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 8,5%, superior al utilizado en la tasación (7,5%) y superior también al costo de oportunidad estimado por CARE para esta actualización (5,8%), lo que implica un supuesto conservador.

Los ingresos del inversor son los proyectados en el nuevo flujo que comenzarían a partir de 2025 y terminarían con la liquidación del Fideicomiso en 2036.

En base a esta proyección, la TIR para todo el período del Fideicomiso en el escenario más probable sería de 6,4%, no mostrando variaciones con la del año anterior. Esta tasa de retorno se calcula sobre el supuesto que el inversor adquirió los CPs en el año 0 y al valor par.

En el cuadro siguiente se presenta, a modo de sensibilización, el resultado de la consideración de escenarios diferentes, algunos más favorables y otros menos.

<sup>5</sup>. Hoy aún está levemente por encima de esos valores, pero probablemente ajustará a niveles históricos.

**Cuadro 8: Resultados de la TIR en diversos escenarios**

| Escenario                                                                                                                                                | TIR  |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|
| <b>1</b> Madera ajusta por inflación USA, más un crecimiento del 1,5%.<br>Los costos ajustan por inflación USD UY y la tierra tiene un aumento del 1,5%. | 6,2% |
| <b>2</b> Madera ajusta por inflación USA. Los costos ajustan por Inflación USD UY, y la tierra tiene un aumento del 1,5%.                                | 6,1% |
| <b>3</b> Idem al 2 pero con aumento del 3% en el precio de la tierra                                                                                     | 6,4% |
| <b>4</b> Los precios de la madera y de la tierra aumentan un 1,5%                                                                                        | 4,9% |
| <b>5</b> Aumento precio de Tierra 1,5%                                                                                                                   | 4,8% |
| <b>6</b> Todos los factores constantes                                                                                                                   | 4,4% |

Fuente: El Operador

Como puede observarse las tasas de retorno esperadas en los diferentes escenarios tienen poca variación.

El escenario 3, es el que se corresponde con los criterios que considera CARE para realizar proyecciones. Sería con un aumento en el precio de la madera en el entorno de la inflación de EEUU, o sea un mantenimiento en términos reales. Las últimas proyecciones disponibles realizadas por el Banco Mundial hacia 2035 suponían un aumento entre un 1,1 y un 1,5% anual dependiendo del origen. Para el caso de la tierra un incremento de un 3% anual parece razonable, siendo el valor que la calificadora en general utiliza para las proyecciones.

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 4,2% en moneda constante.

## 2. Nueva estimación del Costo de Oportunidad del Capital

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

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

Para considerar el riesgo sistémico se utiliza el "beta"<sup>7</sup> promedio de empresas de producción forestal en mercados emergentes, el cual se ubica en 1,13, lo que indica que la inversión en la actividad tiene un mayor riesgo y variabilidad que el promedio de todas las actividades en ese mercado. Para la tasa libre de riesgo se considera el rendimiento de los Treasury Bonds a 10 años de EEUU (3,15%), para el riesgo país (índice UBI) se consideraron 96 puntos básicos<sup>8</sup> y para la prima de riesgo del mercado accionario se consideró 4,51%.

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 5,87%. Este valor es menor a la última TIR estimada para el escenario que considera los criterios de la calificadora (6,4%), lo que indica que la inversión tendría una rentabilidad mayor al costo de oportunidad.

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

<sup>7</sup> Valor proporcionado por Damodaran.

<sup>8</sup> Es el promedio de 5 años, en la actualidad el riesgo país está ubicado en el entorno de 65 puntos básicos

En la coyuntura actual, la tasa libre de riesgo es mayor al promedio de los últimos 5 años, pero en contrapartida el riesgo país es menor al período considerado. En consecuencia, si se aplican los valores actuales, el costo de oportunidad del capital sería menor (5,14%).

Otros indicadores con los que podría compararse la TIR esperada del Fideicomiso podrían ser las curvas de rendimiento, que serían opciones posibles de inversión ya que están estimadas para el caso del Uruguay<sup>9</sup>. En la actualidad la curva en dólares (CUD) a 10 años está en 4,77%. La TIR estimada en el escenario 3 también supera al valor de la curva en dólares. Cabe aclarar que la CUD considera solamente el riesgo soberano.

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

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

### 3. Cumplimiento de los estándares mínimos.

Las características del proyecto hacen que los resultados económicos, sean especialmente sensibles a las acciones llevadas a cabo por el operador: compra de tierras, establecimiento de los montes, mantenimiento de los montes, reconversión de especies, costos operativos, cosecha y venta, etc. Por este motivo, se incluyeron en el Contrato de Fideicomiso, estándares mínimos de desempeño para el administrador.

En este aspecto, el Comité de Vigilancia informa que se vienen cumpliendo a satisfacción las exigencias mínimas de desempeño establecidas.

