

# CARE

CALIFICADORA DE RIESGO

---

**ACTUALIZACIÓN DE  
CALIFICACION DE RIESGO DE  
TITULOS MIXTOS DEL DOMINIO  
FIDUCIARIO DEL  
“FIDEICOMISO FINANCIERO  
TIERRAS DEL LITORAL”**

*Montevideo, abril de 2024*

---

4	RESUMEN GENERAL
8	I INTRODUCCIÓN
15	II EL FIDEICOMISO Y LOS TITULOS MIXTOS
17	III LA ADMINISTRACION
22	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
27	V EL ENTORNO
39	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

---

**Actualización de la Calificación de Oferta Pública.  
12 - abril - 2024**

<b>Denominación:</b>	Fideicomiso Financiero Tierras del Litoral
<b>Fiduciario:</b>	Winterbotham Fiduciaria S.A. Administradora de fondos de inversión.
<b>Operador/aparcero:</b>	Agropecuaria del Litoral S.A.
<b>Agente de Registro y Pago:</b>	Winterbotham Fiduciaria S.A. Administradora de fondos de inversión.
<b>Entidad Representante:</b>	BEVSA
<b>Títulos emitidos:</b>	Títulos Mixtos escriturales de Oferta Pública.
<b>Moneda:</b>	Dólares americanos
<b>Importe de la emisión:</b>	USD 50.000.000 (cincuenta millones de dólares).
<b>Plazo:</b>	15 años con opción a tres años más.
<b>Fecha de suscripción de valores:</b>	3 y 4 de setiembre de 2018.
<b>Activos del Fideicomiso:</b>	Inmuebles rurales, infraestructura de riego, arrendamientos, entre otros.
<b>Estructura:</b>	Guyer & Regules (asesor legal) y Nobilis (agente organizador)
<b>Calificadora de Riesgo:</b>	CARE Calificadora de Riesgo
<b>Comité Calificación:</b>	Martín Durán, Julio Preve y Adrián Tambler.
<b>Calificación de Riesgo:</b>	BBB.uy
<b>Vigencia:</b>	hasta 30 de noviembre de 2024.
<b>Manual Utilizado:</b>	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros

## Resumen General

***CARE ha actualizado la calificación de los títulos mixtos en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero Tierras del Litoral, manteniendo la calificación BBB.uy de grado inversor.***

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

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico ofrece las garantías necesarias, tal cual surge del informe jurídico que se anexó a la calificación original ([www.care.com.uy](http://www.care.com.uy)).
- Un diseño de gobierno corporativo que minimiza el riesgo a los inversionistas y que hasta la confección del presente informe ha funcionado en forma adecuada, disponiendo de informes del fiduciario, del operador y del comité de vigilancia.
- La capacidad de gestión del operador, Agropecuaria del Litoral, resulta crucial para el desarrollo del proyecto y por tal motivo pondera de modo significativo en la calificación. En este sentido, los avances logrados desde el inicio vienen demostrando capacidad de llevar adelante el proyecto, lo que se observa en los informes de gestión, que son confirmados por el Comité de Vigilancia. Se destaca que la misma empresa lleva adelante un segundo emprendimiento de idénticas características, que se viene desarrollando sin contratiempos hasta el momento y que también es calificado por CARE con nota de grado inversor.
- Un negocio que desde el punto de vista económico financiero para el inversor, soporta los stresses ajenos al negocio a los que razonablemente la emisora y la calificadora han sometido el proyecto en la calificación original. La última proyección financiera presentada por el operador (setiembre 2022) estimó una TIR del 8,8% con precios históricos para los granos. CARE sensibilizó el flujo suponiendo una situación menos favorable estimando una TIR del 7,4%.
- Un proyecto que desde el punto de vista físico y económico supera en el mismo sentido que en el punto anterior, diversas pruebas; y que al mismo tiempo se destaca por el nivel de cobertura de múltiples variables consideradas. Por otra parte el operador se compromete a asegurar un ingreso mínimo, lo que supone un mayor compromiso con el proyecto. Asimismo, los títulos mixtos emitidos, establecen que el 25% de la emisión es deuda al 6% de interés y el restante 75% es participación en el proyecto.
- Se compraron 6 establecimientos por un total de 5.758 hectáreas de campos agrícolas del litoral, que responden a 5 unidades productivas ya que dos de ellos son linderos compartiendo represa y equipos de riego. El precio promedio de compra fue de 6.250 USD/ha más gastos de adquisición, un 11% por debajo de lo proyectado en el prospecto y un 13,7% inferior a las tasaciones de adquisición. Ya se ha completado la compra de campos, aunque se continúa trabajando en el cierre de operaciones ya acordadas para la adquisición de fracciones linderas para ampliar los represamientos. Con la superficie adquirida se dispone de unas 3.000 hectáreas regables, superficie que representa el 75% del área agrícola potencial.

- Prácticamente se ha finalizado con la realización de las inversiones en riego, quedando pendientes de ejecución algunas partidas menores, pero cuyos tiempos no dependen del Fideicomiso (ej. la inversión en el refuerzo de una línea eléctrica). Los proyectos de riego a nivel consolidado estuvieron en línea con los estimados en los presupuestos definitivos de cada uno de los campos. La inversión total en riego, incluyendo represas y equipos, las inversiones adicionales, gastos de ingeniería y otros, determinó un costo total de 3.137 USD/ha regada, frente a un proyectado inicial de 3.061 USD/ha. Esto implicó una inversión total del de 9,34 millones de dólares, frente a un proyectado de 9,11 millones, un 2,6% más.
- Adicionalmente se realizaron mejoras en los campos (alambrados, caminos, reparación de edificios, etc.) hasta ahora por unos 1,68 millones de dólares, que al finalizar totalizarán 2,13 millones de dólares, un 11,7% por encima de lo presupuestado.
- Se destaca la alineación de incentivos entre el fideicomiso y el operador ya que este último se comprometió a adquirir títulos por hasta un 5% del monto de la emisión con un total de 2,5 millones de dólares. Asimismo, el operador se obliga a abonar al Fideicomiso por la totalidad de las hectáreas bajo explotación agrícola un monto mínimo anual equivalente a 600 kg. de soja por hectárea y por año, asegurando de esta forma un ingreso mínimo y reduciendo riesgos para los inversores. Por otra parte la forma en que está diseñado el proyecto, en donde el operador desde el inicio firmó contratos de aparcería, asegura la inexistencia de vacancia en los campos del fideicomiso, reduciendo el riesgo del negocio.
- El resultado final de la campaña 22/23<sup>1</sup> para el fideicomiso, mostró un ingreso bruto de 2.36 millones de dólares lo que significó un ingreso neto (descontado gastos de comercialización y del fideicomiso) de 1,83 millones, en línea con el presupuesto inicial (1,81 millones). Esto fue posible a pesar de haberse desarrollado -particularmente los cultivos de verano- dentro del contexto de la peor sequía de los últimos 70 años. El impacto de la sequía sobre los rendimientos de los cultivos de soja, incluso sobre los que fueron regados, fue compensado por los cultivos de invierno y el maíz.
- Para la zafra 23/24, se proyecta un escenario conservador con un ingreso bruto de 2,1 millones de dólares y un ingreso neto (descontado gastos de comercialización y del fideicomiso) de 1,5 millones, un 14% por debajo del presupuesto inicial. Este menor ingreso es producto principalmente de la significativa baja que han sufrido los precios de los commodities que no pudo ser compensada totalmente por ventas anticipadas (forward).
- La cosecha de los cultivos de invierno culminó con buenos rendimientos, por encima de lo presupuestado, en los cereales de invierno, pero las lluvias afectaron los rendimientos obtenidos en la colza y en algunos de los semilleros (raigrás y trébol persa). La buena performance de algunos cultivos y las dificultades en otros no lograron compensar la importante merma en los precios.

<sup>1</sup>. Esto refiere a los resultados del ejercicio agrícola que culminó en junio de 2023, por lo que no coincide con el ejercicio contable que culmina en diciembre.

- En relación a los cultivos de verano, en promedio se esperan rendimientos en línea con lo presupuestado aunque no todos los cultivos se encuentran en la misma condición. El maíz, tanto los de primera como los de segunda contaron con buenas precipitaciones durante su ciclo y se pudieron regar en buena forma, por lo que se esperan rendimientos consolidados en línea con el presupuesto. En soja hay dos realidades diferentes: las de primera, que fue sembrada en noviembre, se encuentra en general bien implantada y con un desarrollo acorde, mientras que en la de segunda hay una proporción importante que por condiciones climáticas se sembró tarde y con una alta incidencia de resiembras, por lo que no lograrán mostrar su potencial. No obstante, el consolidado de producción de soja se proyecta en línea con el presupuesto.
- El 31 de mayo de 2023 se realizó una distribución de fondos por USD 1.366.921, compuesta de USD 750.000 por concepto de Intereses por Títulos Mixtos y USD 621.921 en concepto de fondos netos anuales distribuibles correspondientes al año 2022. En el acumulado, ya se han realizado distribuciones por unos 3,23 millones de dólares, incluyendo intereses por los títulos y fondos distribuibles, cifra que es levemente mayor a lo previsto en el prospecto original
- Se presenta una nueva tasación de los campos del Fideicomiso a diciembre de 2023, realizada por la misma empresa que el año anterior. Se tasa por un lado la tierra y en ese caso los valores responden a la situación de explotaciones con agricultura de secano, aunque la rotación considerada es la que se realiza actualmente con riego. Por otro lado se tasan las mejoras, incluyendo las de riego, terrazas, etc. El monto asignado a la tierra asciende a 51,13 millones de dólares una cifra un 3,8% más alta que el año anterior, mientras que las mejoras están tasadas en 11,50 millones de dólares, un 5,8% más que en 2022 (explicado en gran medida por mayores inversiones en uno de los campos). El valor de estos activos que se considera en los estados contables se presenta en la Sección III.
- Luego del pico de precios de cereales y oleaginosos que ocurrió durante los primeros meses de la guerra entre Rusia y Ucrania, los valores han retornado a los niveles previos al inicio de esa crisis, incluso estarían levemente por debajo. La mayor parte de los productos agrícolas ha mostrado caídas de cierta magnitud en los últimos meses, como consecuencia de que se esperan importantes cosechas en el cono sur, especialmente si se las compara con los resultados de la cosecha de 2022/23 que estuvo fuertemente afectada por la sequía. Para el mediano y largo plazo, se estima que los precios deberían retomar su tendencia histórica de crecimiento moderado, seguramente positivo en términos nominales, pero por debajo de la inflación del dólar. Estas proyecciones de los precios a largo plazo están sujetas a incertidumbre, y no eliminan la realidad de las alzas a corto plazo y la volatilidad de los precios.

- El mercado de tierra agrícola 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 la posibilidad 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 en la década 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 tres años de aumentos: 6,2% en 2021, 6,9% en 2022 y 5% para el primer semestre de 2023, lo que lleva los valores medios a niveles muy cercanos al récord de 2014. Estos incrementos se dan con un aumento en el número de operaciones, lo que le da mayor fortaleza, y en parte se explica en un principio por la mejora en los precios de algunos productos, y por la alta inflación internacional, la baja del dólar en el país y la ausencia de aumentos desde 2015.
- En cuanto a las políticas públicas sectoriales, no se perciben riesgos en este sentido.

