

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

Montevideo, abril de 2026

4	RESUMEN GENERAL
7	I INTRODUCCIÓN
14	II EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION
16	III LA ADMINISTRACION
21	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
27	V EL ENTORNO
41	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

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

Fiduciario:	EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Operador (Administrador) y Organizador:	Agro Empresa Forestal S.A.
Agente de Registro y Pago:	EF Asset Management. Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Entidad Representante:	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.
Títulos emitidos:	Certificados de participación escriturales
Moneda:	Dólares americanos
Importe de la emisión:	USD 330.000.000
Fecha de Suscripción:	10 de abril 2019.
Distribuciones:	Cuando existan Fondos Netos Distribuibles según resultados, de acuerdo al procedimiento establecido.
Activos del Fideicomiso:	Tierra y bosques forestales.
Plazo de vigencia del fideicomiso:	máximo de 30 años.
Vigencia de la Calificación:	30 de noviembre de 2026.
Calificación de Riesgo:	BBB+.uy ¹
Comité de Calificación:	Julio Preve, Martín Durán Martínez y Adrián Tamber.
Manual Utilizado:	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por terceros ²

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

². Disponible en www.care.com.uy

Resumen General

CARE ha actualizado la calificación de los certificados de participación en el dominio fiduciario del "Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 4" manteniendo la categoría BBB+.uy de grado inversor.

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

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico ofrece las garantías necesarias tal como se aprecia en el informe jurídico del Anexo I de la calificación original.
- Un proyecto que desde el punto de vista físico y económico supera diversas pruebas a los que razonablemente la emisora y la calificadora han sometido el proyecto.
- Un proyecto que en sus líneas fundamentales repite otros tres con el mismo negocio y actores intervinientes, en los que se vienen cumpliendo razonablemente los planes de negocios establecidos. Todos los fideicomisos tienen nota de grado inversor y son calificados por CARE. Los desvíos observados vienen siendo debidamente justificados por el operador y el comité de vigilancia, y responden a situaciones coyunturales del mercado, y en principio no parecen generar cambios en la marcha del proyecto.
- Un negocio compuesto inicialmente por la adquisición de unas 55.400 hectáreas de tierras forestales sobre las cuales al cierre de 2025 había plantadas unas 34 mil y el arrendamiento de unas 6.000 hectáreas en las cuales hay plantadas unas 3.600 has adicionales. El área total forestada, entre los campos propios y arrendados, a diciembre de 2025 era del orden de las 38.000 hectáreas. Se adquirió una extensión de tierras con un negocio en marcha, con lo cual se mitigaron considerablemente los riesgos de adquisición y plantación.
- El 25 de setiembre de 2025 se realizó una asamblea de titulares en la cual el Administrador solicitó la aprobación para la venta anticipada de una serie de bienes inmuebles y bosques con sus respectivas mejoras y construcciones ubicados en los Departamentos de Rivera y Tacuarembó, así como también la cesión de arrendamientos de inmuebles de esos mismos departamentos. La propuesta fue aprobada por unanimidad y estaban presentes el 100% de los tenedores de CPs. La superficie a vender involucra a algo menos de 19 mil hectáreas y aproximadamente unas 15.000 hectáreas efectivas de montes incluyendo las plantaciones de los inmuebles vendidos y también las de los campos arrendados. El monto de la venta es de aproximadamente 180 millones de dólares.
- La última actualización del flujo financiero fue presentada en marzo de 2025, con información real a diciembre de 2024, por lo que no considera la venta de los establecimientos de Rivera y Tacuarembó. Esa actualización había estimado una TIR de 9,1% para el escenario que considera los criterios de la calificadora en su visión del negocio para el largo plazo. En la próxima actualización, una vez culminada la operación de venta se contará con un nuevo flujo financiero y la TIR esperada para el inversor.

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

- La capacidad de gestión de la empresa administradora del proyecto – Agro Empresa Forestal – se mantiene bajo los estándares de eficiencia evaluados en los anteriores informes de actualización, lo que se ratifica en los distintos informes de las partes involucradas.
- Un diseño de gobierno corporativo que acota el riesgo a los inversionistas y que hasta la confección del presente informe ha funcionado en forma adecuada.
- Se destaca la alineación de incentivos entre el Fideicomiso y el Administrador ya que este último ha adquirido Certificados de Participación (CP) en los diferentes Fideicomisos y a diciembre de 2024 tiene CPs por unos 14 millones de dólares.
- En 2025, se cosecharon (tala rasa) unas 677 hectáreas y se plantaron 475 hectáreas. El ingreso bruto total del Fideicomiso alcanzó a los 50 millones de dólares, un 7% por debajo de lo proyectado para el período. Los costos de producción, cayeron en menor medida que los ingresos obteniéndose por lo tanto un margen menor al proyectado para el año. Este menor resultado se explica por el incremento de algunos costos internos como resultado de la caída del dólar, a que se vendió más madera para pulpa -con menos márgenes unitarios- y menos para exportación, y al déficit de la planta Olimar
- La planta Olimar logró una producción y un volumen de ventas alineados con el presupuesto, mostrando una mejora significativa en las exportaciones en el cuarto trimestre del año. No obstante los costos de producción siguen estando por encima de lo estimado en los modelos y los precios de venta, si bien mejoraron, siguen por debajo de lo previsto.
- A diciembre de 2025 se presentó la tasación anual de las tierras y bosques del fideicomiso que arrojó un valor total de 506,5 millones de dólares, conformado por 181,6 millones por la tierra y 324,9 millones por concepto de bosques forestales³. Esta nueva valuación da cuenta de una reducción de un 11,3% en los bosques, explicado en gran medida por un ajuste de las tablas de rendimiento y la reducción de los precios futuros de la madera tanto para el mercado interno como para la exportación. El patrimonio que surge de los estados contables del fideicomiso al 31 de diciembre de 2025 era de USD 518 millones, valor muy superior a la emisión recibida de USD 330 millones en términos nominales.
- Se estima que el crecimiento del consumo de productos madereros será mayor al aumento de la población mundial, impulsado por el aumento de la demanda proveniente de los países de ingresos bajos y medios. La mayor demanda deberá ser atendida aumentando la productividad a través de la gestión forestal sostenible en los bosques y deberá estar alineada con las crecientes exigencias ambientales. La producción forestal del Uruguay, y particularmente también la propuesta por este fideicomiso, cumple a satisfacción con las demandas ambientales del mercado internacional.

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

- No obstante, esa tendencia esperada de largo plazo puede verse afectada, en plazos más cortos, por coyunturas desfavorables que tengan efectos depresivos sobre la demanda y en consecuencia sobre los precios. La demanda y los precios internacionales de los productos que comercializa este fideicomiso (celulosa y madera sólida de eucaliptus y de pino), han mostrado un comportamiento muy variable en los últimos años, como consecuencia de efectos coyunturales (pandemia, conflictos bélicos, guerras comerciales, etc.). En particular, el año 2025 se ha caracterizado por el impacto y la incertidumbre generada por las tarifas aplicadas por EE. UU. Los conflictos geopolíticos recientes muy probablemente también tendrán en el corto plazo efectos sobre los precios y su volatilidad.
- El mercado de tierra agrícola (incluida la forestal), presenta para el largo plazo tendencias de incremento en sus precios, como consecuencia del aumento sostenido de la demanda de alimentos, fibras y maderas, y a que en general las posibilidades de expansión de la frontera agrícola está cada vez más limitada. Para el caso del Uruguay, los incrementos esperados en los precios de la tierra serán seguramente más moderados que los ocurridos entre 2004 y 2014. Luego de un período de ajuste y de un comportamiento errático con escasos negocios entre 2015 y 2020, el precio de la tierra lleva cinco años de aumentos sostenidos. El precio promedio de la tierra reportado por DIEA-MGAP para el 2025, en términos nominales, supera en un 6,2% el récord de 2014.
- Respecto de las políticas públicas, existe una normativa específica que regula el sector y que hasta el momento no ha sido un freno al desarrollo de la producción forestal, más allá del enlentecimiento de las inversiones en algunos casos. No obstante, la presente administración podría promover la implementación de algunos cambios en el marco regulatorio de la actividad, tendientes a limitar el uso del suelo para la forestación, con posibles mayores efectos sobre el sector. Este Fideicomiso en particular ya ha completado sus plantaciones y obtenido los permisos correspondientes, motivo por el cual no se advierten por el momento amenazas para este proyecto.