- Compra de tierras: cumplido desde el comienzo del proyecto.
- Área plantable: El Fideicomiso tiene 2.220 ha libres de plantación, de las cuales 1425 se planifican plantar en 2025 (208 ya plantadas en otoño), 180 en proceso de confirmación de rebrote y restante área a plantar en 2026. Cumplido.
- Prendimiento de la plantación: Los porcentajes de prendimientos de las plantaciones realizadas en primavera 2024 fueron de 82%. Cumplido
- Cumplimiento del presupuesto: Los rubros de plantación, poda, raleo, cosecha tala rasa y gastos del presupuesto deben tener variaciones menores al 25% con respecto al presupuesto presentado al CV. En 2025 hay desvíos mayores al 25% en los costos operativos, pero fueron explicados.
- Incremento Medio Anual de las plantaciones: El IMA registrado durante la última medición (setiembre de 2024), cumple razonablemente con los valores esperados.

De esta manera se da un buen nivel de cumplimiento de los compromisos de desempeño.

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

<sup>10</sup>. Cláusula 10 del Contrato de Fideicomiso

## Cuadro 9. Cumplimiento del proyecto

| Concepto                             | Prospecto | Logrado |
|--------------------------------------|-----------|---------|
| Precio de la tierra (USD/ha) al 2024 | 3.428     | 3.311   |
| Aprovechamiento forestal (%)         | 60%-65%   | 61%     |
| Superficie total                     | 47.281    | 45.229  |
| Superficie de bosque (actual)        | 31.300    | 27.377  |

El 36% del área forestada tiene pino

Fuente: Comité de Vigilancia

(\*) El prospecto preveía un aumento de un 3% nominal anual en el precio de la tierra, lo cual no ha venido ocurriendo. Como se verá en la sección V luego de un ajuste muy importante en los precios entre 2004 y 2014, los valores cayeron y se alejaron de la tendencia histórica al crecimiento hasta 2020. A partir de 2021 el comportamiento de los precios parece haber retomado la tendencia al crecimiento.

Los principales desvíos identificados respecto del proyecto original se refieren al incremento de los costos de producción y de los gastos de administración y ventas. Estas diferencias en gran medida se explican por una evolución de las variables macroeconómicas (inflación y tipo de cambio) diferente a la que se habría proyectado, y también al incremento del precio de los insumos.

## 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. Resultados de la medición de parcelas permanentes

En los montes del fideicomiso se instalaron parcelas permanentes sobre bosques, distribuidas en diferentes predios. Las de pino permanecerán estables y se irán incrementando las de eucaliptos (pulpa o aserrío). El objetivo de las parcelas permanentes es la medición de dos parámetros de crecimiento de los árboles, la altura y el diámetro, que son críticas para luego estimar la producción.

Los resultados de crecimiento que surgen de las parcelas permanentes hasta el momento son los siguientes (actualizado a 2024):

- (1) E. grandis: la especie objetivo del plan de negocios, la que se busca maximizarse en área plantada, con destino a la producción de madera sólida y libre de nudos con subproducto pulpa. Las primeras plantaciones tienen 6 años de edad y se encuentra entre la curva mínima y la curva más probable. En los montes de menos edad se puede observar que hay alineación entre el prospecto y la realidad.
- (2) E. dunnii: destino 100% pulpable plantado en áreas no aptas para E. Grandis. Las de mayor edad fueron adquiridas en pie por el fondo y ya fueron cosechadas. Las plantadas por el fideicomiso tienen 6 años y su desarrollo está alineado con lo previsto en el prospecto y se ubica sobre la curva máxima esperada.
- (3) Pino taeda: destino madera sólida. Compradas en pie. El volumen total está siempre por encima de la curva prevista como máxima y el volumen comercial se encuentra sobre la mínima a partir de los 13 años. Esto se explica porque no hay mercado para las trozas de menos de 20 cm en la punta fina por lo que no se ha avanzado en su raleo. El descenso de volumen como consecuencia del raleo se dará a los 15 años en lugar de a los 13 como estaba previsto en las curvas del prospecto.

### 6. Tasación de la Tierra y los Montes Forestales

En diciembre de 2024 se presentó la tasación anual de la tierra y plantaciones del Fideicomiso, que fue realizada en esa oportunidad por dos empresas diferentes a las que tasaron en los anteriores tres años. La tierra fue tasada por Pike & Co y Consur UIT, y los montes por Indufor.

Indufor considera para la valuación del activo solamente el valor de la tierra (calculado por Pike y Consur) y el de los bosques forestales. No considera como otros tasadores ingresos provenientes de pastoreos ni eventuales



ingresos por venta de carbono. De acuerdo a la metodología utilizada entiende que estos conceptos deberían estar considerados en el valor de la tierra.

La metodología aplicada para el caso de los montes forestales (madera) 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 87,7 millones de dólares, lo que implicó una reducción de un 4,7% respecto del año anterior.

Por su parte, la evaluación de la tierra arroja un valor de 149,7 millones de dólares, lo que resulta en un valor promedio de USD 3.310/ha, mostrando un aumento de un 8% respecto del año anterior. La tierra se valora combinando tres conceptos: la evolución histórica del precio de la tierra, el valor real de mercado de predios similares que fueron comercializados y las características generales de los predios (tipo de suelo, area efectiva de plantación, ubicación geográfica y superficie de bosque nativo).