## I. INTRODUCCIÓN

### 1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para actualizar la calificación de los títulos mixtos del fideicomiso financiero nominado "Fideicomiso Financiero Tierras del Litoral".

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 conferida no representa no obstante, una recomendación de compra 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 agrícola con infraestructura de riego, que su administración está mandatada a realizar. Admitido el rango de TIR.s derivado de múltiples simulaciones razonables para el proyecto en la primer 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 fija, salvo en el 25% de la emisión. 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 del 3 de abril de 1998. Califica conforme a su metodología oportunamente aprobada por dicha autoridad, seleccionando los profesionales necesarios para integrar en cada caso el comité de calificación, el que juzga en función de sus manuales. Estos, su código de ética, registros y antecedentes se encuentran disponibles en el sitio web: [www.care.com.uy](http://www.care.com.uy) así como en el del regulador: [www.bcu.gub.uy](http://www.bcu.gub.uy). El comité de calificación estuvo integrado en este caso por Julio Preve, Adrián Tambler y Martín Durán Martínez. Asimismo, en oportunidad de la calificación original, CARE contrató los servicios del Dr. Leandro Rama para la realización del informe de contingencias jurídicas de la emisión.

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

## 2. Antecedentes generales y hechos salientes del período

### 2.1. Antecedentes generales

El objeto principal del “Fideicomiso Financiero Tierras del Litoral” fue la emisión de los valores de oferta pública a los efectos de obtener los recursos necesarios para la estructuración de una opción de inversión a largo plazo, respaldada por el retorno de operaciones inmobiliarias, sin perjuicio de distribución de utilidades cada año producidas por el ingreso de aparcería.

El plan de negocios consistió en la adquisición de inmuebles rurales con determinadas características, realizarles intervenciones en infraestructura de riego, y darlos en aparcería para su explotación. El operador/aparcero es Agropecuaria del Litoral S.A, quien por cuenta del Fideicomiso realizó importantes inversiones en infraestructura de riego para aumentar la productividad de la explotación en aparcería.

Se emitieron Títulos Mixtos escriturales de Oferta Pública, con un valor nominal total de USD 50.000.000 (dólares estadounidenses cincuenta millones). Estos títulos tienen un componente deuda (25%) a amortizarse al final con un interés del 6% efectivo anual, pagadero anualmente sujeto a disponibilidad, y un componente participación (75%) que recibirá en forma anual los fondos netos anuales distribuibles (si existen) en cada fecha de pago anual, y al momento de extinción del Fideicomiso, los fondos netos remanentes en la fecha de pago final.

Se trata de una estructura financiera de inversión a largo plazo, respaldada por un activo tangible que aumenta de valor, y un flujo de ingresos en base a un contrato de aparcería desarrollado mediante un plan de explotación, llevado a cabo por el agente/aparcero. El plazo de la inversión es de 15 años, pudiendo extenderse tres años.

#### Las principales características del proyecto son:

- En el prospecto se plantea un conjunto de exigencias mínimas de desempeño que permiten evaluar la marcha del proyecto, ya que son considerados como obligaciones de resultado. Estas refieren al plazo de adquisición de inmuebles (3 años), porcentaje de área agrícola (al menos 55%), calidad de suelo y potencial de riego (al menos el 40% del área agrícola). Se ha cumplido a satisfacción con todas las exigencias mínimas.
- Administración a cargo de Agropecuaria del Litoral, una empresa con probada habilidad, en la administración de inmuebles destinados a la actividad agrícola, con especialidad en riego.
- Respecto del ingreso bruto total estimado, un 68% correspondería aproximadamente a la venta de la tierra al final del proyecto, y un 32% a los ingresos por aparcería.
- El Fideicomiso obtuvo la autorización de adquisición de inmuebles rurales por parte del Poder Ejecutivo el 17 de diciembre de 2018 en un tiempo más reducido que el esperable para este tipo de trámites.

- El fideicomiso cuenta con 5 unidades productivas con una superficie total de 5.758 ha de campos agrícolas del litoral, adquiridos a un promedio de 6.250 USD/ha más gastos de adquisición. Este precio de compra fue un 11% menor al proyectado (7.035 USD/ha), y un 13,7% inferior a las tasaciones de adquisición.

**Cuadro 1: Característica de los predios adquiridos por el Fideicomiso**

Unidad Productiva	Área total (has)	Coneat promedio	Porcentaje agrícola regado	Superficie bajo riego	Valor de compra (U\$S/ha)	Proyecto riego (USD/ha efectiva)
Campo 1	728	159	72%	339	6.627	3.544
Campo 2	1.789	142	60%	846	5.637	2.909
Campo 3	899	163	74%	528	6.000	3.331
Campo 4	924	180	79%	430	6.303	2.798
Campo 5 y 6 (*)	1.419	221	78%	836	6.952	3.254
<b>Total</b>	<b>5.758</b>	<b>166</b>	<b>75%</b>	<b>2.979</b>	<b>6.250</b>	<b>3.137</b>

Fuente: El Operador, Comité de Vigilancia y el Fiduciario

(\*) Son dos campos linderos que fueron adquiridos en momentos diferentes pero que comparten el sistema de riego

Care dispone del detalle de cada establecimiento

- Agropecuaria del Litoral ha logrado ya diversas certificaciones y se mantiene en proceso de avanzar en ese sentido.
  - Se cuenta con las certificaciones de Normas ISO 9.001 (Sistema de Gestión de la Calidad) e ISO 14.001 (Sistema de Gestión Medioambiental).
  - Se trabaja en la implementación del Sistema de Gestión de Huella de Carbono y Gases de Efecto Invernadero a través de la norma ISO 14064-1.
  - En 2023 se obtuvo la certificación de producción de Soja Responsable a través de la normativa establecida por la RTRS (Round Table Responsible Soy).
- En octubre de 2021, se firmó la compraventa con uno de los vecinos de uno de los predios para la adquisición de 24,68 ha y con fecha 30/12/2021 se firmó el acuerdo con otro vecino lindero, donde se acordó permutar 14,7 hectáreas lo que permitió avanzar con el proyecto de riego en el predio de San Miguel.

## 2.2.- Hechos salientes del período

- En el segundo semestre del 2023 se da por cerrado el período de inversión en proyectos de riego:
  - Sin considerar las inversiones adicionales realizadas, la inversión final en riego estuvo en línea con el presupuesto que surgió de los proyectos ejecutivos definitivos (USD 2.850/ha efectiva vs USD 2.846/ha).
  - Considerando las inversiones adicionales realizadas (generador de 310 KVA, baden del retiro, fertirriego, piletas de contención por norma ambiental, etc.) y adicionando los costos de ingeniería, seguimiento, estudios técnicos, etc. el comparativo es de USD 3.137/ha vs USD 3.061 USD/ha. Un 2,6% por encima del presupuesto.

- o La exoneración proyectada por COMAP es de casi la totalidad de la inversión en riego ( USD 2.648/ha vs. USD 1.662/ha presupuestados) por lo que la inversión en riego neta de exoneración terminará siendo de USD 488/ha vs. USD 1.399/ha proyectados.
- La inversión total en mejoras (alambrados, tapado de zanjas, caminos, desagües, reparación edificios, terrazas, etc.) realizadas al segundo semestre de 2023 USD 1.9 millones y se proyecta una inversión adicional de USD 0,45 millones para finalizar las mejoras proyectadas totalizando USD 2.39 millones, un 10,3% más que lo presupuestado originalmente. La principal razón del desvío tiene que ver con un escenario de inflación de costos medidos en dólares.
- El 6 de Julio de 2023 se aprobó uno de los dos proyectos de COMAP (presentado en abril de 2020) por un monto total de USD 1.9 millones. Importa destacar, que la inversión se presentó en dos proyectos para poder aprovechar al máximo los beneficios transitorios que otorgó la COMAP durante la pandemia logrando por lo tanto una exoneración muy superior a la proyectada. El segundo proyecto es por un monto de 8,1 millones de dólares, fue presentado en mayo de 2021 y está en trámite para su aprobación.
- La inversión total alcanzó a los 49,32 millones de dólares, sin considerar el IVA pagado en los proyectos de inversión que será recuperado y fue financiado por el flujo del negocio. En el siguiente cuadro se muestra la inversión real comparada con lo establecido en el prospecto en el que puede observarse un adecuado cumplimiento del proyecto. La inversión en riego fue mayor a la prevista, pero también es muy superior el número de hectáreas regadas.

**Cuadro 2: Inversión Total en dólares. Real versus Prospecto**

Concepto	Prospecto	Real	Real/ Prospecto
Total de Inversión en tierras	44.024.824	39.474.816	-10,3%
Costos Iniciales del Fideicomiso	250.100	277.281	10,9%
Total de Inversión en riego	5.333.750	9.342.578	75,2%
Varios e imprevistos	391.326	230.238	-41,2%
Inversión total	50.000.000	49.324.913	-1,4%
<b>Hectáreas totales</b>	<b>6.042</b>	<b>5.784</b>	<b>-4,3%</b>
<b>Inversión total en tierra/ha</b>	<b>7.286</b>	<b>6.825</b>	<b>-6,3%</b>
Hectáreas Totales de riego	2.134	2.978	39,6%
Inversión en proyectos de Riego/ha	2.500	2.850	14,0%
Inversiones adicionales riego/ha		78	
Estudios seguimientos, autorizaciones		208	

Fuente: El Operador

- La campaña agrícola 22/23 culminó con un ingreso neto (descontados los costos comerciales y los del fideicomiso) de USD 1,83 millones, en línea con lo presupuestado originalmente (1,81 MM). El fuerte impacto de la sequía sobre los rendimientos en los cultivos de soja fue compensado por los mayores ingresos en los cultivos de invierno y el maíz, que tuvieron ingresos netos muy por encima de lo presupuestado.

**Cuadro 3: Producción e ingresos netos definitivos para el fideicomiso (campaña 22/23)**

Concepto	Hás plantadas	Rend. Kg/ha del Operador	Rend. Kg/ha promedio DIEA	Toneladas para el FFTDL	Ing. neto (USD) FFTDL
Soja seco	1.823	1.488	628	733	343.430
Soja riego	1.287	2.209	1.198	768	368.440
Maiz riego	769	9.551	7.091	1.984	660.401
Trigo	308	5.860	4.251	361	73.344
Cebada	875	5.411	4.252	946	251.792
Colza	1.475	1.822	1.687	537	295.133
Raigras	49	1.485		15	20.603
Ganadería	1.124				109.022
<b>TOTAL</b>					<b>2.122.165</b>
<b>Costos del Fideicomiso</b>					<b>(292.082)</b>
<b>EBITDA</b>					<b>1.830.083</b>

Fuente: El Operador

- En los cultivos de invierno la producción estuvo muy por encima de lo proyectado, logrando rendimientos muy altos y un ingreso neto del total del invierno un 32% superior a lo presupuestado. En verano el ingreso neto consolidado estuvo apenas un 7% por debajo del presupuesto, ya que si bien los ingresos de la soja estuvieron un 27% por debajo de lo esperado los del maíz estuvieron un 34% por encima, explicado en gran medida por los elevados precios internos de venta y a que la producción apenas cayó un 8% producto de la sequía.
- Para la campaña 23/24, se proyecta para el fideicomiso un ingreso neto USD 1.5 millones. 14% por debajo del presupuesto inicial (-239 mil dólares), producto principalmente de la significativa baja que han sufrido los precios de los commodities la cual fue parcialmente compensada por ventas forward realizadas. En el siguiente cuadro se presenta una proyección.