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para actualizar la calificación de los certificados de participación en el dominio fiduciario del fideicomiso financiero nominado "Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 4".

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

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

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

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

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

2. Antecedentes generales y hechos salientes del período

a. Antecedentes generales

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

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

- Al cierre del proyecto el ingreso total estimado por ventas corresponderá en un 51% a la venta de madera, un 33% a la venta de bosques en pie, y finalmente un 15% a la venta de tierra al final del proyecto. Los ingresos por pastoreo son marginales. Estos ingresos se estimaron descontando el flujo esperado a una tasa del 6%.
- El plan de negocio supone que en la medida que se vayan cortando los montes de pino, las áreas cosechadas serán replantadas con eucaliptus orientado a la producción de madera para aserrío libre de nudos y en las zonas menos productivas se plantarán especies de eucaliptus con destino a la producción de pulpa de celulosa.
- El 28 de agosto de 2019 el Fideicomiso tomó posesión de los campos adquiridos, y se iniciaron las operaciones por parte del Operador.
- El fideicomiso cuenta con la certificación FSC® (Forest Stewardship Council o Consejo de Administración Forestal en español), en el 91 % de las hectáreas.
- A los efectos de atender los déficits de caja derivados de los costos de cosecha y el proceso de exportación, el Fideicomiso ha incurrido en la contratación de créditos de corto plazo con bancos privados de plaza (créditos de prefinanciación de exportaciones), los cuales en varias oportunidades se han ido renovando. Asimismo el Fideicomiso ha contraído crédito de largo plazo que se viene amortizando sin inconvenientes. En todas las oportunidades, se ha contado con la aprobación del comité de vigilancia y el fiduciario lo ha comunicado a la Calificadora.
- El 28 de diciembre de 2020 se realizó una Asamblea de Titulares de los Certificados de Participación con la representación del 100% y se decidió modificar algunos términos y condiciones de los CPs. Los cambios refieren a la modificación de la paramétrica del ajuste de los honorarios de Agroempresa Forestal y también se acordó subir información una vez por año de los Fideicomisos a la WEB de Bosques del Uruguay.
- En enero de 2022 se firmó una nueva modificación del contrato de Fideicomiso cuyo principal objetivo fue el de incluir dentro del Plan de Negocios la realización de "Proyectos Industriales" que permitan la percepción de un mayor retorno a los inversores.
- El 16 de junio de 2022 la asamblea de beneficiarios aprobó por unanimidad la venta anticipada de un predio de 139 hás ubicado sobre la Ruta 27 a 3 km de la ciudad de Rivera. El establecimiento estaba muy cerca de la ciudad de Rivera y era muy difícil reforestarlo por el riesgo de incendio en cercanías de los centros poblados.
- En la Asamblea del 16 de junio de 2022 también se aprobó por mayoría la ejecución del Proyecto Olimar, el que se financió con un préstamo de largo plazo (10 años).

- El 7 de julio de 2023, se llevó a cabo una asamblea de titulares de certificados de participación en la cual el administrador presentó una actualización de la situación del proyecto Olimar y la proyección de los costos de inversión en la planta. La asamblea aprobó las proyecciones de los costos presentados por el administrador.
- El 12 de diciembre de 2023, se realizó una asamblea de titulares en la que se aprobó la modificación del contrato del fideicomiso. El motivo fue el de modificar la paramétrica de ajuste del pago de los servicios del administrador del fideicomiso.
- La planta industrial Olimar, se terminó de construir en cuarto trimestre del 2023, y se inauguró en el mes de marzo de 2024; el costo final de la inversión fue de 6,98 millones de dólares.
- Agro Empresa Forestal (AF) es miembro signatario desde 2022 de PRI (Principios de Inversión Responsable). En ese sentido debe presentar anualmente informes y evaluación relacionada con la inversión responsable, debiendo cumplir con requisitos mínimos y ciertos indicadores para mantener la membresía. En 2023 presentó su primer informe (voluntario en esta oportunidad, luego será obligatorio), obteniendo tres estrellas Policy Governance and Strategy (PGS) y 4 estrellas Confidence building measures (CBM). El máximo es 5 estrellas y el módulo más relevante es PGS.

b. Hechos salientes del período

- El 25 de setiembre de 2025 se realizó una asamblea de titulares con la presencia del 100% de los tenedores de Cps, en la cual el Administrador solicitó la aprobación para la venta anticipada de una serie de bienes inmuebles y bosques con sus respectivas mejoras y construcciones ubicados en los Departamentos de Rivera y Tacuarembó, así como también la cesión de arrendamientos de inmuebles de esos mismos departamentos. La propuesta fue aprobada por unanimidad, dejando constancia que el objetivo de la venta es la distribución entre los titulares de al menos el 80% del precio que se obtenga.
- La superficie a vender involucra a algo menos de 19 mil hectáreas y la cesión de los arrendamientos de los predios de Rivera y Tacuarembó. La superficie efectiva de bosques es de aproximadamente 15.000 hectáreas con una alta proporción de pinos (algo más del 70%).
- A fines de 2025 el operador presentó el presupuesto para el 2026, el cual fue aprobado por el comité de vigilancia. Se proyectaron ingresos brutos por US\$ 45,9 millones, que estarían compuestos en un 53% por ventas de madera al mercado interno (pulpa y aserraderos), un 46% por ventas de madera de exportación y el resto por otros ingresos (pastoreos). Una vez descontados los costos operativos y los gastos, se lograría un ingreso neto de unos 10,1 millones de dólares. Finalmente se prevén inversiones por aproximadamente 3,1 millones de dólares.

Cuadro 1. Presupuesto operativo proyectado 2026 (USD)

	Presupuesto
Ingresos Brutos ventas domésticas	24.508.457
Ingresos Brutos ventas exportación	20.890.590
Otros Ingresos	493.381
Total de Ingresos	45.892.428
Costos Operativos	-27.117.448
Gastos	-8.658.460
Flujo Operativo Neto	10.116.520
Inversiones	-3.051.611
Flujo Operativo y de inversión	7.064.909

Fuente: el operador

- Los ingresos brutos totales durante 2025 alcanzaron a los 50,0 millones de dólares, el 53% de los ingresos fue por ventas de madera al mercado interno (pulpa, aserraderos y láminas), el 46% por ventas de madera y láminas de exportación y el 1% por contratos de pastoreo.
- Del total de madera vendida, un 78% corresponde a raleos comerciales y un 22% a tala rasa (cosecha final). El costo de venta de la madera corresponde solamente a las ventas por tala rasa.
- De las ventas al mercado interno, un 88% corresponde a ventas de madera de eucaliptos con destino a plantas de celulosa, y el resto son ventas a aserraderos locales de rolos de pino, de eucaliptos y láminas. Por su parte, las ventas al mercado externo fueron en un 68% de rolos de eucaliptos, un 16% de rolos de pinos y 16% de láminas. Las ventas de pino se han resentido respecto del año anterior, mientras que las ventas de láminas crecieron fuertemente respecto de 2024, en especial en el segundo semestre.