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

**Cuadro 10: Evolución de la valuación de la tierra y plantaciones**

|                                     | Millones de dólares |
|-------------------------------------|---------------------|
| 2016                                | 150,8               |
| 2017                                | 168,4               |
| 2018                                | 179,0               |
| 2019                                | 145,7               |
| 2020                                | 115,0               |
| 2021                                | 194,6               |
| 2022                                | 214,5               |
| 2023                                | 230,6               |
| 2024                                | 237,4               |
| Tasa anual de crecimiento 2024/2016 | 5,8%                |

Fuente: Care en base a las tasaciones

No se considera créditos de carbono ni ingresos por pastoreos.

La evolución muestra una tendencia creciente del activo total, considerando los montes forestales y la tierra.

La tasación de 2024 estimó un valor total para los activos al 31 de diciembre de 2024 de 237,4 millones de dólares, un valor un 2,9% superior al del año anterior. La evolución muestra una tendencia creciente del activo, el cual punta a punta viene creciendo a un 5,8% acumulativo anual, explicado básicamente por el crecimiento de los montes.

En el siguiente cuadro se presentan los resultados de la tasación 2024, desagregada en los diferentes componentes y se compara con la del año anterior, pudiéndose observar que el incremento del valor en esta oportunidad se explica por la valorización de la tierra, ya que el valor de los bosques ajusta a la baja.

**Cuadro 11. Tasaciones por concepto en millones de dólares**

|                      | 2022          | 2023          | 2024          | Variación   |
|----------------------|---------------|---------------|---------------|-------------|
| Producción de madera | 80,76         | 92,01         | 87,70         | -4,7%       |
| Pastoreos            | 3,02          | 3,13          | -             |             |
| Valor de la Tierra   | 133,72        | 138,56        | 149,70        | 8,0%        |
| <b>Total</b>         | <b>217,50</b> | <b>233,70</b> | <b>237,40</b> | <b>1,6%</b> |
| Créditos de carbono  | 27,60         | 25,93         | 22,50         | -13,2%      |

Fuente: Care en base a las tasaciones 2022 a 2024

**Nota:** en 2024 el tasador estima que podría haber 22,5 MM en bonos de Carbono, pero metodológicamente entiende que no corresponde considerarlo.

Si bien estos valores no consideran el valor del carbono futuro, el tasador reporta que podría ser de 22,5 millones de dólares. La tasa de descuento aplicada a los ingresos por carbono es la misma que la aplicada a los montes forestales.

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, ajustes de precios de la madera y costos de producción, etc. En algunos años -como en el actual- pueden ocurrir variaciones debidas al cambio de criterios de la tasación.

## 7. Riesgos considerados:

**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 medio bajo.

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

## V. EL ENTORNO

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

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

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

Dado el plazo extendido de las proyecciones que se corresponde a la naturaleza del propio proyecto, el análisis de entorno se expresa en términos de grandes tendencias vinculadas a la evolución del precio de la madera y de la tierra.

Con relación a la política sectorial del país, surgen interrogantes en relación a que el cambio de administración podría volver a considerar la implementación de ajustes en el marco regulatorio de la actividad, tendientes a limitar el uso del suelo para la forestación, iniciativa parlamentaria que fuera propuesta en 2021, pero vetada por el Presidente de la época. Las nuevas regulaciones podrían llegar a afectar el actual desarrollo y crecimiento de la actividad forestal, no obstante por el momento no se han planteado.

### 1. Riesgo Económico y de Mercado

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

#### a) El precio de la madera

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

Para el caso concreto de este proyecto, el precio que mayor incidencia tendrá en el resultado final, es el de la madera de calidad de eucalipto y de pino. Como ya fuera comentado el plan de negocios supone 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 adquirido tenía en un principio poco más de un 50% plantado con pino, los que se han ido comercializando durante los primeros años, pero aún queda un 36% de pino. 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"<sup>11</sup> 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.

La madera en masa y los productos de ingeniería de la madera en la construcción, la fibra de celulosa artificial para la producción textil y las formas más modernas de madera para la energía son los productos de madera más destacados para la sustitución a gran escala de materiales no renovables.

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 en un nuevo ingreso para estos emprendimientos. 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, contribuyen a generar un alta volatilidad en el comercio internacional y en los precios de la madera y los productos forestales.

<sup>11</sup>. FAO 2022. Último informe disponible.