**Cuadro 4: Producción e ingresos netos proyectados para el fideicomiso (campaña 23/24)**

Concepto	Hás plantadas	Rend. Kg/ha	Toneladas para el FFTDL	Ing. neto (USD) FFTDL
Soja seco	1.151	2.472	768	289.785
Soja riego	1.216	3.597	1.117	447.121
Maiz riego	1.459	10.162	4.004	684.959
Trigo	104	5.628	117	25.524
Cebada	485	4.452	432	77.300
Cebada forrajera	203	4.103	167	25.910
Colza	688	1.356	200	68.469
Trebol Persa	127	89	2	3.703
Avena	44	1.881	16	5.659
Raigras	319	814	52	56.959
Raigras perenne	52	690	7	13.012
Festuca	190	368	14	32.198
Ganadería	985			76.667
<b>TOTAL</b>				<b>1.807.266</b>
<b>Costos del Fideicomiso</b>				<b>(308.799)</b>
<b>EBITDA</b>				<b>1.498.467</b>

Fuente: El Operador

- Como se puede observar para este ejercicio se incluyeron diferentes especies y ciclos (trigo para semilla, trigo pan, cebada, cebada forrajera, trébol persa, colza invernal, colza primaveral, y raigrás). Esta diversificación de cultivos de invierno es importante, y buscaba reducir uno de los principales riesgos climáticos de una zafra que se proyectaba lluviosa para la primavera.
- La cosecha de cultivos de invierno culminó con rendimientos por encima de lo presupuestado para los cereales de invierno (trigo +52, cebada +19%, y cebada forrajera +7%), mientras que la colza culminó con un rendimiento por debajo del presupuesto después de un año con muchos problemas durante todo el ciclo (-21%). Los semilleros de raigrás y trébol persa sufrieron el impacto de las lluvias y terminaron por debajo del presupuesto. La buena performance de algunos cultivos y las dificultades en otros no lograron compensar la importante merma en los precios que redundan en ingresos netos proyectados en el ciclo invernal por debajo del presupuesto (-19%).
- Para el verano se verifica un aumento de la superficie bajo riego respecto del año anterior alcanzando las 2.675 ha de cultivos regados sobre un total de 3.826. Este aumento se explica por la inclusión del área de San Miguel.
- Los cultivos de maíz, tanto los de primera como los de segunda, fueron sembrados en la fecha objetivo, recibieron buenas lluvias y se pudieron regar en buena forma por lo que cabe esperar rendimientos consolidados en línea con el presupuesto. En soja hay dos realidades diferentes: las de primera se encuentran en general bien implantadas y con un desarrollo acorde, mientras que en las de segunda existe una proporción importante que por condiciones climáticas terminó siendo sembrada relativamente tarde y con una alta incidencia de resiembras, las que están más atrasadas que lo habitual y con un desarrollo menor al óptimo. No obstante, el consolidado de producción de soja se proyecta también en línea con el presupuesto.
- Se continúa trabajando en el cierre de operaciones ya acordadas para la adquisición de fracciones de linderos a los proyectos de represamiento.
- El 31 de mayo de 2023 se realizó una distribución de fondos por USD 1.366.921, de los cuales USD 750.000 fueron intereses por los títulos mixtos correspondientes al período junio 2022 a mayo 2023 y USD 621.921 por concepto de fondos netos anuales distribuibles correspondientes al año 2022. En el acumulado se llevan distribuidos USD 3.225.125, cifra levemente superior a lo proyectado en el prospecto (750.000 mil dólares más).
- Se presentó a diciembre de 2023 una nueva tasación de los campos y mejoras del fideicomiso, la que fue realizada por la misma empresa que el año anterior (CONSUR). El valor estimado para la tierra fue de 51,13 millones de dólares una cifra un 3,8% más alta que el año anterior. Las mejoras en riego y las terrazas fueron valoradas en 11,5 millones de dólares, un mostrando en este caso un incremento del 5,6% en comparación con el año anterior. El valor contable de estos activos se presenta en la sección III.

### 3. Información analizada

La información analizada, fue la siguiente:

- Informes trimestrales del operador, el último al cuarto trimestre de 2023.
- Informes de Comité de Vigilancia el último al 28 de febrero de 2024.
- Informes trimestrales del Fiduciario, el último al cuarto trimestre de 2023.
- Estados Contables de Agropecuaria del Litoral al 30 de junio de 2023.
- Estados Contables del Fiduciario al 31/12/2023.
- Estados Contables del Fideicomiso al 31/12/2023.
- Tasaciones de la tierra y mejoras a diciembre de 2023. Realizadas por CONSUR.

### II. EL FIDEICOMISO Y LOS TÍTULOS MIXTOS

Se ofrecieron en oferta pública títulos mixtos del Fideicomiso Financiero Tierras del Litoral, creado por contrato correspondiente de fideicomiso financiero. Este contrato, los títulos y los demás contratos citados se analizan en la presente sección.

#### 1. Descripción general

<b>Denominación:</b>	Fideicomiso Financiero Tierras del Litoral
<b>Fiduciario:</b>	Winterbotham Fiduciaria S.A. Administradora de fondos de inversión.
<b>Operador/ Aparcero:</b>	Agropecuaria del Litoral S.A.
<b>Agente de Registro y Pago:</b>	Winterbotham Fiduciaria S.A. Administradora de Fondos de Inversión.
<b>Entidad Representante:</b>	Bolsa Electrónica de Valores SA
<b>Cotización bursátil:</b>	BVM y BEVSA
<b>Organizador:</b>	Nobilis y Estudio Jurídico Guyer & Regules
<b>Títulos a emitirse:</b>	Títulos Mixtos
<b>Activos del Fideicomiso:</b>	Inmuebles rurales, infraestructura de riego, contratos de aparcería, entre otros.
<b>Moneda:</b>	Dólares Americanos
<b>Importe de la Emisión:</b>	USD 50.000.000 que fueron suscriptos entre el 3 y el 4 de setiembre de 2018
<b>Plazo:</b>	15 años
<b>Distribuciones:</b>	Anuales, según prospecto
<b>Calificadora de Riesgo:</b>	CARE calificadora de Riesgo
<b>Calificación de Riesgo:</b>	BBB.uy

## 2. El análisis jurídico

El análisis jurídico se agregó en el Anexo I de la calificación original (Informe de Contingencias Jurídicas, véase [www.Care.com.uy](http://www.Care.com.uy)). El mismo procura descartar cualquier eventualidad de conflictos derivados por ejemplo de la construcción jurídica, los contratos respectivos, el cumplimiento con normas vigentes, etc.

Concluye: *"En síntesis y contemplando todos los aspectos involucrados, el negocio fiduciario proyectado cuenta con un razonable grado de cobertura, no advirtiendo riesgos jurídicos asociados al proceso de emisión."*

## 3. Riesgos considerados

**Riesgo jurídico de estructura.** Comprende el análisis de la eventualidad de incumplimientos en el pago a los beneficiarios, derivado de defectos en la estructura jurídica por no cumplir con alguna norma vigente, así como eventualmente por la aplicación de sentencias judiciales derivadas de demandas de eventuales perjudicados por la creación oportunamente descrita. Visto el informe antes mencionado y el transcurso del tiempo sin que hayan ocurrido conflictos, se concluye que *el riesgo jurídico de estructura se considera casi nulo.*

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

## III. LA ADMINISTRACIÓN

Las características de la emisión hacen necesario analizar dos empresas administradoras: Winterbotham Fiduciaria SA en su condición de emisora y fiduciaria del fideicomiso financiero, y Agropecuaria del Litoral SA en su condición de operador y fideicomitente. Se trata de evaluar la capacidad de gestionar, de administrar un patrimonio, para lograr el cumplimiento de las obligaciones de administración que se establecen en el contrato que constituye el fideicomiso. Integra este análisis el ajuste de la fiduciaria a las disposiciones nacionales jurídicas vigentes.

### 1. La Fiduciaria

Winterbotham Fiduciaria SA Administradora de Fondos de Inversión (Winterbotham) presta servicios fiduciarios desde su establecimiento en Uruguay a fines de 1990. Es una sociedad anónima uruguaya independiente de capitales privados, cuyo único accionista es The Winterbotham Trust Company (Uruguay) S.A. (WTCSA) y forma parte de The Winterbotham Trust Company Limited.

Winterbotham está autorizada por el Banco Central del Uruguay para desarrollar actividades como fiduciario financiero desde el 16 de febrero de 2005. Cuenta con personal propio y, además, cuenta con el apoyo del personal de la empresa controlante The Winterbotham Trust Company (Uruguay) S.A.

En esta oportunidad, la fiduciaria presenta EE.CC al 31/12/2023. De los mismos se extrae la información que se expone en los cuadros siguientes:

**Cuadro 5: Estado de Situación de Winterbotham (miles de \$)**

Concepto	31/12/2023	31/12/2022	31/12/2021
<b>Activo</b>	<b>96.814</b>	<b>88.392</b>	<b>88.052</b>
Activo Corriente	23.382	14.203	23.460
Activo no Corriente	73.431	74.188	64.591
<b>Pasivo</b>	<b>47.654</b>	<b>48.235</b>	<b>54.614</b>
Pasivo Corriente	4.189	3.598	4.559
Pasivo no Corriente	43.465	44.637	50.054
<b>Patrimonio</b>	<b>49.159</b>	<b>40.157</b>	<b>33.438</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>96.814</b>	<b>88.392</b>	<b>88.052</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>5,58</b>	<b>3,95</b>	<b>5,15</b>

Fuente: EE.CC Winterbotham

**Cuadro 6: Estado de Resultados de Winterbotham (miles de \$)**

Concepto	31/12/2023	31/12/2022	31/12/2021
Ingreso de actividades ordinarias	27.598	26.375	26.757
Gastos de Administración	(16.574)	(15.745)	(11.698)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>11.024</b>	<b>10.630</b>	<b>15.059</b>
Resultados de inversiones y financiamiento	1.170	(1.371)	1.669
<b>Resultados antes de Impuestos</b>	<b>12.193</b>	<b>9.259</b>	<b>16.727</b>
Impuesto a la Renta	(3.191)	(2.540)	(4.353)
<b>Resultado del Periodo</b>	<b>9.002</b>	<b>6.719</b>	<b>12.374</b>

Fuente: EE.CC Wintherbotham

Su activo principal (no corriente) lo constituyen sus depósitos en garantías en el BCU de acuerdo a la normativa vigente, por los fideicomisos que administra. Si bien no generan intereses, en buena medida se encuentran depositadas en UI.

La firma administra o ha administrado varios fideicomisos financieros (de oferta pública o privados) así como otros de garantía.