Cuadro 2. Ingresos del Fideicomiso en el año 2025 (USD)

	Real año
Ingresos Brutos ventas domésticas	26.674.504
Ingresos Brutos ventas exportación	22.961.330
Ingresos por pastoreo	388.973
TOTAL	50.024.807

Fuente: el operador

- Según informa el comité de vigilancia, los costos de producción por m³ de madera vendida en 2025 fue algo superior al presupuesto, considerando cosecha, carga, caminería y transporte. Este incremento en los costos se debe en parte a la depreciación del dólar, que repercute en el aumento de la mayoría de las tarifas, especialmente las de transporte.
- En el año 2025 se cosecharon (tala rasa) unas 677 hectáreas.
- Las actividades de inversión totalizaron 2.8 millones de dólares, de los cuales un 44% se destinó a la reforestación de campos y 56% a podas). En el año se plantaron 475 hectáreas.

Cuadro 3. Costos e inversiones del 2025 (USD).

	Real año
Costos de Producción	37.428.054
Gastos, gerenciamiento, fijos y financieros	9.760.163
Inversiones Implantación y manejo	2.789.101
Total	49.977.318

Fuente: el operador

- El EBITDA (ingresos brutos-costos de producción-gastos generales) se ubicó en apenas 2,8 millones de dólares. Si se descuenta el costo de venta de la madera (reducción del área de bosque), el margen es negativo. Este resultado está influido por el incremento de algunos costos internos como resultado de la caída del dólar, a que se vendió más madera para pulpa -con menos márgenes unitarios- y menos para exportación, y por el déficit de la planta Olimar.
- En 2025, la planta Olimar logró vender prácticamente la totalidad de la producción del año, por lo que el stock de láminas en depósito aumento muy poco en comparación al inicio del año. En el cuarto trimestre se lograron los precios de exportación más altos de todo el 2025, no obstante los precios logrados aún están por debajo de esperados en el presupuesto y en los modelos financieros aprobados para la inversión. Esto podría mejorar ya que se ha vendido una alta proporción de las láminas de menor calidad y las de mayor calidad se mantienen en el stock.
- Los costos de producción y exportación fueron superiores a lo presupuestado. El desvío en los costos es consecuencia de mayores pagos por mantener un alto stock de láminas en los depósitos fuera de la planta de Olimar esperando a ser exportados.
- El comité de vigilancia informa que en general el presupuesto y plan operativo no tiene desvíos que superen el 25%, salvo en el caso del presupuesto y plan operativo de la planta Olimar, donde los desvíos superan el estándar mínimo, tanto en precios, cómo en volumen vendido y costos.
- En el período informado se cancelaron cuotas del préstamo a largo plazo que tiene este fideicomiso y se mantuvieron las operaciones de prefinanciación de exportaciones y de créditos de corto plazo para la operativa.
- Sobre fin del año 2025 se realizó la tasación anual de los montes y tierras del fideicomiso estimándose un valor total de 506,4 millones de dólares, conformado por 181,6 millones por la tierra y 324,9 millones por concepto de montes forestales. Se incrementan los valores de la tierra en un 2,9% (+5,1 MM), mientras que cae el valor de los bosques en un 11,3% (-41,4 MM), lo que determina una revaluación negativa de los activos de 6,7% (-36,3 MM). Esta reducción en el valor de los bosques se explica, según el tasador, en gran medida por un ajuste de las tablas de rendimiento y la reducción de los precios futuros de la madera tanto para el mercado interno como para la exportación.

3. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- Balance con informe de auditoría al 31 de diciembre de 2024 de Agro Empresa Forestal.
- Estados Contables del Fiduciario al 31 de diciembre de 2025.
- Estados Contables del Fideicomiso al 31 de diciembre de 2025.
- Informes trimestrales del operador, el último a diciembre de 2025.
- Informes trimestrales del Comité de Vigilancia, el último a diciembre de 2025.
- Calificaciones y actualizaciones de los Fideicomisos Financieros Forestales Bosques del Uruguay I, II y III realizadas por CARE.
- Información relevante del sector forestal.
- Acta de Asamblea de Titulares del 25 de setiembre de 2025
- Tasaciones de tierras y bosques a diciembre de 2025. INDUFOR.

II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

Se ofrecieron en oferta pública certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 4, creado por contrato correspondiente de fideicomiso financiero. Este contrato, los certificados y los demás contratos citados se analizan en la presente sección.

1. Descripción general

Denominación: Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay 4

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

Operador administrador: Agro Empresa Forestal S.A.

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

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

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

Organizador: Agro Empresa Forestal S.A.

Títulos emitidos: Certificados de participación

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

Moneda: Dólar americano

Importe de la Emisión: USD 330.000.000

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

Calificación de Riesgo: BBB+.uy

2. El análisis jurídico

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

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

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

3. Riesgos considerados

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

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

III. LA ADMINISTRACIÓN

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

1. Ef Asset Management (EFAM)

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

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

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

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

Situación económica y financiera

El análisis de los EE.CC al 31 de diciembre de 2025 sigue mostrando una sólida situación de solvencia.

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

A continuación se exponen, en forma resumida los estados de situación y resultados al 31/12/2025 y su comparativo con ejercicios anteriores.

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

Concepto	31/12/2025	31/12/2024	31/12/2023
Activo Corriente	32.193	33.440	26.198
Activo no Corriente	287.528	290.099	248.688
Total Activo	319.720	323.539	274.886
Pasivo Corriente	38.988	45.457	38.315
Pasivo no Corriente	250.654	249.374	211.246
Total Pasivo	289.642	294.830	249.561
Patrimonio	30.079	28.708	25.325
Total Pasivo y Patrimonio	319.720	323.539	274.886
Razon Corriente	0,83	0,74	0,68

Fuente: EE.CC EFAM

Los resultados al término del ejercicio 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	31/12/2025	31/12/2024	31/12/2023
Ingresos Operativos	103.621	95.753	85.442
Gastos Adm. y Vtas.	(89.335)	(78.523)	(71.408)
Resultado Operativo	14.286	17.230	14.033
Resultados Financieros	(11.407)	(11.495)	(11.743)
Resultados antes de impuestos	2.879	5.735	2.290
IRAE	(1.508)	(2.352)	(1.477)
Resultado del período	1.371	3.383	812
Res Operativos/Ingresos	13,79%	17,99%	16,42%
Res Ejercicio/Ingresos	1,32%	3,53%	0,95%

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 del fideicomiso.

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.

El Fideicomiso

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

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

A continuación se presentan los EE.CC del Fideicomiso al cierre del ejercicio 2025.