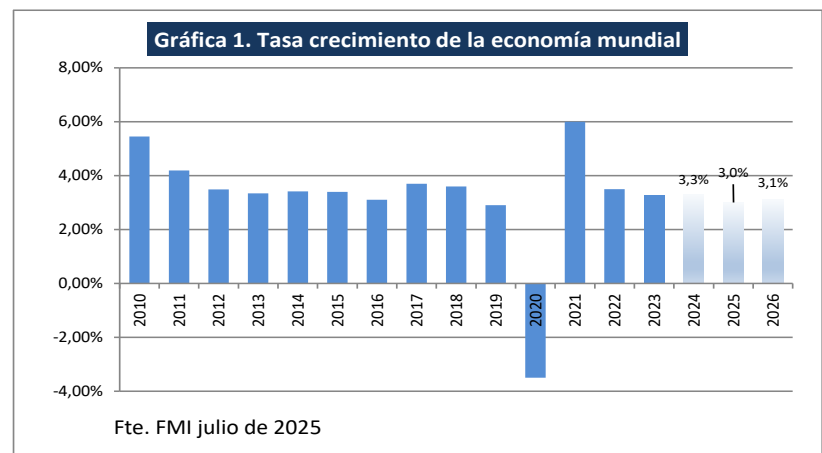
Para el largo plazo no existen elementos para suponer cambios en las tendencias planteadas en el prospecto de emisión, aunque no habría que descartar puntualmente coyunturas desfavorables como las comentadas.

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

### ***Perspectivas de crecimiento de la economía mundial***

El Fondo Monetario Internacional en su informe de julio de 2025 proyectó tasas de crecimiento mundial del 3,0% en 2025 y 3,1% en 2026, lo que implicó una leve mejora respecto de su anterior informe (abril 2025), pero se mantiene por debajo de la media histórica (2000–19) del 3,7%. Esta leve mejora se debe a que hubo un adelantamiento de las importaciones antes de la subida de los aranceles que fue mayor al previsto; a unas tasas arancelarias efectivas medias de Estados Unidos más bajas que las anunciadas en abril; y a una mejora de las condiciones financieras, en particular a causa del debilitamiento del dólar estadounidense. Por otra parte, el FMI prevé que el nivel general de inflación a escala mundial descienda al 4,2% en 2025 y 3,6% en 2026, lo que supone una trayectoria similar a la proyectada en abril.

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



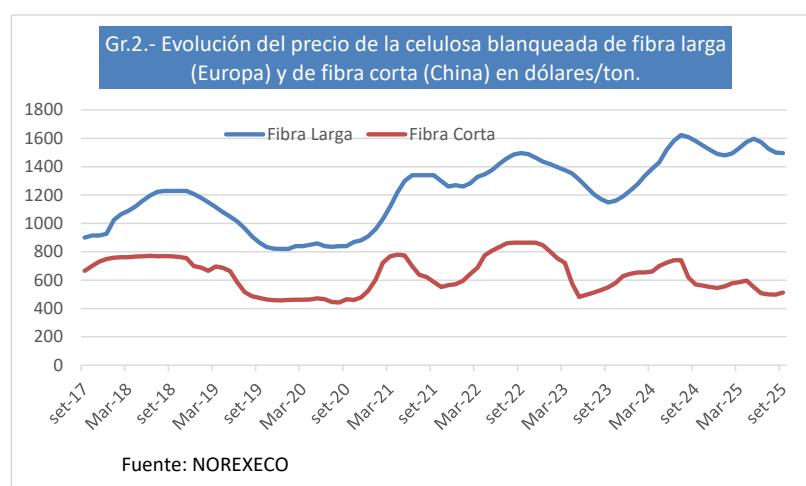
### ***Evolución histórica de los precios***

En los últimos años, los precios internacionales de los productos forestales han mostrado una muy 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, 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 mayor estabilidad, aunque con un claro comportamiento cíclico, y para el caso de la celulosa de fibra corta parece mostrar una leve tendencia a la baja.

En la siguiente gráfica se presenta información de los precios por tonelada para dos tipos de pasta de celulosa: la NBSK<sup>12</sup> (principal cotización internacional, correspondiente a pulpa de coníferas de fibra larga en Europa), y de la BHKP<sup>13</sup> (pulpa de fibra corta en China). Puede observarse el comportamiento comentado en el párrafo anterior.



La recuperación de los precios ocurrida durante todo el primer semestre de 2024 se explica por la reducción en los stocks de pulpa que estaban afectando a los precios durante buena parte del 2023.

En 2024, el precio implícito<sup>14</sup> recibido por las exportaciones de pulpa del Uruguay 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 los primeros 7 meses de 2025, el precio implícito promedio del período fue de unos 546 dólares por tonelada, aproximadamente un 10,5% por debajo del promedio de 2024. No se espera una recuperación del precio de la celulosa para el segundo semestre de 2025, manteniéndose los actuales niveles y tendencia.

Algunas proyecciones a las que CARE tuvo acceso, estiman que para el corto plazo los precios internacionales de la celulosa podrían mejorar respecto del nivel actual (agosto 2025), pero quedaría por debajo del promedio de 2024 en el caso de la fibra corta y levemente por encima para la fibra larga. La negociación de un acuerdo entre EE.UU. y la Unión Europea para la imposición de un arancel del 15% a las exportaciones de la UE., y la exoneración por parte de EE.UU. a la aplicación de un arancel del 50% a las exportaciones brasileñas, podrían devolverle confianza al mercado y reactivar la demanda y contribuir a la mejora de los precios.

