

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

Montevideo, octubre de 2022

4	RESUMEN GENERAL
7	I INTRODUCCIÓN
13	II EL FIDEICOMISO Y LOS TITULOS MIXTOS
15	III LA ADMINISTRACION
20	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
26	V EL ENTORNO
36	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

Actualización de la Calificación de Oferta Pública. 31- octubre - 2022

Denominación:	Fideicomiso Financiero Tierras del Litoral
Fiduciario:	Winterbotham Fiduciaria S.A. Administradora de fondos de inversión.
Operador/aparcero:	Agropecuaria del Litoral S.A.
Agente de Registro y Pago:	Winterbotham Fiduciaria S.A. Administradora de fondos de inversión.
Entidad Representante:	BEVSA
Títulos emitidos:	Títulos Mixtos escriturales de Oferta Pública.
Moneda:	Dólares americanos
Importe de la emisión:	USD 50.000.000 (cincuenta millones de dólares).
Plazo:	15 años con opción a tres años más.
Fecha de suscripción de valores:	3 y 4 de setiembre de 2018.
Activos del Fideicomiso:	Inmuebles rurales, infraestructura de riego, arrendamientos, entre otros.
Estructura:	Guyer & Regules (asesor legal) y Nobilis (agente organizador)
Calificadora de Riesgo:	CARE Calificadora de Riesgo
Comité Calificación:	Martín Durán, Julio Preve y Adrián Tambler.
Calificación de Riesgo:	BBB.uy
Vigencia:	hasta 30 de abril de 2023.
Manual Utilizado:	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).
- 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 la puesta en funcionamiento del proyecto vienen demostrando capacidad de llevar adelante el mismo, 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.
- 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. El operador presenta en esta oportunidad un nuevo flujo financiero con información real a setiembre de 2022 proyectando una TIR del 8,8%, valor levemente mayor al del prospecto. 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, que hasta el momento no ha sido necesario, 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 6.256 USD/ha más gastos de adquisición, un 11,1% por debajo de lo proyectado en el prospecto y un 13,71% inferior a las tasaciones de adquisición. Ya se ha completado la compra de campos y avanzado en la realización de las inversiones en infraestructura de riego.

- Con la superficie adquirida se dispondrán de casi 3.000 hectáreas regables, superficie que representa el 75% del área agrícola potencial. A la fecha hay cuatro unidades (de las cinco) regando con normalidad, y se están realizando los ajustes de su puesta en funcionamiento. Ya resuelta la compra de una pequeña fracción lindera que quedaría inundada con la represa en el predio de San Miguel, ya se está avanzando su construcción y en las inversiones en riego de ese predio, aunque se estima que las áreas agrícolas de ese predio este año no se regarán.
- 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 firma contratos de aparcería, asegura la inexistencia de vacancia en los campos del fideicomiso, reduciendo el riesgo del negocio.
- Los resultados preliminares de la campaña 21/22¹ para el fideicomiso, habrían arrojado un EBITDA de USD 2.451.000, implicando esto un 88,2% más que lo que se proyectó al inicio de la zafra en el segundo trimestre de 2021. El incremento se explica por mayores rendimientos en todos los cultivos como consecuencia de un clima muy favorable tanto para los cultivos de invierno como los de verano, así como a los buenos precios para los productos obtenidos como consecuencia de una coyuntura internacional que afectó al alza los precios. El aumento en los ingresos netos de los cultivos de invierno por mejores precios y rendimientos fue de un 46%, y el de los cultivos de verano un 84%, por los mismos conceptos. La diferencia en el resultado general se explica en un 38% por efecto de los mayores rendimientos y en un 62% por mayores precios a los proyectados.
- Para la campaña 22/23, que recién comienza con los cultivos de invierno que ya están implantados, el operador estima que el fideicomiso lograría un EBITDA de USD 1.814.000, sobre la base de que no regaría en el predio de San Miguel. Asimismo, se espera una situación climática no muy favorable (ya está instalada una situación de falta de agua que seguiría por algún tiempo más) y unos precios menores a los logrados en la campaña pasada, ya que como se verá los mismos ya han comenzado a ceder.
- La última tasación de los campos del fideicomiso se presentó a diciembre de 2021, considerando solamente el valor de los campos, sin las mejoras de riego, El monto total alcanza a los 44,94 millones de dólares una cifra un 7,4% más alta que el año anterior. La consultora que realizó la tasación aclara que los valores responden a la situación de explotaciones con agricultura de secano, ya que las inversiones en riego en algunos establecimientos estaban en proceso, de esta forma el agregado de valor del riego sobre las tierras en esta oportunidad no estaría considerado.