Cuadro 6: Estado de Situación del Fideicomiso (miles de USD)			
Concepto	31/12/2025	31/12/2024	31/12/2023
Activo Corriente	112.892	21.212	17.629
Activo no Corriente	449.811	569.241	526.001
Total Activo	562.703	590.453	543.631
Pasivo Corriente	27.182	24.091	24.340
Pasivo no Corriente	17.401	15.448	11.580
Total Pasivo	44.583	39.539	35.919
Patrimonio	518.120	550.915	507.711
Total Pasivo y Patrimonio	562.703	590.454	543.631
Razon Corriente	4,15	0,88	0,72

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Se recuerda que en el Activo no Corriente dentro del rubro Propiedades, Planta y Equipo se incluye la planta de Olimar (PO), por un valor contable neto de unos USD 6.6 millones.

La considerable caída del valor del patrimonio contable se explica fundamentalmente por el ajuste negativo en la tasación de los activos biológicos.

El valor del patrimonio contable al 31/12/2025, puede observarse en el cuadro precedente, era de USD 518 millones, USD 32.8 millones menos que un año atrás pero, sigue siendo superior, en términos nominales, a la emisión recibida de USD 330 millones.

Con fecha 25/9/2025, según acta de la asamblea de titulares, se autorizó la venta de determinados activos, todos ellos ubicados en los departamentos de Rivera y Tacuarembó, así como la cesión de arrendamientos de algunos de ellos. Esto supone una superficie del orden de 18.800 hectáreas en total y unas 15.000 hectáreas de montes. La Asamblea puso como condición que se distribuya entre los titulares, al menos el 80 % del importe recibido por esta venta.

Por esta razón, se produjo una reclasificación de esos activos que figuraban como no corrientes ya que se considera que el negocio habrá de concretarse en el correr del ejercicio 2026. Es así que el valor de los activos biológicos a vender se registra como activo corriente por un valor de USD 84.2 millones, mientras que los inmuebles se registran como activo no corriente disponible para la venta por un valor de USD 72.2 millones.

En cuanto al pasivo financiero, siguen habiendo movimientos, algunos se cancelan y se toman nuevos créditos, al término del ejercicio, el pasivo financiero era de USD 27.9 millones.

Cuadro 7: Estado de Resultados Fideicomiso (miles de USD)			
Concepto	31/12/2025	31/12/2024	31/12/2023
Ingresos operativos	50.025	50.959	30.075
Cambio valor activo biológico	(34.466)	38.548	42.470
Costo de los bienes vendidos	(40.620)	(43.101)	(24.045)
Resultado Bruto	(25.061)	46.406	48.500
Gastos administración y ventas	(10.726)	(9.054)	(9.624)
Resultados financieros	(2.537)	(834)	(1.085)
Resultados diversos	-	-	-
Resultados antes IRAE	(38.323)	36.518	37.790
IRAE	845	(1.660)	81
Resultado del periodo	(37.479)	34.857	37.871
Revaluación tierra	5.133	8.700	6.756
Impuesto diferido asociado	(449)	(353)	(578)
Resultado integral del periodo	(32.795)	43.204	44.050

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Los ingresos operativos registrados en el periodo, según cuadro precedente, responden mayormente a venta de madera (USD 45.7 millones) y se registra un ingreso de USD 3.9 millones proveniente de la PO (a un costo de USD 6 millones, por lo que sigue siendo una actividad deficitaria).

También se aborda en otra sección el detalle de los negocios operativos en general así como las tasaciones realizadas. Como puede verse en el cuadro precedente, el ajuste negativo de los activos biológicos por USD 34.5 millones, explica en buena medida el resultado deficitario del ejercicio, parcialmente compensado por la revaluación de inmuebles y mejoras por algo más de USD 5 millones.

Riesgos considerados

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

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

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

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

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y FLUJO FUTURO DE FONDOS

1. Bienes fideicomitidos y aspectos descriptivos del proyecto

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

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

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

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

La última actualización del flujo financiero fue presentado por el operador en marzo de 2025, con datos reales a diciembre de 2024 y una proyección para el período 2025-2039. Esta proyección, no consideraba la venta de los campos y bosques de Tacuarembó y Rivera, y por lo tanto no están incluidos en el flujo de fondos los ingresos provenientes de esa operación, ni la corrección de los ingresos futuros por la explotación de una menor superficie de bosques.

Se presentaron diferentes escenarios, suponiendo distintas evoluciones de precios de la madera, costos de producción y evolución del precio de la tierra a partir de 2025 y hasta la finalización del Fideicomiso en 2039. De los diferentes escenarios presentados, el que contempla los criterios que considera CARE para realizar proyecciones de largo plazo, son los siguientes:

- Los precios de los productos ajustan según la inflación de EEUU (se considera 2,1% anual)⁴. 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 en esta oportunidad en base al WACC (5,9%), lo que implica un supuesto conservador.

En base a esta proyección, la TIR para todo el período del Fideicomiso en el escenario considerando los criterios de la calificadoradora sería de 9,1%, un poco más baja que la estimada un año atrás (9,5%). Esta tasa de retorno se calcula sobre el supuesto que el inversor adquirió los CPs en el año 0 y al valor par.

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

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

Cuadro 8: Resultados de la TIR en diversos escenarios	
Escenario	TIR
1 Madera ajusta por inflación USA, más un crecimiento del 1,5%. Los costos ajustan por inflación USD UY y la tierra tiene un aumento del 1,5%.	9,0%
2 Madera ajusta por inflación USA. Los costos ajustan por Inflación USD UY, y la tierra tiene un aumento del 1,5%.	8,9%
3 Los precios de la madera y de la tierra aumentan un 1,5%.	9,1%
4 Aumento precio de Tierra 1,5%	7,8%
5 Todos los factores constantes	7,7%
6 Idem al 2 pero con 3 % de incremento en la tierra	7,4%

Fuente: El Operador y CARE

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

El escenario 6 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 Banco Mundial hacia 2035 suponían un aumento entre un 1,1 y un 1,5% anual dependiendo del origen (ver Sección V). Para el caso de la tierra un incremento de un 3% anual parece razonable y conservador para el largo plazo, siendo el valor que la calificadoradora en general utiliza para proyectar.

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

El escenario 3, es el que se corresponde con los criterios de 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 calificadoradora 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 7,4% en moneda constante.

La venta de los predios de Tacuarembó y Rivera, que como ya se comentó no está considerada en las proyecciones, no obstante se entiende que debería contribuir a mejorar la TIR del inversor ya que adelanta ingresos y capitaliza las mejoras en los valores que ha tenido el activo desde su adquisición.

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

Para considerar el riesgo sistémico se utiliza el "beta"⁶ promedio de empresas de producción forestal en mercados emergentes, el cual se ubica en 0,98, lo que indica que la inversión en la actividad tiene prácticamente el mismo riesgo y variabilidad que el promedio de todas las actividades en ese mercado. Para la tasa libre de riesgo se considera el rendimiento de los Treasury Bonds a 10 años de EEUU (3,42%), para el riesgo país (índice UBI) se consideraron 90 puntos básicos⁷ y para la prima de riesgo del mercado accionario se consideró 5,3%.

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 6,2%. Este valor es menor a la TIR estimada para el escenario que considera los criterios de la calificadora (9,1%), lo que indica que la inversión tendría una rentabilidad mayor al costo de oportunidad.

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 (5,9%).

Otros indicadores con los que podría compararse la TIR esperada del Fideicomiso podrían ser las curvas de rendimiento, que serían opciones posibles de inversión ya que están estimadas para el caso del Uruguay⁸. En la actualidad (abril de 2026) la curva en dólares (CUD) a 10 años está en 5,2%. En este caso, 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. 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.