<sup>12</sup> Northern Bleached Softwood Kraft Pulp. Pulpa de celulosa blanqueada de fibra larga

<sup>13</sup> Bleached Hardwood Kraft Pulp. Pulpa de celulosa blanqueada de fibra corta.

<sup>14</sup> Valor FOB de exportación/toneladas exportadas

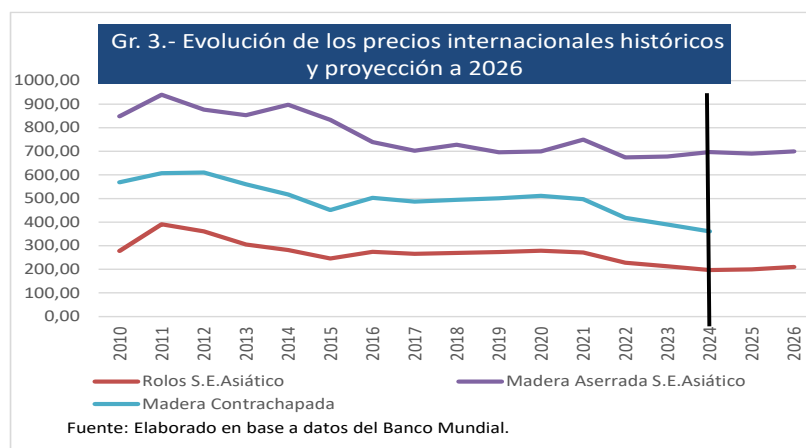
No se dispone de información que proyecte las perspectivas de la evolución de precios internacionales para la celulosa para el largo plazo. En los últimos 10 años el incremento anual del precio internacional de la celulosa de fibra larga (NBSK) fue del 3,6%, esto es un valor indicativo, ya que no existe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

Para el caso de la madera de eucaliptus en bruto con destino aserrío, el comportamiento de la demanda ha mostrado una volatilidad similar al de la celulosa, aunque menos marcada. Por su parte, los precios mantienen una leve tendencia al crecimiento viéndose afectados mayormente los volúmenes comercializados. Tras un comienzo de año 2020 muy incierto, marcado por el enlentecimiento en las exportaciones registrado sobre fines de 2019 y la declaración de pandemia a comienzos de 2020, el segundo semestre de ese año ya mostró un cierto empuje, consolidando la recuperación que se mantuvo durante todo el año 2021 y parte de 2022.

A partir del segundo semestre de 2022, se genera una importante caída en la demanda externa de rolos de eucalipto para aserrío que comienza a recuperarse lentamente recién en el segundo trimestre de 2023. En el 2024, las exportaciones tanto en valor como en volúmen, vuelven a recuperarse a partir del segundo trimestre, básicamente en lo referente a los precios. Durante los primeros 7 meses del 2025, las exportaciones uruguayas de madera de eucaliptus mantiene en valor niveles muy similares a los de 2024. China, Vietnam, India, Camboya y Malasia son los principales mercados para el producto uruguayo.

Para el caso de la madera de pino aserrable, el mercado externo para el producto uruguayo, no muestra señales claras de recuperación, manteniéndose una tendencia decreciente desde 2021. 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. Alguna información relevada, da cuenta de que al cierre de 2024, la capacidad de consumo de India podría estar por debajo de la cantidad de producto que está recibiendo, lo que podría generar presión a la baja de los precios a futuro. Además, Nueva Zelanda y Australia están derivando su producción de pinos hacia India ya que China, su principal mercado, ha reducido en forma importante su demanda. En los primeros 7 meses del año, las exportaciones uruguayas de rolos de pino cayeron en valor un 27% respecto del mismo período de 2024,

Según el último informe de proyección de precios del Banco Mundial de abril de 2025, los precios de la madera en bruto mostrarían leves incrementos en sus precios para los próximos dos años, en el entorno del 2 al 3% anual, pero mantienen una tendencia decreciente desde el 2011. Por su parte, la madera aserrada no mostraría mayores cambios en los precios en los próximos dos años, mostrando también una tendencia decreciente desde el 2011.



En el año 2021 el Banco Mundial presentó una proyección de largo plazo para la madera en bruto para aserrío y para la aserrada, mostrando un leve crecimiento en valores nominales hacia el 2035 en el largo plazo<sup>15</sup>. Para el caso de los rolos se proyectó un crecimiento del 0,95% acumulativo anual y para la madera aserrada un 1,5%. Estos aumentos de precios, no alcanzarían a cubrir la devaluación del dólar, por lo que estarían cayendo levemente en términos reales. Estas proyecciones son consistentes con las de los commodities alimenticios para los que se proyecta también una leve reducción de los valores en términos reales (aumentos nominales positivos pero algo menores a la devaluación de largo plazo del dólar).