En definitiva, no se advierten riesgos en la administración de esta operación por parte de la fiduciaria.

## **2. Agropecuaria del Litoral SA (ADL)**

Se trata en este caso de la evaluación acerca de su capacidad de ejecutar el proyecto productivo. CARE ha formado su juicio a través de distintas fuentes; información proporcionada por la firma a través del Prospecto informativo, de sus EE.CC y a través de reuniones personales con los principales de la misma, así como en visitas de campo realizadas por el Comité de Calificación periódicamente.

ADL fue constituida con el nombre DEMILOR SA en 2002; posteriormente, por resolución de Asamblea Extraordinaria de 14 de diciembre de 2004 se modificó su nombre por el actual "AGROPECUARIA DEL LITORAL S.A". La sociedad está regida por la ley No. 16.060 de Sociedades Comerciales. Cuenta con un capital social de \$ 1.200.000 representado en títulos físicos nominativos en un 100 % a nombre de personas físicas.

Su actividad principal consiste en la explotación de inmuebles rurales de su propiedad (o de propiedad de empresas subsidiarias) y arrendados a terceros, para la actividad agrícola. La sociedad es propietaria del 100 % de las acciones de Cosechas del Litoral SA y Tenur Business SA.

La información que se tuvo en cuenta al momento de la calificación original básicamente se mantiene incambiada por lo que no corresponde reiterarla acá. En particular se consideraron los antecedentes relevantes en administración de campos con las mismas características y en aplicación de similar plan de negocio así como la idoneidad de los profesionales a cargo.

Adicionalmente, en junio de 2021, CARE calificó una operación totalmente análoga a esta (con nota de grado inversor) en que la misma firma cumple los mismos roles (aparcerero y arrendatario) aunque por un monto mayor (USD 100 millones). La misma fue inscrita por el BCU en el mes de agosto y en el mes de octubre del año 2021 realizó la colocación en bolsa de la totalidad ofrecida.

La ocasión fue propicia para una nueva y completa evaluación de la firma; la conclusión fue que ADL no mereció ninguna objeción en tanto responsable de ejecutar el plan de negocios propuesto en esa operación, conclusión que se mantiene para esta.

En consecuencia, su performance en la gestión de ambos fideicomisos, expresada por los resultados obtenidos y el cumplimiento de los respectivos planes de negocio, se constituye en el principal indicador a evaluar. Hasta ahora no merece objeciones.

No obstante, corresponde realizar el seguimiento del personal técnico más relevante. En tal sentido, ADL no ha informado de cambios en el periodo analizado respecto al personal clave de la empresa.

## **Situación económica y financiera**

La firma cierra ejercicio el 30 de junio de cada año siguiendo la lógica de los ejercicios agropecuarios. El último disponible fue al cierre del 30/06/2023 confirmando una sólida situación patrimonial.

Su situación patrimonial y financiera es relevante por cuanto en esta operación, ADL se compromete no solamente a adquirir hasta USD 2.5 millones en títulos (a lo largo del periodo de inversión, objetivo ya cumplido habiendo integrado algo más de esa cantidad) sino, a asegurar un ingreso mínimo al Fideicomiso independientemente de sus resultados operativos. A la luz de la situación económico financiera de la firma, nada indica que el cumplimiento de estos compromisos suponga una dificultad.

En definitiva, en tanto no ha ocurrido nada en el último periodo que haga cambiar la valoración de CARE acerca de la idoneidad de ADL para ejecutar esta operación, se mantiene el juicio positivo.

## **El Fideicomiso**

El contrato de fideicomiso se celebró el 8/11/2017 y fue modificado el 3/7/2018 y 23/7/2018. Con fecha 11/9/2018 se libra el primer documento de emisión en que se da cuenta que entre los días 3 y 4 de setiembre de ese año se llevó a cabo la oferta pública por suscripción de valores habiéndose recibido ofertas por USD 55.515.000, superior al máximo a emitir que sería de USD 50 millones; esta última cifra, en consecuencia fue la suscripta y como se ha dicho, se trata de Títulos Mixtos compuestos por 25 % de deuda que devengarán un interés anual de 6 % y el resto como Certificados de Participación. Los intereses se pagan anualmente o en ocasión de cada nueva integración sujeto a disponibilidad.

Desde el 15/6/2021 fecha en que se completó la totalidad de la emisión, el Fideicomiso cuenta con los USD 50 millones ofertados. Tal como se viene informando, 25 %, o sea USD 12.5 millones es componente deuda que devenga un 6 % de interés anual (USD 625 mil pertenecen a ADL de acuerdo al compromiso asumido); el saldo, o sea USD 37.5 millones son CP's.

A continuación se expone resumidamente el estado de situación del Fideicomiso al término del ejercicio 2023.

## Cuadro 7: Estado de Situación del Fideicomiso (miles USD)

Concepto	31/12/2023	31/12/2022	31/12/2021
<b>Activo</b>	<b>64.524</b>	<b>62.879</b>	<b>56.510</b>
Activo Corriente	1.887	2.731	3.645
Activo no Corriente	62.637	60.149	52.866
<b>Pasivo</b>	<b>13.422</b>	<b>14.597</b>	<b>16.848</b>
Pasivo Corriente	981	1.117	850
Pasivo no Corriente	12.441	13.480	15.997
<b>Patrimonio</b>	<b>51.102</b>	<b>48.283</b>	<b>39.663</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>64.524</b>	<b>62.879</b>	<b>56.510</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>1,92</b>	<b>2,44</b>	<b>4,29</b>

Fuente: EE.CC Fideicomiso Tierras del Litoral

De acuerdo al cuadro precedente, el patrimonio contable al 31/12/2023 era de USD 51.1 millones, superior al cierre de 2022. Se reitera que la emisión recibida fue de USD 50 millones pero 25 % corresponde a deuda (incluida en el Pasivo no Corriente) por lo que los CP's que integran el patrimonio ascienden a USD 37.5 millones, cifra inferior al patrimonio contable.

El valor razonable de las propiedades de inversión al cierre del año 2023 registrado en la contabilidad fue de USD 62.6 millones; esto incluye el resultado de la revaluación anual incrementando el valor de las mismas en USD 1.7 millones.

En el cuadro siguiente se muestra sintéticamente el estado de resultados a la misma fecha y su comparativo con periodos anteriores.

## Cuadro 8: Estado de Resultados del Fideicomiso (miles USD)

Concepto	31/12/2023	31/12/2022	31/12/2021
Ingreso de actividades ordinarias	1.822	2.879	1.451
Costos asociados a los arrendamientos	(232)	(240)	(112)
Cambio valor razonable de campos	1.702	4.473	1.746
<b>Resultado operativo bruto</b>	<b>3.293</b>	<b>7.111</b>	<b>3.086</b>
Gastos de administración	(288)	(288)	(247)
Otros ingresos/gastos	125	9	(62)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>3.129</b>	<b>6.832</b>	<b>2.776</b>
Resultados financieros	(738)	(748)	(711)
Resultados derivados posición monetaria	(39)	(413)	96
<b>Resultado antes de impuestos</b>	<b>2.351</b>	<b>5.672</b>	<b>2.161</b>
IRAE	1.085	2.948	(1.274)
<b>Resultado del periodo</b>	<b>3.436</b>	<b>8.620</b>	<b>887</b>
Ajuste por conversión			
<b>Resultado integral del periodo</b>	<b>3.436</b>	<b>8.620</b>	<b>887</b>

Fuente: EE.CC Fideicomiso Tierras del Litoral

Los resultados de las operaciones son comentados ampliamente en otra sección aunque no necesariamente se corresponden con el mismo periodo contable que acá se informa. En el cuadro precedente se informa comparativamente los resultados de los últimos ejercicios contables del Fideicomiso mientras que el análisis comparativo que se realiza en otra sección refiere al año agrícola. En este caso, los resultados del ejercicio son menores en relación al ejercicio anterior.

Una vez completada la emisión, lo que ocurrió promediando 2021, los intereses devengados por el componente deuda, son de USD 750 mil anuales que se vienen pagando normalmente por lo que el Fideicomiso está al día con sus obligaciones.

#### 4. Riesgos considerados:

**Riesgo jurídico**, por incumplimiento de alguna disposición por parte del fiduciario o del aparcero, agente o fideicomitente. El mismo se encuentra pormenorizadamente analizado y acotado en los contratos analizados. *Riesgo casi nulo.*

**Riesgo administración**, considerando la idoneidad para cumplir con la función de ADL SA y Winterbotham. En virtud de todos los análisis practicados; considerando su experiencia previa; considerando también su compromiso con el proyecto; teniendo presente el seguimiento que hará el Fiduciario de aspectos centrales para su desempeño así como el Comité de Vigilancia con amplias atribuciones y que, en última instancia se contempla la eventualidad de cambio de los administradores; se considera que el *riesgo de incumplimiento de la administradora con las responsabilidades del proyecto es muy 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 bajo.*

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

### 1. Bienes fideicomitidos y aspectos descriptivos del proyecto

El objeto principal del “Fideicomiso Financiero Tierras del Litoral” es obtener rentabilidad para los inversores a través de la valorización de los campos adquiridos así como de los ingresos logrados bajo la modalidad de aparcería en una explotación agropecuaria lograda en parte, bajo riego. El Fideicomiso fue constituido con el objeto de adquirir inmuebles rurales en las zonas de mejores tierras del país, con aptitud agrícola, en los cuales se incorpora valor a través de la instalación en los mismos de sistemas de riego, con cargo al patrimonio fiduciario. Las inversiones en riego determinan un aumento en la producción y con ello producen un incremento en el valor de la hectárea.

Las proyecciones económicas se presentan por un período igual a la duración del fideicomiso, o sea 15 años, sin considerar la posibilidad de extender el plazo por tres años más. Culminado el proceso de adquisiciones de campos, y ya culminados los proyectos de riego y las inversiones, el aparcerero ajustó el flujo financiero con información actualizada a fines de 2022 y proyectando los valores hasta la finalización del fideicomiso. Esta proyección considera información cierta respecto de los precios de compra, el valor de las inversiones, las hectáreas adquiridas y el potencial agrícola y de riego.

Los supuestos utilizados por el operador en las proyecciones, fueron los siguientes:

- Se consideran las áreas, los precios de compra de los predios y las inversiones a lo realmente ejecutado.
- Estimación completa de gastos.
- Para la estimación del incremento en el valor de los campos, el operador estimó un aumento del 6% anual. Ese porcentaje resulta un poco optimista para el largo plazo. CARE para la realización de sus proyecciones de largo plazo supone que el incremento anual del precio de la tierra debería contemplar un valor aproximado a la inflación americana de largo plazo<sup>2</sup> (1,5 a 2%) más el incremento en la productividad de la tierra (aproximadamente 2%), por tal motivo el incremento de largo plazo en el precio de la tierra debería ubicarse entre un 3 y un 4% en dólares corrientes. El modelo considera también un aumento por única vez de un 10% por la instalación del riego, lo que luce razonable aunque no se dispone información estadística nacional para respaldo.
- Supone un aumento de un 2% anual en la productividad (rendimientos) y un 3% anual en los precios de los productos agrícolas lo que implicaría un 5% anual de aumento en los ingresos por concepto de las aparcerías. Esta proyección resulta levemente optimista, al menos en lo que se refiere a los aumentos nominales de los precios.
- Con respecto a los precios iniciales y los rendimientos por ha de los cultivos, los mismos resultan razonables para la calificadora. Los precios iniciales fueron estimados en base a un promedio de los 10 años anteriores (2010-2021) incrementados en un 10% para el caso de la soja, el trigo y la colza, evitando de esa forma los picos al alza y a la baja. En la actualidad los precios estimados están levemente por encima de los de la actual zafra, pero como ya se mencionó se encuentran deprimidos por la coyuntura.