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

⁶. Valor proporcionado por Damodaran.

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

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

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.

4. Tasación de la Tierra y los Montes Forestales

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

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

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

Por su parte, la evaluación de la tierra arroja un valor de 181,6 millones de dólares, lo que resulta en un valor promedio de USD 3.034/ha, mostrando un aumento de un 2,9% respecto del año anterior. La tierra se valora combinando tres conceptos: la evolución histórica del precio de la tierra, el valor real de mercado de predios similares que fueron comercializados y las características generales de los predios (tipo de suelo, area efectiva de plantación, ubicación geográfica y superficie de bosque nativo).

En el siguiente cuadro se presenta la evolución de los valores de los campos y bosques del Fideicomiso, según la información proveniente de las tasaciones realizadas anualmente. Cabe aclarar que los valores del año 2020 fueron realizados por otra empresa y bajo una metodología diferente que subvaloraba el valor de la tierra y sobrevaloraba el de los bosques.

Cuadro 9: Evolución de la valuación de la tierra y de las plantaciones en millones de USD

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

Fuente: Tasaciones

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

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

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

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

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

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

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

V. EL ENTORNO

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

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

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

La actual coyuntura geopolítica, de no tener una pronta solución, podría contribuir a generar efectos negativos en el mercado de los productos forestales. Los conflictos bélicos pueden generar interrupciones en el comercio internacional, caracterizadas por el aumento de costos logísticos, volatilidad de precios de materias primas (petróleo, alimentos, fibras) y escasez de suministros

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

Con relación a la política sectorial del país, existen algunas interrogantes en relación a que esta administración podría volver a considerar la implementación de ajustes en el marco regulatorio de la actividad, tendientes a limitar el uso del suelo para la forestación, iniciativa parlamentaria que fuera propuesta en 2021, pero vetada por el presidente de la época. Nuevas regulaciones podrían llegar a afectar el actual desarrollo y crecimiento de la actividad forestal, no obstante por el momento no se han efectivizado por parte del gobierno.

1. Riesgo Económico y de Mercado

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

a) El precio de la madera

El precio más importante y por tanto el juicio más determinante para la calificadoradora es el de la madera. Esto se fundamenta en que más del 84% 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 originalmente tenía un 39% plantado con pino, los que se irán comercializando durante los primeros años. 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"⁹ prevé que el consumo global de productos primarios de madera procesada crecerá 37% para 2050. Este crecimiento del consumo de productos madereros -en comparación con el aumento previsto del 25% de la población- "se verá impulsado por el aumento de los ingresos en las regiones emergentes del mundo, lo que provocará un efecto de convergencia en los bienes de consumo (por ejemplo, papel, envases, ropa y muebles) y en más actividades del sector de la construcción".

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

Aproximadamente el 70% la producción de madera del Uruguay tiene por destino la producción de celulosa fibra corta, que es producida en gran parte a partir del Eucalyptus. La demanda mundial de estos productos ha venido creciendo, impulsada por el crecimiento urbano y el nivel de vida en países emergentes.

El mercado global de pulpa y papel sigue mostrando crecimiento, aunque más moderado, proyectándose una lenta expansión hasta la década de 2030 impulsada por uso en embalajes, tissue y papel especializado. El mercado de pulpa dissolving (utilizada para fibras textiles sustentables y aplicaciones químicas) muestra un crecimiento más robusto, con expectativas de alcanzar valores significativamente mayores para 2030-2034, apoyado por la demanda de fibras sostenibles. Por su parte, la celulosa regenerada (para fibras textiles tipo viscosa/lyocell) también experimenta crecimiento acelerado por tendencias de sostenibilidad y cambio de sintéticos a naturales.

⁹. FAO 2022. Último informe disponible.

El mercado de madera sólida por su parte está impulsado por la construcción sostenible y la urbanización. La madera sólida es un material de construcción fundamental, especialmente en la construcción residencial, comercial y de infraestructuras. En este sentido, la demanda de madera se ve impulsada por el crecimiento demográfico, la expansión urbana y la transición hacia prácticas de construcción ecológicas. Innovaciones como la madera contralaminada (CLT) y la madera laminada encolada (glulam) impulsan aún más la demanda de madera, ya que estos materiales permiten construir edificios de madera de gran altura, reduciendo la huella de carbono de la construcción. Los gobiernos de muchos países están promoviendo la construcción con madera en masa como parte de sus estrategias de mitigación del cambio climático. En este sentido, cabe esperar para el mediano y largo plazo una proyección de crecimiento sostenido en la demanda.

El incremento de la demanda enfrenta una oferta que se ha visto limitada por crecientes medidas de protección de los bosques nativos, así como también el control que se realiza sobre los de rendimiento. Por su parte, las políticas destinadas a atenuar los impactos del cambio climático también promueven la protección de los montes al ser éstos importantes sumideros de carbono. En este sentido, se estaría consolidando el desarrollo de un mercado de carbono, lo que implica que la venta de certificados se constituye podría constituir un nuevo ingreso para emprendimientos forestales. Las negociaciones que se vienen llevando a cabo en los ámbitos internacionales siguen avanzando en relación a asegurar compromisos ambientales de reducción de emisiones por lo que todo indica que en el mediano y largo plazo la demanda por certificados de carbono debería seguir creciendo.

En base a este panorama, puede concluirse que la tendencia de largo plazo esperada para los precios de la madera, es que todo indica que los precios deberían mostrar una tendencia creciente, al menos en valores nominales.

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

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

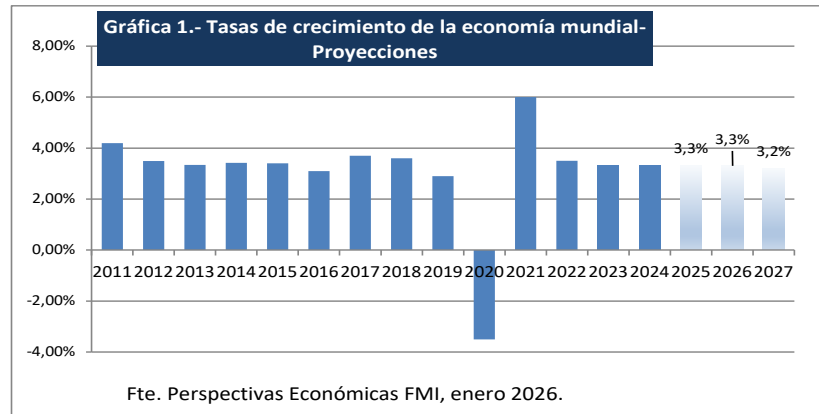
Para esta calificación CARE realiza una actualización de la información clave del sector, confirmando que no deberían existir en el futuro mayores desvíos respecto de la trayectoria esperada.

Perspectivas de crecimiento de la economía mundial

El Fondo Monetario Internacional en su informe de enero de 2026 proyectó tasas de crecimiento mundial del 3,3% para 2025 y 2026 y de 3,2% para 2027, una ligera revisión al alza respecto del informe de octubre 2025. La inversión en tecnología, el apoyo monetario y fiscal, las condiciones financieras favorables y la adaptabilidad del sector privado contrarrestarían los cambios

en las políticas comerciales. Las economías avanzadas crecerán alrededor del 1,8% en 2026 mientras que las economías de mercados emergentes y en desarrollo lo harán al 4,2%. Se prevé que la inflación siga disminuyendo a nivel mundial, aunque con diferencias entre países. La tasa de crecimiento se mantiene por debajo de la media histórica (2000–19) del 3,7%.