Las exportaciones forestales del Uruguay alcanzaron en 2024 un nuevo récord, como consecuencia de un año completo con funcionamiento pleno de las tres plantas de celulosa. El valor total de las exportaciones de los productos forestales estuvo un 20% por encima del mismo período del año anterior. 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.

En los primeros 7 meses de 2025, el valor acumulado de las exportaciones de productos forestales se ubica en un nivel muy similar al del mismo período del año anterior (+1%), ubicándose por el momento en el segundo lugar, por debajo de las de carne bovina. Para este período, se destaca una caída en los ingresos por exportaciones de rolos de pino y eucalyptus, tableros contrachapados y papel y cartón, mientras que se incrementan sensiblemente las exportaciones de chips

En el siguiente cuadro se presentan las exportaciones forestales en valor para los últimos años y para los primeros 7 meses de 2025, donde puede observarse una clara tendencia al crecimiento.

<sup>15</sup> World Bank Commodities Price Forecast. En informes posteriores solamente se proyectan precios a dos años.



**Cuadro 12. Exportación de productos forestales seleccionados (en millones de dólaresFOB)**

|                                          | 2021         | 2022         | 2023         | 2024         | enero-julio<br>2024 | enero-julio<br>2025 | Variación |
|------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------------|---------------------|-----------|
| Celulosa                                 | 1.576        | 1.818        | 2.019        | 2.545        | 1.313               | 1.337               | 2%        |
| Rolos de pino                            | 204          | 127          | 69           | 64           | 41                  | 30                  | -27%      |
| Tableros de madera contrachapados        | 105          | 102          | 80           | 89           | 57                  | 47                  | -17%      |
| Chips (eucalipto y pino)                 | 74           | 113          | 109          | 56           | 29                  | 40                  | 39%       |
| Madera Aserrada coníferas y no coníferas | 159          | 184          | 171          | 188          | 110                 | 110                 | 0%        |
| Papel y Cartón                           | 26           | 35           | 30           | 27           | 17                  | 15                  | -12%      |
| Rolos de eucalipto                       | 23           | 34           | 24           | 39           | 21                  | 20                  | -7%       |
| <b>Total</b>                             | <b>2.167</b> | <b>2.412</b> | <b>2.503</b> | <b>3.009</b> | <b>1.588</b>        | <b>1.599</b>        | <b>1%</b> |

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

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

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

## a) El precio de la tierra

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

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

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

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

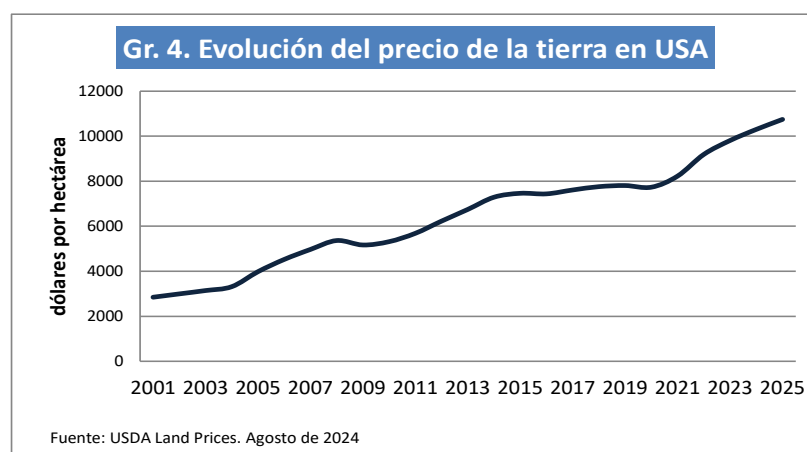
En lo que respecta al precio de la tierra en Estados Unidos, en lo que va del siglo XXI se observa una continua fase ascendente, con alguna excepción (2009 y 2015) en donde se verificaron mínimas reducciones, pero que no modifican la tendencia. El precio en Estados Unidos cayó únicamente en los primeros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

denominado "Plan Voelker" y en menor medida, en la crisis financiera de Lehman Brothers y en el pandemia del Covid 19. En todos los casos las reducciones de precios fueron muy moderadas se revirtieron en pocos años.

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

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

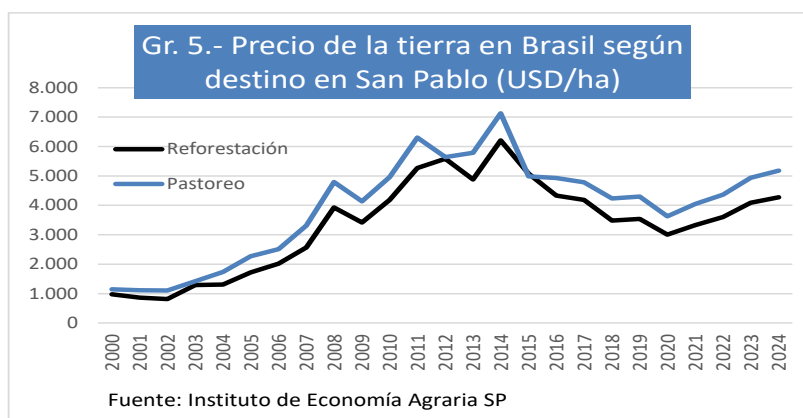
El último informe del USDA<sup>16</sup> que reporta precios de 2025, da cuenta de un incremento de un 4,32% para el promedio de las tierras, respecto del año anterior. Por su parte, las tierras de uso agrícola aumentaron un 4,67% mientras que las de uso ganadero un 4,92%.