<sup>2</sup> En la actualidad la inflación en EEUU se mantiene aún por encima de esos valores, pero ajustando a la baja y todo indica que la depreciación del dólar debería volver a los valores históricos.

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

La Tasa Interna de Retorno estimada para el inversor en el último flujo sería del 8,8%, levemente más alta que la establecida en el prospecto (7,8%).

Es importante tener presente que en este fideicomiso se emitieron títulos mixtos, los cuales tienen un componente deuda (25%) a amortizarse al final con un interés del 6% efectivo anual y un componente participación (75%). O sea que la rentabilidad para el inversor tendrá una parte fija de rendimiento y otra que dependerá del resultado del plan de negocios. La TIR del inversor está compuesta por ambos componentes.

Las variables clave en las proyecciones del flujo de fondos refieren a la evolución esperada del precio de la tierra, la del precio de los productos agrícolas y la productividad de la hectárea producto de la implementación de la infraestructura de riego y la proporción de área regada en los campos.

Existe un diseño del modelo de negocio que mitiga diferentes riesgos inherentes a la actividad agrícola. Por ejemplo, el operador se obliga a abonar al Fideicomiso por la totalidad de las hectáreas bajo explotación agrícola un monto mínimo anual equivalente a 600 kg. de soja por hectárea y por año, que actuaría en años de muy baja producción, asimismo se contratan seguros para cubrir eventos climáticos adversos y coberturas de precios para reducir la volatilidad de los precios.

## 3. Replanteo del Flujo de Fondos

En el flujo de fondos actualizado, los supuestos fundamentales para la obtención de la TIR son en general compartidos, excepto la evolución esperada de los precios de la tierra y de los productos agrícolas, que podrían ser un poco menores. En este sentido, podría suponerse una situación un poco más desfavorable tanto para los precios agrícolas como para las esperadas evoluciones del precio de la tierra.

A juicio de CARE proyectar un 3% de incremento en los precios de los productos agrícolas es más alto que el esperado por las diversas fuentes consultadas<sup>3</sup>. Estas fuentes coinciden en que la recuperación de los precios en el mediano plazo evolucionarían en forma positiva pero seguramente por debajo de la inflación del dólar. El modelo financiero considera un 2% anual de incrementos en los rendimientos, lo que seguramente podría ocurrir y de esta forma el incremento de los ingresos por los contratos de aparcería del fideicomiso podrían llegar a verse incrementados, tal vez en un guarismo cercano al 3% (considerando aumentos nominales de los precios y aumentos en los rendimientos por mejoras en la productividad). A los efectos de ser aún más conservadores en la sensibilización que realizó CARE, se consideraron los precios de inicio como el promedio 2011-2021, sin considerar los aumentos derivados de la guerra entre Rusia y Ucrania.

En relación al precio de la tierra, si bien el 6 % está por debajo del comportamiento histórico, podría verificarse un incremento menor habida cuenta que los valores ya se han ajustado al alza entre 2004 y 2015. Para CARE, como ya fuera comentado, un incremento razonable para proyectar aumentos en el precio de la tierra debería estar entre 3 y 4%, contemplando

<sup>3</sup>. FAO-OCDE, USDA y Banco Mundial, Ver Capítulo V.

de esta manera la inflación del dólar y el incremento de la productividad de la tierra.

Al respecto, sobre el último modelo presentado por el aparcerero, CARE sensibilizó los resultados de la TIR esperada, en función de distintas tasas de evolución de los ingresos por los productos agrícolas (incluyendo aumentos de precios y de rendimientos) y variaciones del precio de la tierra. Los resultados muestran que incluso en la situación extrema de que no haya incrementos en los precios de la tierra ni en el de los granos, la TIR tendría valores positivos. También puede observarse en el cuadro que la evolución del precio de la tierra tiene un mayor impacto en la TIR que el de los granos.

**Cuadro 9. Sensibilidad de la TIR a diferentes tasas de evolución del ingreso por aparcerías e incrementos en el valor de la tierra**

Variación de los ingresos por aparcerías	% de aumento del precio de la tierra			
	6,0%	4,0%	2,0%	0,0%
4,00%	8,6%	7,6%	6,6%	5,4%
3,00%	8,4%	<b>7,4%</b>	6,3%	5,2%
2,00%	8,2%	7,2%	6,1%	4,9%
1,00%	8,1%	7,0%	5,8%	4,6%
0,00%	7,9%	6,9%	5,6%	4,4%

Fuente: CARE en base al modelo financiero

Para el escenario que considera los criterios de CARE respecto de su visión de largo plazo para este sector, aumento del 3% en los ingresos por aparcerías y un 4% de incremento en el precio de la tierra, la TIR sería del 7,4%.

Importa destacar la fortaleza que para este fideicomiso implica la inexistencia de vacancia en la explotación de los campos, ya que desde el inicio y durante toda la vigencia del proyecto, los predios son explotados por el operador bajo la forma de aparcería.

#### 4.- Nueva estimación del Costo de Oportunidad del Capital

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

Para estimar el costo de oportunidad del capital, CARE utiliza el modelo de valoración CAPM (Capital Asset Pricing Model)<sup>4</sup>, que relaciona la tasa libre de riesgo, la prima de riesgo del mercado y la prima de riesgo asignado al sistema de producción específico, en este caso la producción agrícola. Para evitar variaciones bruscas en la tasa, y tener una visión de mediano plazo, se consideraron valores promedios de los últimos 5 años en todas las variables.

Para considerar el riesgo sistémico se utiliza el "beta"<sup>5</sup> promedio de empresas de producción agrícola en mercados emergentes, el cual se ubica en 0,91, lo que indica que la inversión en la actividad tiene un mayor riesgo y variabilidad que el promedio de todas las actividades en ese mercado. Para la tasa libre de riesgo se considera el rendimiento de los Treasury Bonds a 10 años de EEUU (2,30%), para el riesgo país (índice UBI) se consideraron 124<sup>6</sup> puntos básicos y para la prima de riesgo del mercado accionario se consideró 4,68%.

<sup>4</sup>. El modelo de valoración de activos financieros, denominado en inglés Capital Asset Pricing Model (CAPM) es un modelo utilizado para calcular la rentabilidad que un inversor debe exigir al realizar un inversión en un activo financiero, en función del riesgo que está asumiendo

<sup>5</sup>. Valor proporcionado por Damodaran.

<sup>6</sup>. Refiere a un promedio de 5 años, hoy el riesgo país varía en el entorno de 80 puntos básicos.

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 5,70%. Este valor es inferior a la TIR esperada del inversor para el escenario que considera los criterios de CARE (7,4%), lo que nos indicaría que la tasa prevista es superior a la teórica.

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 (5,45%).

Otros indicadores con los que podría compararse la TIR esperada del Fideicomiso podrían ser las curvas de rendimiento, que serían opciones posibles de inversión ya que están estimadas para el caso del Uruguay<sup>7</sup>. En la actualidad la curva en UI (CUI) a 10 años se ubica en 3,23% y la curva en dólares (CUD) a 10 años está en 4,89%. En este caso, la TIR esperada también supera a la curva en dólares.

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

### 5.- Tasación de la Tierra

Se presenta una nueva tasación de los campos del fideicomiso a diciembre de 2023, la que fue realizada por la misma consultora que en el año anterior.

La valuación de la tierra se realizó básicamente siguiendo una metodología que considera los ingresos netos futuros de la explotación agrícola-ganadera sin los beneficios del riego (pero considerando las rotaciones actuales) referidos a una tasa de corte de 3,5%<sup>8</sup>, teniendo también en cuenta los precios reales de mercado de predios similares. El valor de la resultado de las tasaciones fue de 51,13 millones de dólares, un 3,6% superior a la del año anterior y un 42% mayor a los valores de compra.

La valuación de las mejoras que hace CONSUR, resulta de la consideración de los registros contables del Fideicomiso, de la información pública disponible (instituciones del Estado, instituciones mixtas, organismos internacionales de financiamiento con actuación en el país), y de la información de los clientes de la consultora que disponen de riego en sus establecimientos. El valor resultante de la tasación que considera las terrazas y el riego fue de 11,50 millones de dólares, un 5,6% mayor al año anterior. Importa destacar que entre 2022 y 2023 hay algunas inversiones en sistemas de riego, en uno de los campos.

<sup>7</sup>. Curva Spot de Rendimientos de Títulos Soberanos Uruguayos emitidos en moneda nacional indexada a la inflación o en dólares, según sea el caso

<sup>8</sup>. 3,5% es la referencia en el mercado para las inversiones en tierra en el mediano-largo plazo.

**Cuadro 10. Tasaciones de los campos del Fideicomiso (Miles de dólares)**

Año	Tierra	Mejoras (riego y terrazas)
Valor de compra	35.991	
2020	41.846	
2021	44.937	
2022	49.248	10.891
2023	51.128	11.498
<b>Variación 2023/2022</b>	<b>3,8%</b>	<b>5,6%</b>

Fuente: CARE en base a Tasaciones

### **Riesgos considerados:**

**Riesgo de generación de flujos.** A partir de lo anterior se trata de señalar la capacidad de generar los flujos en el plazo pactado. Considerando además el permanente seguimiento que permite la estructura del fideicomiso, (protocolos, comité de vigilancia, gobernanza, etc.). *Riesgo bajo.*

**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, productos y bienes, 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.

En términos generales cabe esperar que la producción y el comercio de productos básicos agrícolas primarios y productos procesados mantenga su tendencia histórica de crecimiento en valores nominales durante los próximos años. La pandemia de COVID-19 provocó interrupciones en el comercio mundial, pero el comercio de productos básicos agrícolas ha demostrado ser resiliente. La guerra de Rusia contra Ucrania también tuvo en su momento un fuerte impacto en el comercio de productos y en los insumos agrícolas, especialmente en las exportaciones y los precios, pero en la medida que se restableció el comercio y se ajustaron a la baja los precios de la energía y los fletes, los precios de los productos agrícolas volvieron a ubicarse en valores más normales, similares a los meses previos al inicio del conflicto. En la actual coyuntura las elevadas cosechas esperadas para los cultivos en el cono sur, especialmente en Argentina y Brasil impulsaron los precios a la baja en los primeros meses del año 2024.

El sector productor de alimentos, histórica enfrenta un mercado con alta volatilidad, con precios muy dependientes de lo que suceda con la oferta y demanda, con el clima y con la economía mundial.

Por otra parte, no se prevé por el momento como riesgo el de políticas públicas que puedan afectar el desarrollo de este tipo de proyecto.