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



Evolución histórica de los precios

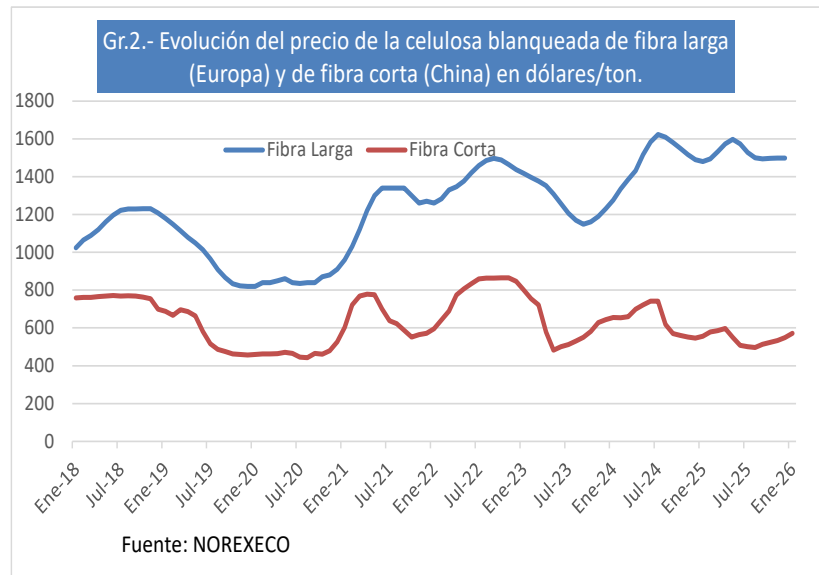
En los últimos años, los precios internacionales de los productos forestales han mostrado una alta volatilidad, como consecuencia de la ocurrencia de una serie de factores que han afectado la demanda: la pandemia, los conflictos bélicos, el magro crecimiento de la economía mundial, la acumulación de stocks, entre otros.

Para el caso de la pulpa de celulosa -principal destino de la madera producida por este fideicomiso-, la reducción en el consumo como consecuencia de la pandemia generó en un primer momento una abrupta reducción en la demanda y en los precios. Fue así, que luego de un marcado pico al alza de precios durante 2018, los valores de la celulosa a nivel internacional, regional y doméstico, mostraron una caída muy significativa del orden del 35-40%, la mayor caída se verificó en 2019 para luego atenuarse o mantenerse en esos niveles deprimidos, prácticamente durante todo el año 2020. Esa caída fue coyuntural, y en 2021 los precios se recuperaron rápidamente, hasta fines de 2022. En el 2023, los precios internacionales cayeron fuertemente durante buena parte de año, para comenzar a recuperarse sobre finales del año y durante todo el primer semestre de 2024. Desde mediados de 2024 y hasta el presente, los precios internacionales mantienen una tendencia de cierta estabilidad, aunque con un claro comportamiento cíclico, y para el caso de la celulosa de fibra corta parece mostrar una leve tendencia a la baja.

En la siguiente gráfica se presenta información de los precios por tonelada para dos tipos de pasta de celulosa: la NBSK¹⁰ (principal cotización internacional, correspondiente a pulpa de coníferas de fibra larga en Europa), y de la BHKP¹¹ (pulpa de fibra corta en China). Puede observarse el comportamiento comentado en el párrafo anterior.

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

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



El precio implícito¹² recibido por las exportaciones de pulpa del Uruguay durante 2024 fue de 610 dólares por tonelada FOB, lo que resultó en un 10% superior al promedio de las exportaciones realizadas en 2023, pero aun un 13% por debajo de los valores recibidos en 2022. En 2025, el precio implícito promedio fue de unos 531 dólares por tonelada, aproximadamente un 13% por debajo del promedio de 2024.

Esta reducción en los precios internacionales se explica en gran medida por un desequilibrio entre oferta y demanda, que presionó los precios a la baja. Sin embargo, según algunos analistas, esto podría cambiar en el correr de este año ya que se prevé un menor crecimiento en la nueva capacidad operativa a nivel global y también sería probable que se produzcan recortes de capacidad en los próximos meses. De ser así, esto corregiría en gran medida el exceso de oferta y se estima que los precios podrían comenzar a corregirse en 2026.

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

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

Para el caso de la madera sólida, en los últimos 5 los precios nominales han mostrado una contracción anualizada del 0.36%, para situarse en su nivel más bajo desde 2014, como resultado de un debilitamiento coyuntural en la demanda. En el mercado estadounidense, la demanda de construcción de viviendas ha sido menor a la esperada, alcanzando los niveles más bajos de los últimos cinco años, como consecuencia de un alto stock y bajo ritmo de ventas, además de las débiles

¹². Valor FOB de exportación/toneladas exportadas

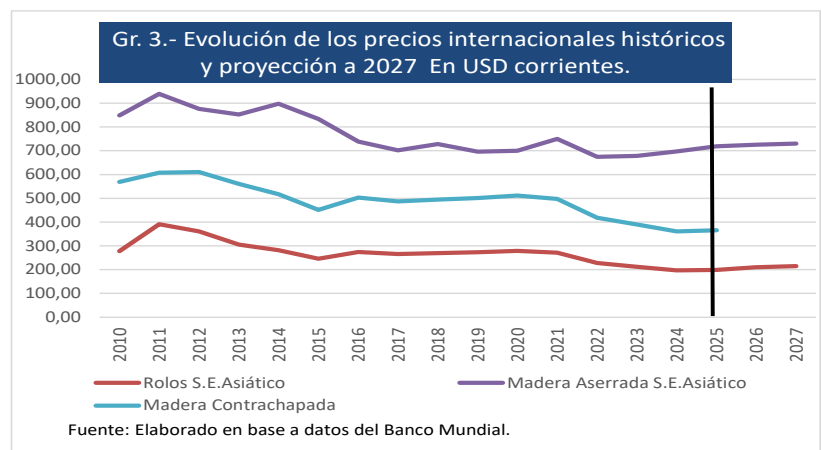
expectativas del sector de la construcción. Por su parte, en China ha decrecido significativamente el ritmo de la construcción, lo que reduce la demanda de madera sólida y genera una sobre oferta de madera que se destina a la producción de celulosa. Se espera que una eventual reactivación del sector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

Ante este panorama, la demanda de madera de eucalipto en bruto con destino aserrío, ha mostrado una volatilidad similar al de la celulosa, aunque menos marcada. 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 y en 2025 las exportaciones uruguayas de madera de eucalipto mantiene en valor niveles levemente más bajos a los de 2024 (-8%). 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 en valores muy por debajo de los de 2021 y 2022. Tanto los precios manejados como la competencia internacional han dificultado el cierre de negocios, en donde China prácticamente se ha retirado del mercado, manteniéndose India como principal y prácticamente único mercado importador de nuestros pinos. 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 2025 las exportaciones uruguayas de rolos de pino se ubicaron en niveles similares a los de 2024 (+4%).

Según el último informe de proyección de precios del Banco Mundial de octubre de 2025, los precios de la madera en bruto mostrarían leves incrementos en sus precios para los próximos dos años, en el entorno del 1 al 2% anual, pero sin revertir la tendencia decreciente desde el 2011.