El comportamiento del precio de la tierra en Brasil, está por lo general afectado por el efecto del tipo de cambio, en la medida que en ese país la cotización del recurso se realiza en su moneda (reales). Por ello, las fluctuaciones pueden ser amplificadas por este efecto. El precio en dólares muestra un crecimiento sostenido hasta el año 2014 para luego comenzar a caer hasta 2020, en un comportamiento similar al ocurrido en Uruguay. A partir de 2020 comienza a recuperarse en forma importante (12% en 2021, 8% en 2022 y 13% en 2023), pero aún se mantiene muy por debajo de los valores máximos.

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

<sup>16</sup>. USDA Land Prices, Agosto 2025



La historia económica reciente de Argentina ha hecho imposible disponer de una serie de precios actualizada y confiable de la tierra. La alta volatilidad de las políticas, las elevadas detracciones a las producciones agrícolas, los desajustes macroeconómicos y las restricciones al manejo de las divisas, generaron distorsiones en los valores que nada tienen que ver con la tendencia que deberían tener los precios de los campos. Los cambios que se están realizando en la política económica probablemente permitan en el mediano plazo retomar series confiables.

Sobre la base de algunos trabajos técnicos a los cuales CARE tuvo acceso, en un período de 55 años (1956 a 2011) el precio de la tierra agrícola (de muy buena calidad) en Argentina, aumentó a un ritmo promedio de 3,5% acumulativo anual en términos reales.

La Cámara Argentina de Inmobiliarias Rurales (CAIR), institución que analiza la evolución de ese mercado, informa que la actividad del mercado (no refiere a precios sino a transacciones) se ha venido recuperando en forma sostenida desde el 2024, como resultado directo del cambio de administración. El índice de actividad que estima la Cámara<sup>17</sup>, se ubicaba en julio de 2025 en 51,9 frente a los 21,5 puntos en que había cerrado en diciembre de 2023.

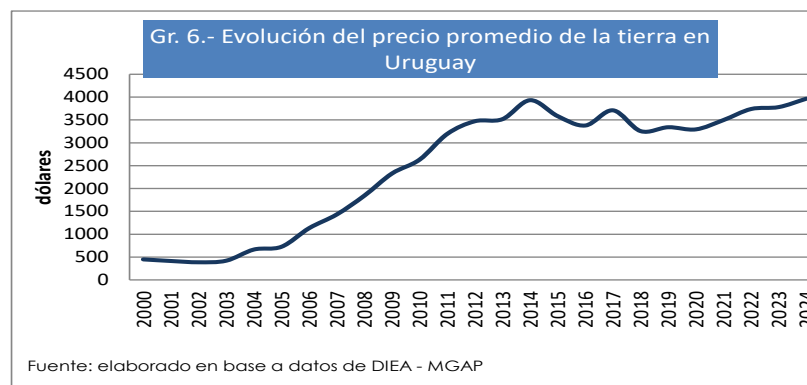
El mercado de campos en Argentina mantiene su atractivo, respaldado por la firmeza en la demanda, la diversificación de intereses y un entorno macroeconómico que, si se consolida, podría fortalecer aún más la ponderación de los activos rurales. La clave parece estar en garantizar la previsibilidad jurídica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

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

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

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 es de 1,1% y en 2024 vuelve a aumentar en un 4,9%. Cabe destacar, que el precio de la tierra en 2024, en términos nominales, supera levemente (+0,8%) el récord histórico de 2014.



Existen otras fuentes de información realizadas por consultoras y operadores del mercado<sup>18</sup>, que utilizando diferentes criterios de tasación estiman valores de campos de características similares y teniendo en cuenta los diferentes destinos productivos. Las metodologías más utilizadas son: la comparación de ventas reales de campos similares y la valuación según las rentas esperadas. En general el valor de mercado surge de la integración de ambas metodologías. Del estudio de varias tasaciones de campos a las cuales CARE tuvo acceso, los resultados obtenidos están alineados con la información suministrada por DIEA.

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

La valorización del precio de la tierra es un componente significativo de ingreso final del fideicomiso (20%) por lo que lo que finalmente ocurra con su comportamiento tendrá una contribución con el retorno final de la inversión. La última actualización del modelo financiero supuso una valorización acumulativa anual de un 3% a partir de 2025 y hasta la finalización del fideicomiso, 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.