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

### 1. Riesgo Económico y de Mercado

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

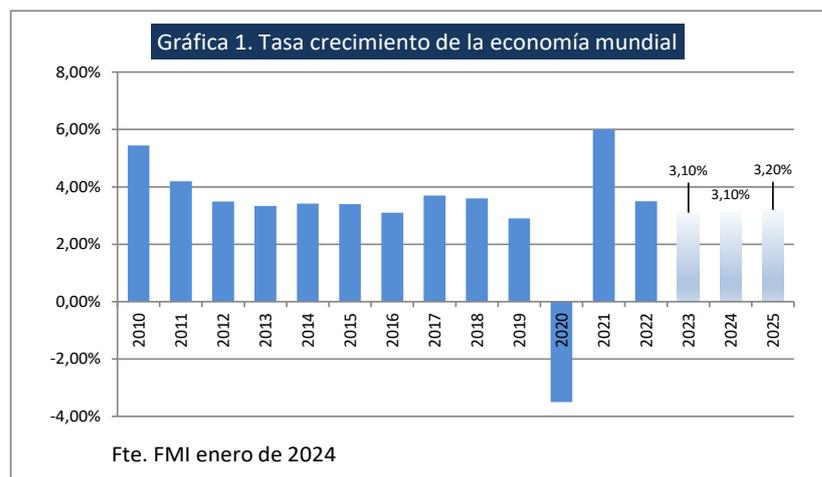
Resulta claro también que la demanda por alimentos tendrá una tendencia creciente de la mano del aumento de la población mundial, la occidentalización del consumo en algunas regiones del mundo, la urbanización, el crecimiento económico de los países emergentes, etc. Sin embargo, los incrementos de productividad, el resurgimiento de algunas políticas proteccionistas, el entecimiento del dinamismo de la economía mundial y el ya elevado consumo de algunos países desarrollados, actúan como freno al crecimiento de los precios internacionales en el largo plazo.

En esta sección, se describen los aspectos salientes de los dos precios que inciden en los retornos de la inversión: el precio de la tierra y el precio de los productos agrícolas.

## 1.1. Sobre el precio de los productos agrícolas - alimenticios

El comportamiento esperado de los precios de los productos agrícolas afecta el resultado de la inversión, aunque en menor proporción que los precios de la tierra. La trayectoria de mediano y largo plazo de los precios afecta aproximadamente el 24% de los retornos de la inversión. Algunos aspectos vinculados a la volatilidad y riesgo productivo están razonablemente mitigados, a través de la utilización de mecanismos de coberturas para el caso de los precios y por los seguros y el riego en el caso de los riesgos climáticos.

El Fondo Monetario Internacional en su último informe de enero de 2024 proyecta el crecimiento mundial en 3,1% en 2024 y en 3,2% en 2025, lo que supone un leve aumento (0,2 puntos porcentuales) respecto de la anterior proyección de octubre de 2023. Sin embargo, las previsiones para 2024–25 siguen estando por debajo del promedio histórico de 3,8% (2000–19).



Este leve aumento en la perspectiva de crecimiento de la economía se debe a una mayor resiliencia de lo esperado en Estados Unidos y en varias economías de mercados emergentes y en desarrollo, así como al estímulo fiscal en China. No obstante se mantienen los efectos negativos de las elevadas tasas de interés para combatir la inflación, el repliegue del apoyo fiscal en un entorno de fuerte endeudamiento que frena la actividad económica y el bajo crecimiento de la productividad. Como dato positivo, la inflación estaría disminuyendo más rápidamente de lo previsto en la mayoría de las regiones, mientras se disipan los problemas por el lado de la oferta y se aplica una política monetaria restrictiva. Se prevé que el nivel general de inflación a escala mundial descienda a 5,8% en 2024 y a 4,4% en 2025.

Los precios agrícolas mostraron un fuerte aumento en sus valores a partir de 2005 y hasta el 2013, producto de una serie de factores que contribuyeron a generar un shock de demanda, como ser, entre otros: el incremento los ingresos per cápita de China, una mayor apertura y desregulación de los mercados globales, la promoción de los biocombustible y el debilitamiento

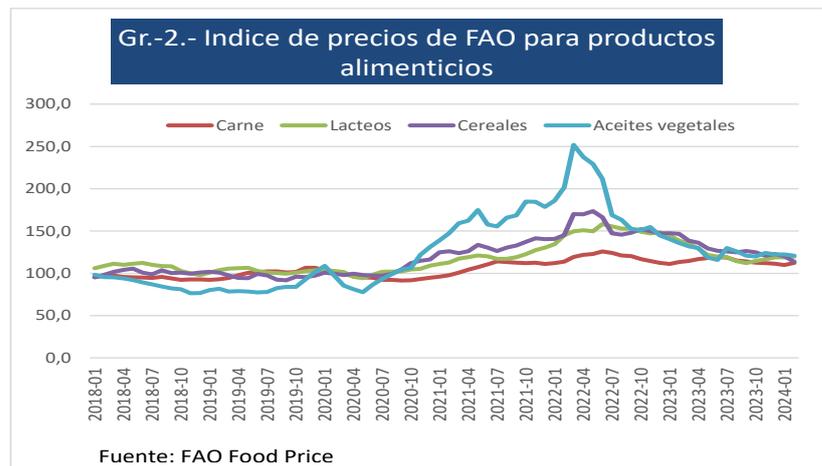
del dólar. Por su parte, la producción mundial respondió rápidamente a los estímulos del mercado alcanzando en el año 2017 los mayores niveles de producción para prácticamente todos los cereales, carnes y lácteos.

Las principales causas que impulsaron los precios al alza hasta el 2013 no se mantuvieron y el panorama cambió, los precios cayeron y los valores se mantuvieron deprimidos hasta mediados de 2020.

A partir del segundo semestre de 2020, los valores de los principales productos agrícolas comenzaron a recuperarse hasta alcanzar un nuevo pico de precios sobre mediados del 2022, evidenciándose un nuevo ciclo favorable para la agricultura. Un factor importante detrás de la evolución de los precios durante ese período fue el aumento de las importaciones por parte de China por encima de los niveles del pasado impulsadas en gran medida por la reconstrucción gradual de la producción de carne de cerdo, luego de la ocurrencia de la crisis derivada de la fiebre porcina africana. A esa coyuntura se le sumaron luego los efectos de la guerra entre Ucrania y Rusia (febrero de 2022), productores clave en el mercado internacional de granos y aceites, en especial de girasol, maíz, trigo y aceite de girasol.

Ya sobre mediados del 2022, una vez que se logran algunos acuerdos que permiten ir restituyendo el comercio de granos ucranianos a través de los puertos del Mar Negro, los precios que habían aumentado significativamente comienzan a ceder. La tendencia al ajuste a la baja de los precios de los cereales y los oleaginosos se mantiene durante todo el año 2023 y en lo que va de 2024, habiendo probablemente alcanzado ya su piso.

La evolución de los precios de productos alimenticios se puede observar claramente en el siguiente gráfico a través de los índices de precios que elabora mensualmente la FAO.



El índice de precios de los alimentos de la FAO se situó en febrero de 2024 en 117,3, lo que supone un descenso de un 1,6 % respecto de su nivel de diciembre, explicado en gran medida por el descenso de los índices de precios de los cereales y la carne. El índice se situó un 10,6 % por debajo de su valor de hace un año y un 27% por debajo del nivel récord de marzo de 2022.

Por su parte, el índice de precios de los cereales de la FAO registró en febrero de 2024 un promedio de 113,8 puntos, esto un 7,3 % menos que en diciembre, un 18,6% por debajo de su valor de enero de 2023 y 34,4% menos que el récord histórico (mayo 2022). Los precios mundiales del trigo para la exportación bajaron a principios de 2024, impulsados por la fuerte competencia sostenida entre los países exportadores y la llegada de la cosecha de los países del hemisferio sur. Los precios internacionales del maíz y la soja y también bajaron por la pronta entrada de la cosecha del sur, así como también por la mayor oferta en los EEUU tras una revisión al alza de las estimaciones de su producción. También bajaron los precios mundiales de la cebada y el sorgo, mientras que el índice de precios de la FAO para todos los tipos de arroz se mantiene firme y viene en aumento.

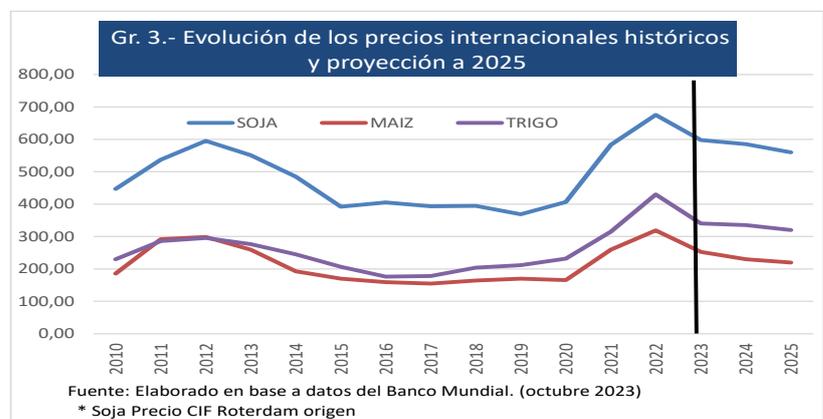
El índice de precios de la carne de la FAO registró en febrero un promedio de 112,4 puntos, esto es un 1,0% más que en diciembre, encontrándose un 10,7% por debajo del récord histórico en junio de 2022. Esta tendencia se explica por la alta oferta para la exportación de Oceanía y América del Sur.

### Perspectivas de corto y mediano plazo

En la siguiente gráfica se presenta la evolución de los precios internacionales de los últimos años según el Banco Mundial en la que se observa la evolución reciente de precios comentada y una proyección al 2025.

El último informe del Banco Mundial<sup>9</sup> presentado en octubre 2023 consignaba que los precios de las materias primas caen en 2023 desde sus niveles récord del año anterior y estimaban que la tendencia se mantendría, pero a tasas menores durante 2024 y 2025, aunque se mantendrían por encima de su promedio anterior a la pandemia (2015-2019). Los precios del trigo tuvieron una importante caída desde su máximo de mayo de 2022, lo que refleja mejores perspectivas de suministro y reorientación del comercio. Comportamientos similares mostraron la soja y el maíz; sin embargo el arroz muestra una recuperación respecto de 2022. Por su parte, los precios internacionales de carne vacuna caen en 2023 para luego mantenerse o mostrar leves mejoras. Posteriormente a la presentación de ese informe, los precios cayeron a tasas menores a las estimadas en aquel momento, por lo que es probable que hayan llegado o estén cerca de su piso.