En el año 2021 el Banco Mundial presentó una proyección de largo plazo para la madera en bruto para aserrío y para la aserrada, mostrando un leve crecimiento en valores nominales hacia el 2035 en el largo plazo¹³. Para el caso de los rolos se proyectó un crecimiento del 0,95% acumulativo anual y para la madera aserrada un 1,5%. Estos aumentos de precios -que por el momento no se han venido cumpliendo-, no alcanzarían a cubrir la devaluación del dólar, por lo que estarían cayendo en términos reales. Estas proyecciones son consistentes con las de los commodities alimenticios para los que se proyecta también una leve reducción de los valores en términos reales (aumentos nominales positivos pero algo menores a la devaluación de largo plazo del dólar).

Las exportaciones forestales del Uruguay alcanzaron en 2024 un nuevo récord, como consecuencia de un año completo con funcionamiento pleno de las tres plantas de celulosa. El valor total de las exportaciones de los productos forestales estuvo un 20% por encima de 2023. En 2024 la celulosa lideró por primera vez el ranking de productos exportados, desplazando a la carne bovina, como resultado tanto del aumento de su precio como del incremento en el volumen exportado.

La tendencia no se mantuvo en 2025, y el valor acumulado de las exportaciones de productos forestales se ubicó un 7,4% por debajo del valor del año anterior, explicado en gran medida por las menores exportaciones de celulosa (-9%), consecuencia de un menor precio por tonelada (-13%). En 2025 las exportaciones de celulosa se ubicaron en el segundo lugar de los productos exportados, por debajo de las de carne bovina. Por su parte, las exportaciones de chips -principal producto de este fideicomiso- mostraron una importante recuperación en su valor total respecto del año 2024 (+28%).

En el siguiente cuadro se presentan las exportaciones forestales en valor para los últimos 5 años, donde puede observarse -a pesar de la caída en el último año- una clara tendencia al crecimiento.

Cuadro 10. Exportación de productos forestales seleccionados (en millones de dólares FOB)						
	2021	2022	2023	2024	2025	Variación
Celulosa	1.576	1.818	2.019	2.546	2.317	-9%
Rolos de pino	204	127	69	65	67	4%
Tableros de madera contrachapados	105	102	80	89	78	-13%
Chips (eucalipto y pino)	74	113	109	50	64	28%
Madera Aserrada coníferas y no coníferas	159	184	171	188	188	0%
Papel y Cartón	26	35	30	27	26	-3%
Rolos de eucalipto	23	34	24	39	36	-8%
Otros productos forestales	2	1	1	4	11	190%
Total	2.170	2.413	2.504	3.007	2.786	-7%

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

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

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

¹³ World Bank Commodities Price Forecast. En informes posteriores solamente se proyectan precios a dos años.

b) El precio de la tierra

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

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

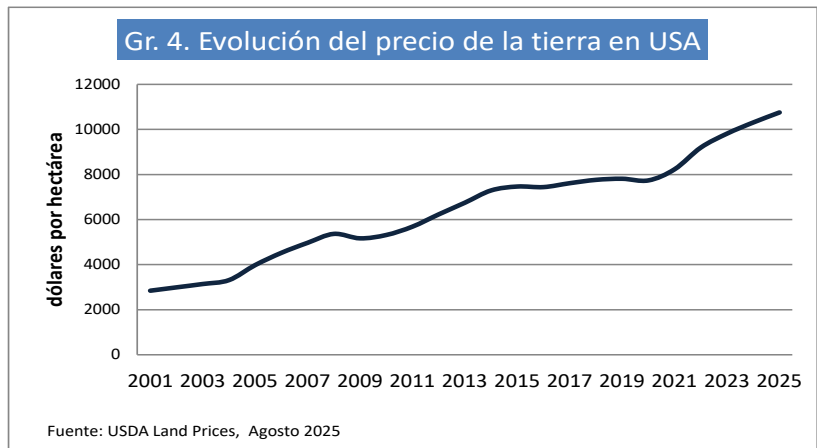
En lo que respecta al precio de la tierra en Estados Unidos, en lo que va del siglo XXI se observa una continua fase ascendente, con alguna excepción (2009 y 2015) en donde se verificaron mínimas reducciones, pero que no modifican la tendencia. El precio en Estados Unidos cayó únicamente en los primeros años de la década del ochenta ante el cambio de la política monetaria denominado "Plan Volker" y en menor medida, en la crisis financiera de Lehman Brothers y en el pandemia del Covid 19. En todos los casos las reducciones de precios fueron muy moderadas 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%.

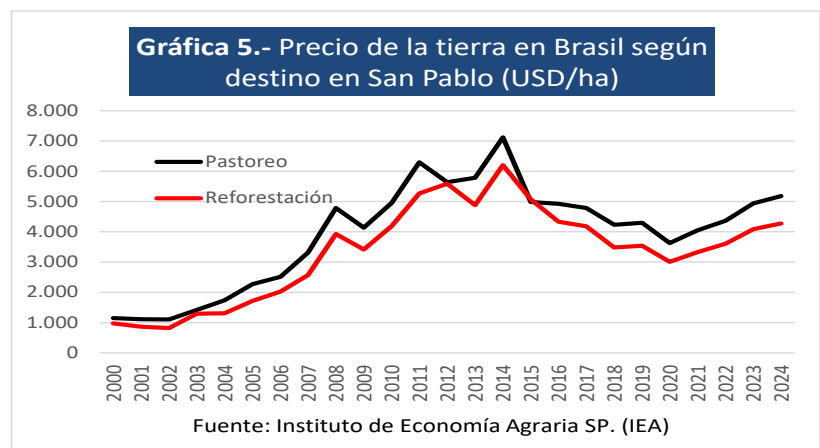
El último informe del USDA¹⁴ que reporta precios de 2025, da cuenta de un incremento de un 4,3% para el promedio de las tierras, respecto del año anterior. Por su parte, las tierras de uso agrícola aumentaron un 4,7% mientras que las de uso ganadero un 4,9%.

¹⁴. USDA Land Prices, Agosto 2025



El comportamiento del precio de la tierra en Brasil, está por lo general afectado por el tipo de cambio, en la medida que en ese país la cotización del recurso se realiza en su moneda (reales). Por ello, las fluctuaciones pueden ser amplificadas o reducidas por este efecto. El precio en dólares muestra un crecimiento sostenido hasta el año 2014 para luego comenzar a caer hasta 2020, en un comportamiento similar al ocurrido en Uruguay. A partir de 2020 comienza a recuperarse en forma importante (12% en 2021, 8% en 2022 y 13% en 2023), pero aún se mantiene muy por debajo de los valores máximos. En reales, el precio de la tierra muestra un continuo crecimiento en los últimos 25 años; a modo de ejemplo, en los últimos 5 años (2019 a 2024) el precio de la tierra en la moneda local aumentó en un 45 %.

En 2024, el Instituto de Economía Agraria de San Pablo reporta un incremento del precio de la tierra de un 9% en reales. No obstante cabe recordar que en los últimos meses de 2024 la moneda brasileña mostró una fuerte devaluación frente al dólar, motivo por el cual el valor al finalizar el año muy probablemente estuviera por debajo del año anterior (2023) en dólares. En el grafico 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).



La historia económica reciente de Argentina ha hecho imposible disponer de una serie de precios actualizada y confiable de la tierra. La alta volatilidad de las políticas, las elevadas detracciones a las producciones agrícolas, los

desajustes macroeconómicos y las restricciones al manejo de las divisas, generaron distorsiones en los valores que nada tienen que ver con la tendencia que deberían tener los precios de los campos. Los cambios que se están realizando en la política económica probablemente permitan en el mediano plazo retomar series confiables.