¹. Esto refiere a los resultados del ejercicio agrícola que culmina en junio de 2022, por lo que no coincide con el ejercicio contable que culmina en diciembre.

- Los precios de commodities agrícolas mostraron incrementos importantes durante 2021 y parte de 2022, como consecuencia de una serie de factores, entre los que se pueden citar los siguientes: el aumento de las importaciones de China impulsadas en gran medida por la reconstrucción gradual de la producción de carne de cerdo, la menor cosecha de granos en algunos países productores como consecuencia de la sequía (21/22 en el Cono Sur), y finalmente por los efectos de la guerra entre Ucrania y Rusia, ambos productores clave en el mercado internacional de granos, en especial de girasol, maíz y trigo. Las magras perspectivas de crecimiento mundial que se esperan para el futuro, las políticas monetarias restrictivas de los países desarrollados, el enfriamiento de la demanda china y su vuelta al confinamiento por el Covid 19, generan algunas interrogantes para el mediano plazo y contribuyen a incrementar la volatilidad de los precios.
- En los últimos meses, los precios de los productos agrícolas ya han comenzado a caer y si bien se encuentran por encima de los valores previos a las suba, se espera que sigan ajustando a la baja hasta 2024/2025 y luego podrían retomar su tendencia histórica de crecimiento moderado, seguramente positivo en términos nominales, pero por debajo de la inflación del dólar. Por otra parte, el sector ha tenido que enfrentar un aumento muy significativo en los precios de la energía, los fletes y los principales insumos agrícolas, lo que en un mercado a la baja en los precios del producto genera interrogantes para la actual campaña.
- Para el caso de la carne bovina, aun tratándose de una fracción menor de los ingresos para este fideicomiso, las perspectivas de largo plazo coinciden con las de los productos de la agricultura. Estas proyecciones de los precios a largo plazo están sujetas a incertidumbre, y no eliminan la realidad de las alzas en el pasado reciente y la volatilidad de los precios, como puede ser la reciente caída del precio de la carne en el país como consecuencia de la menor demanda del mercado chino.
- Para el mercado de tierra agrícola, éste presenta para el largo plazo tendencias de incremento en sus precios, como consecuencia del aumento sostenido de la demanda de alimentos y fibras y a que en general las posibilidades de expansión de la frontera agrícola está cada vez más limitada por aspectos ambientales y de disponibilidad. 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. No obstante, para el corto y mediano plazo los valores podrían apartarse de la tendencia esperada, como consecuencia de la evolución de algunos factores que inciden en la formación de los precios de la tierra; como por ejemplo la evolución de los precios de los commodities, las tasas de interés o la inflación internacional.
- 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 así como en el del regulador: www.bcu.gub.uy. El comité de calificación estuvo integrado en este caso por Julio Preve, Adrián Tamber y Martín Durán Martínez. Asimismo, en oportunidad de la calificación original, CARE contrató los servicios del Dr. Leandro Rama.

Más allá de las actualizaciones de norma, la calificación puede variar ante la aparición de hechos relevantes. En los primeros años del proyecto se consideraron como hechos relevantes la evolución semestral de la compra de tierras así como la concreción de la infraestructura de riego prevista en el Prospecto.

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 consiste en la adquisición de inmuebles rurales con determinadas características, realizarles intervenciones en infraestructura de riego, a los efectos de darlos en aparcería para su explotación. El operador/aparcero es Agropecuaria del Litoral S.A, quien por cuenta del Fideicomiso realiza 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). A la fecha, 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.
- Los ingresos por concepto de aparcerías para el fideicomiso son del 27% para los cultivos de verano y 20% para los de invierno.

- 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 6.256 USD/ha más gastos de adquisición. Este precio de compra fue un 11,1% 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 (U\$S/ha)	Riesgo (USD/ha efectiva)
Campo 1 (*)	728	159	72%	339	6.654	3.257
Campo 2 (*)	1.789	142	60%	846	5.664	2.942
Campo 3	899	163	74%	528	6.000	3.132
Campo 4 (*)	924	180	79%	430	6.300	2.723
Campo 5 y 6 (**)	1.419	221	78%	836	6.970	3.000
Total	5.758	166	75%	2.979	6.250	2.996

Fuente: El Operador, Comité de Vigilancia y el Fiduciario

(*) Proyectos ya ejecutados por lo que el valor de la inversión es el real.