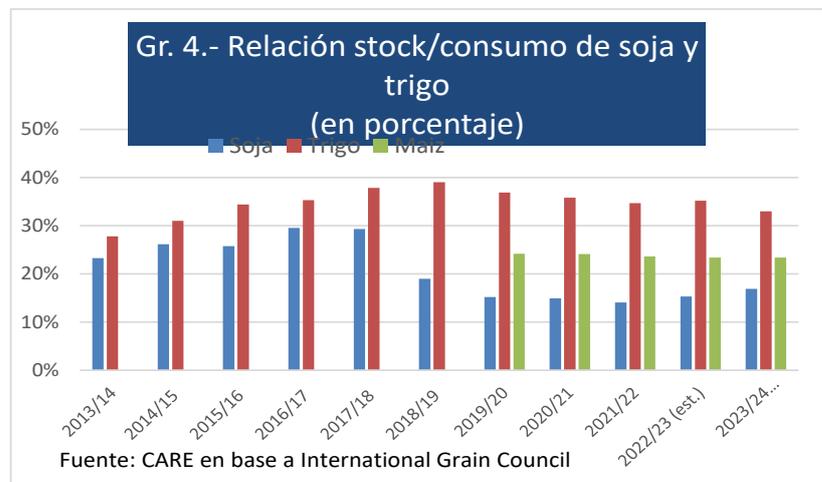
Luego de estos ajustes se espera que los precios de las materias primas se mantengan sin mayores cambios en medio de mejores perspectivas de oferta y un debilitamiento de la demanda mundial.



<sup>9</sup> Banco Mundial-Commodity Prices (octubre 2023) y Banco Mundial Commodity Price Data (febrero 2024).

Del análisis de las existencias de grano a través del ratio stocks/consumo, surge que nos encontramos en una situación estable para el caso del maíz, mientras que habría una reducción en el caso del trigo a pesar de que se encuentra en valores relativamente más elevados, aunque aún está por debajo del período 2017-2019. Para el caso particular de la soja, las existencias medidas a través del ratio stock/consumo vuelven a crecer, siendo este el tercer año consecutivo que aumenta, lo que estaría contribuyendo a la baja reciente de los precios de exportación, no obstante aún está por debajo del período 2014-2018.

Para el caso del arroz, la relación stock consumo sigue mostrando una continua reducción desde el año 2019, lo que estaría explicando el fortalecimiento de su precio en el mercado mundial.



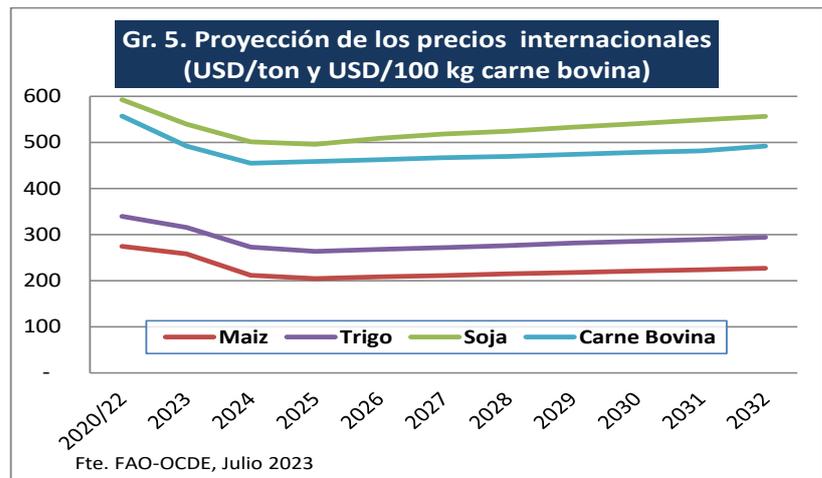
## Perspectivas de largo plazo

CARE consultó diversas fuentes de información,<sup>10</sup> y si bien reconocen la recuperación coyuntural de los valores hasta mediados de 2022, se mantienen las previsiones de largo plazo sin mayores cambios respecto de los informes pre-pandemia, respecto de que el **crecimiento de los precios nominales en el largo plazo, una vez retornados a su nuevo equilibrio, no lograría compensar la devaluación del dólar, cayendo levemente en términos reales.**

En julio de 2023 se publicaron “Las Perspectivas Agrícolas 2023-2032 de la OCDE y la FAO”, documento que ofrece una evaluación de las perspectivas a diez años para los mercados de productos básicos agrícolas.

Las proyecciones de referencia de FAO-OCDE para la próxima década toman en cuenta las rebajas en el crecimiento de la economía mundial proyectadas por el FMI para la próxima década, así como la de China a partir de 2022. Las proyecciones suponen que los precios de la energía disminuyen en 2023, antes de reanudar un aumento lento hasta 2032, e incorporan también evaluaciones a corto plazo del impacto de la guerra Rusia-Ucrania. En este contexto, las proyecciones mundiales de las tendencias a mediano plazo de la oferta, la demanda, el comercio y los precios de los principales productos básicos agrícolas se desvían solo marginalmente de las proyecciones del informe anterior (julio 2022).

<sup>10</sup>. Perspectivas Agrícolas FAO-OCDE 2023-2032 (julio de 2023); USDA Agricultural Agricultural Projections to 2033 (febrero 2024); Banco Banco Mundial-Commodity Prices (octubre 2023) y FAO- Índice de Precios de los Alimentos.



La guerra sigue sumando incertidumbres a los precios de los alimentos, la energía y los insumos. Al comienzo de la guerra, la disponibilidad reducida de granos y fertilizantes fue una gran preocupación para los mercados globales. Un año después, los problemas de suministro mejoraron gracias a la aplicación y posteriores extensiones de la Iniciativa de Granos del Mar Negro.

En este contexto, FAO-OCDE prevé que el consumo mundial de alimentos en calorías, el principal uso de los productos básicos agrícolas, aumente un 1,3% anual durante la próxima década, un ritmo más lento que en la década anterior, debido a la desaceleración prevista en el crecimiento de la población y el ingreso per cápita. El segundo uso más importante de los productos básicos agrícolas es como alimento para el ganado y, cada vez más, para la acuicultura. La rápida expansión e intensificación que se espera en la producción de ganado en países de bajos y medianos ingresos, resultará en un rápido crecimiento de la demanda de raciones durante la próxima década. Pero por el contrario, en los países de ingresos altos y algunos países de ingresos medios altos, incluida China, el menor crecimiento de la producción ganadera y la mejora de la eficiencia de la alimentación, deberían dar lugar a un crecimiento más lento de la demanda de raciones en comparación con la última década.

Se espera que la demanda de materias primas para biocombustibles de primera generación crezca lentamente durante los próximos diez años. En general, se prevé que aumente la proporción de biocombustibles en el uso mundial de caña de azúcar y aceite vegetal, mientras que se espera que disminuya la proporción de biocombustibles del maíz.

La situación con respecto a las inversiones en tecnología, infraestructura y capacitación permanecería sin cambios con respecto a las proyecciones anteriores, y se espera que el crecimiento de la producción agrícola mundial total debería mantenerse en 1,1% anual. La mayor parte de este crecimiento se producirá en países de ingresos medios y bajos. Las proyecciones de FAO-OCDE asumen un acceso más amplio a los insumos, aunque si se reanudan los aumentos en los precios de los insumos agrícolas y de la energía (por ejemplo, los fertilizantes), esto elevaría los costos de producción, lo que podría provocar una inflación de los precios de los alimentos y una mayor inseguridad alimentaria.

En consecuencia, se sigue proyectando que los precios de los cereales en el mediano plazo mostrarán una tendencia decreciente en términos reales durante la próxima década, manteniéndose lo informado en anteriores ediciones del “Outlook”, por lo que cabría esperar que los precios de los cereales en términos reales disminuyan durante la próxima década, partiendo de los elevados niveles de precios del año 2022, lo que coincide con las proyecciones de mediano plazo del Banco Mundial.

Por su parte, las perspectivas del USDA son un poco más conservadoras que las de FAO-OCDE y describen para el largo plazo un panorama de gran estabilidad en los precios nominales de los productos agropecuarios durante la próxima década, suponiendo entonces una caída en términos reales. En general estiman que los precios seguirían cayendo lentamente hasta 2025 o 2026 y luego se mantendrían sin cambios hasta 2033. Cabe acotar que las proyecciones en el caso de las realizadas por el USDA refieren a los precios domésticos que reciben los productores.

Como se puede observar en los gráficos precedentes, los precios de los alimentos (granos, oleaginosos y carne), se encontraban en 2022 en niveles máximos históricos o cerca de ellos. Se está produciendo un ajuste a la baja durante los próximos años que ya ha comenzado en prácticamente todos los productos y que culminaría seguramente en este año 2024, para luego comenzar a aumentar ligeramente en términos nominales, mientras que disminuiría en términos reales siguiendo la tendencia a largo plazo de la agricultura.

FAO-OCDE y USDA proyectan precios a 2032 y 3033 respectivamente y según estas fuentes al final del período los valores estarían en valores por debajo de los récords de 2022 y también del promedio de 2023.

En el siguiente cuadro se presenta cual sería la evolución esperada en los precios según estas fuentes consultadas, partiendo de los niveles actuales (fines de 2023 y comienzos de 2024).

**Cuadro 11. Tasa de evolución de los precios proyectadas para la década (2022-2032)**

Cultivo	FAO-OCDE	USDA
Maíz	-2,1%	-4,0%
Soja	-0,7%	-3,3%
Trigo	-1,6%	-5,5%
Carne Bovina	-1,4%	0,1%
Arroz	1,2%	-3,2%

Fuente: CARE en base a USDA y FAO-OCDE

Nota: Incremento acumulativo anual

FAO-OCDE son precios internacionales, USDA son precios internos.

La tendencia de largo plazo parece estar relativamente clara, no obstante eso no implica que por situaciones coyunturales la trayectoria de los precios no vaya a mostrar desvíos.

## 1.2. Sobre 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

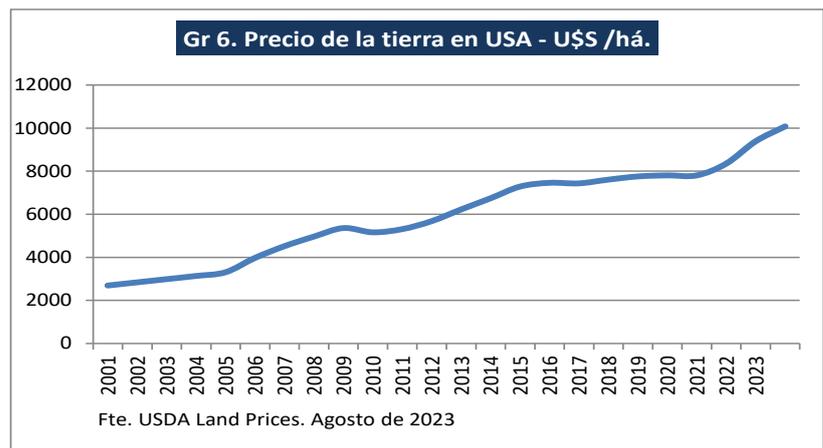
corto plazo que la aparten de esa tendencia, como consecuencia de la evolución de diversas variables que puedan afectar los precios nominales de la tierra, como ser, las tasas de interés, la devaluación de las monedas, la inflación internacional o el precio de los commodities.

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, después de la crisis financiera de Lehman Brothers, en ambos casos en forma muy moderada. Cualquiera de los dos shocks negativos en el nivel de precios, fueron revertidos en pocos años.