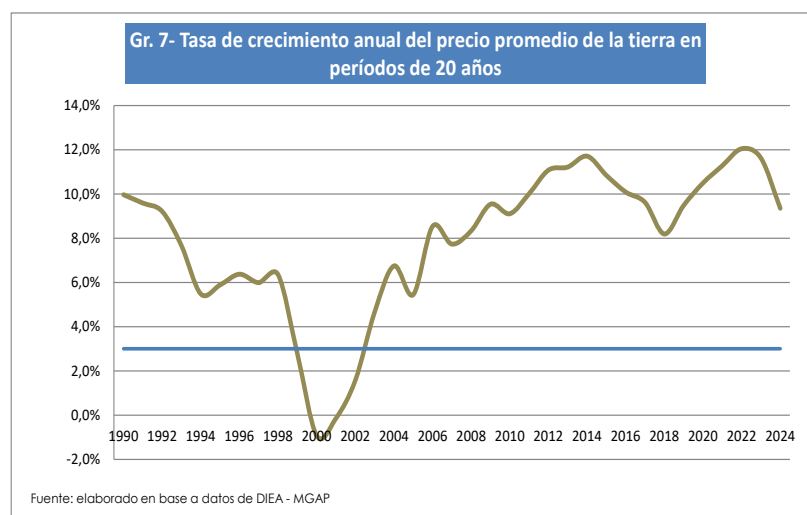
<sup>18</sup>. SERAGRO, Agroclaro, Consur y operadores privados

Para ello CARE analizó con la información de los precios de la tierra (en dólares corrientes) de una serie de más de 50 años (1970 a 2024) la variación anual en períodos de 20, en donde se observa lo siguiente:

- En promedio, la evolución anual del precio de la tierra en períodos móviles de 20 años fue de 7,9%.
- La tasa anual de crecimiento solamente fue menor al 3% para el caso de los campos que se vendieran entre 1999 y 2002, o sea que se hubieran comprado entre 1979 y 1982.
- 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 (7,3%), y el mínimo crecimiento anual es de 5% y por lo tanto en ningún período estaría por debajo del valor considerado.

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



CARE entiende que si bien cabe esperar para el mediano y largo plazo aumentos sostenidos en los precios de la tierra, éstos no serían de similar magnitud que el pasado. Muy probablemente los aumentos de precios compensarán la inflación de largo plazo de Estados Unidos<sup>19</sup>, más un pequeño componente por incremento de la productividad de la tierra, de esta forma se deberían ubicar entre el 2 y el 4% anual. Esto no implica que existan períodos de mayores o menores tasas anuales de crecimiento.

#### 4.- Las políticas públicas, el riesgo político

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

La Política Forestal Nacional se fundamenta en la Ley Forestal N°15.939 (28/12/87) y sus decretos reglamentarios. También está fuertemente regulada a través de la Ley de Evaluación de Impacto Ambiental (No 16.466), la Ley

<sup>19</sup> Se estima en aproximadamente un 2%. En la actualidad está aún por encima de esos valores pero razonablemente se espera que vuelva a sus valores históricos.

de Ordenamiento Territorial y Desarrollo Sostenible (No 18.306) y la Ley de Protección de Medio Ambiente (No 17.283), sus modificativas y sus decretos reglamentarios. En general las sucesivas modificaciones en las normas le han ido agregando nuevas regulaciones y restricciones al crecimiento, a través de las exigencias de las Autorizaciones Ambientales Previas y las especiales para plantaciones forestales establecidas en el decreto de diciembre de 2021.

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

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

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

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

En 13 enero de 2025 el gobierno anterior, antes de culminar su mandato, firmó el decreto No 3/025 que modificó el No 405/021, con el objetivo, entre otros, de flexibilizar los trámites relativos a los permisos para las reforestaciones. Se reemplazó la Autorización Ambiental Previa (AAP) por una Autorización Ambiental Especial, facilitando que no se cambie de suelos para la próxima plantación. De esta forma, se simplifican y aceleran los trámites ya que los productores no deben esperar la autorización del Ministerio de Ambiente sino que pueden empezar con las plantaciones una vez que la autorización esté en trámite, habiendo informado con 30 días de antelación a la Dirección Nacional de Evaluación Ambiental (Dinacea).

El nuevo gobierno ha manifestado algunas reservas con relación al último decreto firmado por el anterior y adelantó su voluntad de analizar las actuales regulaciones de la actividad forestal, sin descartar la posibilidad de proponer cambios como los planteados en la Ley de 2021, que fuera vetada por el Poder Ejecutivo. Esta situación genera algunas interrogantes para el corto plazo, aunque de concretarse cambios en el marco regulatorio, éstos no tendrían mayor impacto para este fideicomiso ya que no se tiene prevista la incorporación nuevas áreas forestales, aunque si podría tener efecto sobre algunas reforestaciones.

A pesar de esas manifestaciones, por el momento no se han concretado ni propuesto cambios en la normativa vigente.

**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+.uy<sup>20</sup> de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.*

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrián Tambler

<sup>20</sup>. **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. **La inclusión del signo + indica que la calificación se acerca más a la categoría superior. Grado de inversión mínimo.**