Sobre la base de algunos trabajos técnicos a los cuales CARE tuvo acceso, en un período de 55 años (1956 a 2011) el precio de la tierra agrícola (de muy buena calidad) en Argentina, aumentó a un ritmo promedio de 3,5% acumulativo anual en términos reales. Tras un pico máximo de precios en 2012, los precios de la tierra agrícola experimentaron una caída hasta el periodo 2021/2022, con una pequeña recuperación en los últimos tres años (Fuente Cámara Argentina de Inmobiliarias Rurales), y actualmente estaría ubicado en valores muy similares a los de 2012.

Según información del periódico La Nación (julio 2025), tomando como referencia los precios promedio de los campos agrícolas de la zona núcleo (sur de Santa Fe y norte de Buenos Aires), caracterizados por una alta productividad, disponibilidad de infraestructura y rotación de cultivos, en 2012 alcanzaron un pico de 17.500 dólares la hectárea, luego bajaron en 2021/22 a unos 14-15 mil dólares, y hoy estarían valiendo aproximadamente 17.000 dólares la hectárea.

La Cámara Argentina de Inmobiliarias Rurales (CAIR), institución que analiza la evolución de ese mercado, informa que la actividad del mercado (no refiere a precios sino a transacciones) se ha venido recuperando en forma sostenida desde el 2024, como resultado directo del cambio de administración. El índice de actividad que estima la Cámara¹⁵, se ubicaba en diciembre de 2025 en 45,5 frente a los 21,5 puntos en que había cerrado en diciembre de 2023.

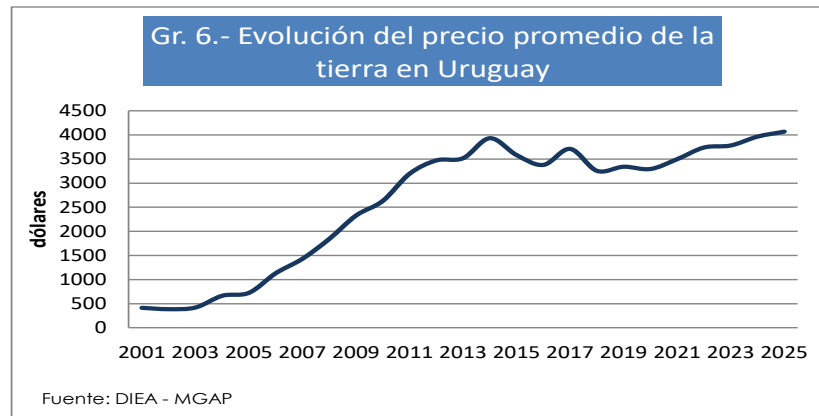
El mercado de campos en Argentina mantiene su atractivo, respaldado por la firmeza en la demanda, la diversificación de intereses y un entorno macroeconómico que, si se consolida, podría fortalecer aún más la ponderación de los activos rurales. La clave parece estar en garantizar la previsibilidad jurídica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

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

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

¹⁵ El "Índice de actividad del mercado inmobiliario rural" (InCAIR) es un índice mensual que refleja la "actividad" del mercado. Se toma como base de referencia máxima 100 puntos, correspondientes al pico de máxima actividad histórica. No refleja precios/valores, solo actividad de mercado. Se comenzó a medir a partir del mes de noviembre del 2013.

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



Existen otras fuentes de información realizadas por consultoras y operadores del mercado¹⁶, 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 relativamente importante de ingreso final del fideicomiso (20%) por lo que lo que finalmente ocurra con su comportamiento tendrá una contribución sustancial con el retorno final de la inversión. La última actualización del modelo financiero, en el escenario que considera la calificadoradora, supone una valorización acumulativa anual de un 3% desde 2025 y hasta 2031, 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.

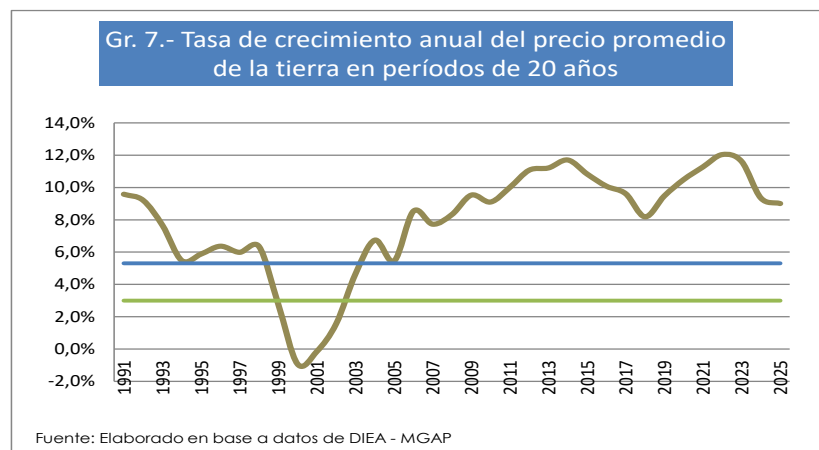
¹⁶ SERAGRO, Agroclaro, Consur y operadores privados

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

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

Si el mismo análisis se realiza para períodos de 30 años la tasa de crecimiento anual cae levemente (7,3%), y el mínimo crecimiento anual es de 5% y en ningún período estaría por debajo del valor considerado.

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



CARE entiende que si bien cabe esperar para el mediano y largo plazo aumentos sostenidos en los precios de la tierra, éstos no serían de similar magnitud que el pasado. Muy probablemente los aumentos de precios compensarán la inflación de largo plazo de Estados Unidos¹⁷, más un pequeño componente por incremento de la productividad de la tierra, de esta forma se deberían ubicar entre el 3 y el 4% anual. Esto no implica que puedan existir períodos de mayores o menores tasas anuales de crecimiento.

2. Las políticas públicas, el riesgo político

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

La Política Forestal Nacional se fundamenta en la Ley Forestal Nº15.939 (28/12/87) y sus decretos reglamentarios. También está fuertemente regulada a través de la Ley de Evaluación de Impacto Ambiental (No 16.466), la Ley de Ordenamiento Territorial y Desarrollo Sostenible (No 18.306) y la Ley de Protección de Medio Ambiente (No 17.283), sus modificativas y sus decretos reglamentarios. En general las sucesivas modificaciones en las normas le han

¹⁷ 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.

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

El 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+. uy¹⁸ de la escala de nuestra metodología. La inclusión del signo + indica que la calificación se acerca más a la categoría superior Se trata de una calificación de grado inversor.

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrián Tamber

¹⁸. **BBB+.uy** Se trata de instrumentos que presentan un riesgo medio bajo para la inversión, ya que evidencian un desempeño aceptable y suficiente capacidad de pago en los términos pactados. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, y las características del entorno, dan en conjunto moderada satisfacción a los análisis practicados, sin perjuicio de alguna debilidad en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo. Podría incrementarse el riesgo del instrumento ante eventuales cambios previsibles en los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, o en la economía en su conjunto. La probabilidad de cambios desfavorables previsibles en el entorno es de baja a media baja, y compatible con la capacidad de la administradora de manejarlos aunque incrementando el riesgo algo más que en las categorías anteriores. **El signo de + indica que la calificación se acerca más a la categoría superior de acuerdo al puntaje. Grado de inversión mínimo.**