Durante el período 2000-2023, el incremento acumulativo anual del precio de la tierra en EEUU en dólares corrientes fue de un 5,9% anual, valor superior al de la inflación de la moneda norteamericana (2,49%), lo que determina un incremento real del 3,3%.

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 tres años los valores se recuperan fuertemente mejorando en términos reales, pero también acompañando la mayor inflación. En el año 2021 los precios promedio de la tierra aumentaron un 7,0%, en el año 2022 un 12,4% y en 2023 el aumento fue de un 7,4%. Si se analizan por separado las tierras agrícolas de las ganaderas, las primeras tuvieron entre 2021 y 2023 un aumento del 23,5% mientras que las segundas un 18,2%; esto se explicaría por los aumentos de precio de los productos agrícolas.



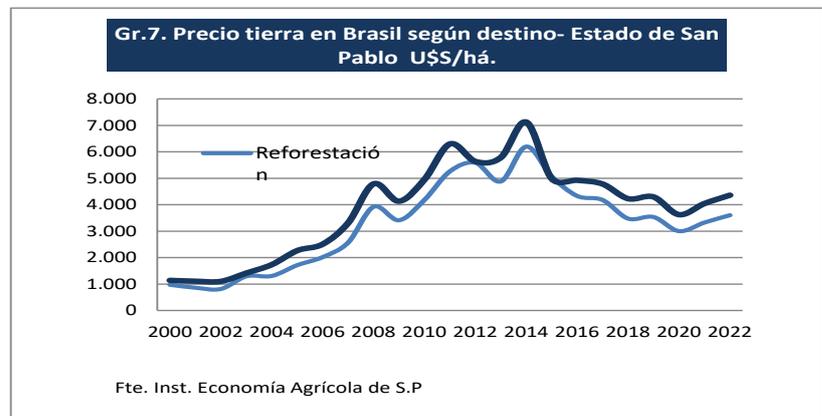
El USDA, reporta también el comportamiento de los precios de las tierras irrigadas y sin riego. Para el caso concreto de las tierras del "Corn Belt" (Missouri), el USDA en su reporte de agosto de 2023, muestra que los precios de las tierras irrigadas se ubican en el entre un 24 y 30% por encima de las no irrigadas. En zonas más secas, como por ejemplo en California, las tierras irrigadas valen un 180% más que las que no se riegan.

**Cuadro 12. Precio de la tierra regada y no regada en el Corn Belt de EEUU (USD/ha)**

	2019	2020	2021	2022	2023	Variación 23/22
Regada	11.787	11.613	11.861	13.344	13.838	3,7%
No regada	8.278	8.402	9.143	10.378	11.120	7,1%
Variación en porcentaje	42%	38%	30%	29%	24%	

Fuente: elaborado en base a datos de USDA, Land Prices, Agosto 2023

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



La particular situación de Argentina hace 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 las series.

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.

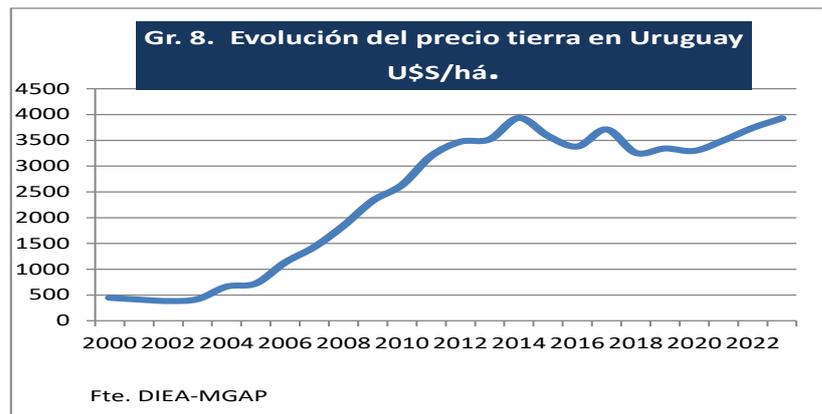
<sup>11</sup>. El "Índice de actividad del mercado inmobiliario rural" (InCAIR) es un índice mensual que refleja la "actividad" del mercado. Se toma como base de referencia máxima 100 puntos, correspondientes al pico de máxima actividad histórica. No refleja precios/valores, solo actividad de mercado. Se comenzó a medir a partir del mes de noviembre del 2013.

La Cámara Argentina de Inmobiliarias Rurales (CAIR), institución que analiza la evolución de ese mercado, estima que la actividad se encuentra en el mínimo histórico desde que se computa el InCAIR (índice de actividad que estima la Cámara<sup>11</sup>). En su último informe de diciembre de 2023, el índice se ubicó en 21,52/100 lo que muestra que la incertidumbre económica tuvo más fuerza frente a las eventuales expectativas positivas del mercado.

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 influencia en los valores medios.

En 2021 el precio de la tierra parece retomar su tendencia histórica de crecimiento, al aumentar un 6,2% respecto del año anterior. En 2022 el precio medio vuelve a crecer en este caso 6,9%, verificándose un aumento significativo en las superficies transadas anualmente, lo que indicaría un mayor nivel de actividad en un mercado en alza. El último informe de "Precio de la Tierra" de DIEA, publicado el 22 de noviembre de 2023 da cuenta de un nuevo incremento en los valores para el primer semestre de 2023 respecto del año anterior, en este caso del 5%.

Estos últimos aumentos en los valores de la tierra se podrían explicar en parte como consecuencia del repunte de los precios internacionales en los años 2021 y 2022, 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. Los valores promedio de los campos para el primer semestre de 2023 se estarían ubicando ya en igual nivel que en el récord de 2014.



Existen otras fuentes de información realizadas por consultoras y operadores del mercado<sup>12</sup>, que utilizando diferentes criterios de tasación estiman valores de campos de características similares y teniendo en cuenta los diferentes destinos productivos. Las metodologías más utilizadas son: la comparación de ventas reales de campos similares y la valuación según las rentas esperadas. En general el valor de mercado surge de la integración de ambas metodologías. Del estudio de varias tasaciones de campos a las cuales CARE tuvo acceso, los resultados obtenidos están alineados con la información suministrada por DIEA.

Existe una proporcionalidad comprobada<sup>13</sup> entre el índice de CONEAT y el precio con valores de campo con CONEAT por encima de 100, pero cuando los índices están por debajo de 100, los precios también caen pero no exactamente en la misma proporción que cuando están por encima de 100. Esto básicamente se explica porque muchos de los campos por debajo de 100 son demandados para producciones diferentes a la carne y a la lana (arroz, forestación), rubros considerados para determinar el valor del índice.

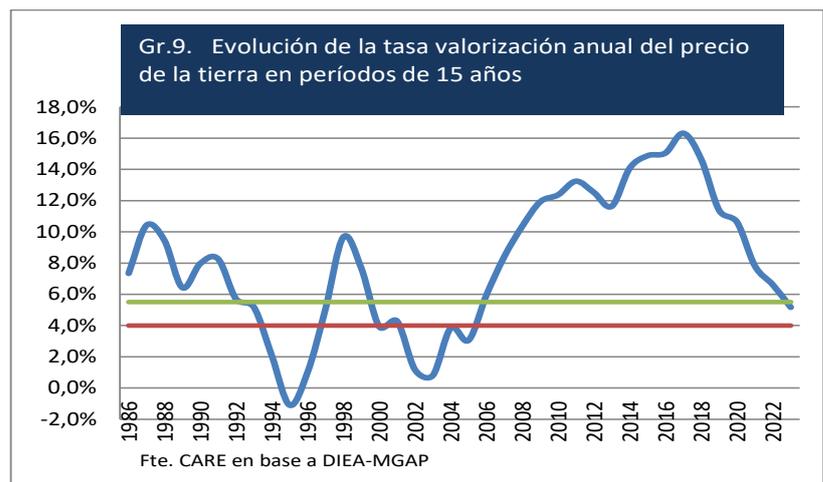
<sup>12</sup>. SERAGRO, Agroclaro, Consur y operadores privados

<sup>13</sup>. B. Lanfranco y G. Sapriza (Serie Técnica N° 187 de INIA, "El índice CONEAT como medida de productividad y valor de la tierra" 2011)

La valorización del precio de la tierra es un componente muy importante de ingreso final del fideicomiso (68%) por lo que lo que finalmente ocurra con su comportamiento tendrá una contribución sustancial con el retorno final de la inversión. El modelo financiero supuso una valorización acumulativa anual de un 6% (en dólares corrientes) durante 15 años, por lo que resulta importante conocer que ha sucedido en el pasado como forma de tener una cierta aproximación con lo que pueda ocurrir en el futuro.

Para ello CARE analizó con la información de los precios de la tierra (en dólares corrientes) de una serie de más de 50 años (1970 a 2023) la variación anual en períodos de 15, en donde se observa lo siguiente:

- En promedio, la evolución anual del precio de la tierra en períodos móviles de 15 años fue de 8,0%.
- En la serie aparecen 7 años en donde el aumento acumulativo anual en periodos de 15 años es menor al 4%, valor sobre el que CARE recalculó la TIR. La última vez que esto ocurrió fue en el año 2005 para campos que habían sido comprados en el año 1990.
- También aparecen 13 años (un 34%) en donde el aumento acumulativo anual en periodos de 15 años es menor al 6%. El último valor por debajo de 6% es en 2023 (5,2%)



Importa destacar, que esta serie de precios de la tierra es un promedio nacional y por lo tanto no considera cambios en el valor de la misma por concepto de mejoras en el uso del suelo y mucho menos el desarrollo del riego, por lo que este comportamiento no debería trasladarse en forma lineal a las tierras de este fideicomiso, sino solamente considerarlo como una información adicional. Finalmente, como ya se informara, el Contrato de Fideicomiso considera la posibilidad de extender el plazo por hasta tres años más, pudiéndose evitar de esta forma que se deba vender en una coyuntura desfavorable.

CARE entiende que si bien cabe esperar para el mediano y largo plazo aumentos sostenidos en los precios de la tierra, éstos no serían de similar magnitud que el pasado. Muy probablemente los aumentos de precios compensarán la inflación de largo plazo de Estados Unidos, más un pequeño componente por incremento de la productividad de la tierra, de esta forma

se deberían ubicar entre el 3 y el 4% anual. Para este caso en particular la realización de las represas y las inversiones en infraestructura de riego podrían mejorar ese porcentaje. Esto no implica que puedan existir períodos de mayores tasas anuales de crecimiento.

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

El riesgo de políticas públicas refiere a la amenaza, de parte del Estado, de actuar contra las modalidades de propiedad y explotación que propone el fideicomiso. En este sentido, no surgen elementos que puedan hacer suponer que el gobierno pueda tomar medidas de política que atenten contra este tipo de emprendimiento.

**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 el agente/aparcero, los activos subyacentes y el flujo de fondos, y el entorno). Dispuestos en una matriz, los indicadores de cada factor en cada área de riesgo, van generando puntajes a juicio del comité calificador que van conformando el puntaje final. Éste se corresponde con una nota de acuerdo al manual de calificación. En la matriz de calificación, las áreas se dividen en factores, y estos en indicadores.

*En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos - tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación BBB (uy)<sup>14</sup> de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.*

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez

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



Ing. Agr. Adrián Tamber