(**) 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 encuentra en proceso de avanzar en ese sentido.
 - o Durante el mes de Mayo 2020 se renovaron las certificaciones de Normas ISO 9.001 (Sistema de Gestión de la Calidad) e ISO 14.001 (Sistema de Gestión Medioambiental).
 - o Para el 2023 se tiene como objetivo la implementación del Sistema de Gestión de Huella de Carbono y Gases de Efecto Invernadero a través de la norma ISO 14064-1.
 - o Se sigue avanzando con el objetivo de la certificación de producción de Soja Responsable a través de la normativa establecida por la RTRS (Round Table Responsible Soy). Se espera lograr esta certificación durante 2022.
- 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.
- La última tasación de los campos del fideicomiso se realizó al 31 de diciembre de 2021, determinando un monto total de 44,94 millones de dólares una cifra un 7,4% más alta que el año anterior. Esta tasación no contempla aún las inversiones en riego.

2.2.- Hechos salientes del período

- El estado de las inversiones en riego es el siguiente:
 - o En tres de los establecimientos (El Retiro, La Juanita y La Armonía) ya culminaron las obras y se completaron las observaciones informadas como pendientes luego de la campaña de riego 21/22. Ocurrió el vuelco de un pivote por una tormenta, y se activó el seguro que cubrió buena parte del costo.
 - o En el predio de La Guarida, las inversiones están prácticamente culminadas, se están haciendo los ajustes de campo en los pivotes y estaciones de bombeo para entregar el sistema en el segundo semestre 2022. Se está trabajando para bombear agua desde el Rio Negro a la represa nueva que no se ha llenado por falta de lluvias importantes. Asimismo se están completando las tareas finales de la línea de media tensión interna para utilizar la potencia disponible.
 - o Se avanza con las obras de construcción de la represa en el predio San Miguel y en la instalación de tuberías para la distribución del agua. En este predio seguramente no se regará en la campaña de verano 22/23.
- La cosecha de soja finalizó con resultados mejores a los esperados, principalmente en los cultivos de secano, y en línea con lo esperado en los cultivos bajo riego. Las lluvias importantes llegaron en el período crítico de la soja, impactando muy favorablemente a los cultivos de secano. En los cultivos de maíz bajo riego, los resultados fueron los esperados, ya que a pesar de la falta de lluvias para el ciclo de estos cultivos la disponibilidad de agua fue la adecuada.
- La campaña agrícola 21/22 terminaría con un EBITDA para el fideicomiso de USD 2.451.000 una cifra superior (+88,2%), a la estimada al inicio de las siembras de invierno en 2021. Ese incremento se explica por un aumento en los ingresos netos de los cultivos de invierno por mejores precios y rendimientos (+46%) como así también a un aumento del resultado proyectado de los cultivos de verano (+84%). La diferencia en el resultado general se explica en un 38% por efecto de los mayores rendimientos y en un 62% por mayores precios a los proyectados. La reciente caída del valor de los commodities de los últimos meses no habría afectado los ingresos del fideicomiso ya que las últimas ventas relevantes se realizaron a principios de junio, intentando proteger el resultado contra el período de alta volatilidad que comenzaba.

En el siguiente cuadro se presenta la producción y los ingresos netos del fideicomiso para la zafra agrícola 21/22.

Cuadro 2: Producción e ingresos netos preliminares para el fideicomiso (campaña 21/22)

Concepto	Hás plantadas	Rend. Kg/ha del Operador	Rend. Kg/ha promedio DIEA	Toneladas para el FFTDL	Ing. neto (USD) FFTDL
Soja secano	2.436	2.959	2.800	1.945	1.065.700
Soja riego	1.127	3.470	3.460	1.056	583.014
Maiz riego	586	10.820	9.930	1.711	505.941
Trigo	472	4.930	3.985	466	126.757
Cebada	573	4.820	4.102	552	107.364
Colza	1.193	1.740	1.812	416	226.560
Ganadería	936				104.672
TOTAL					2.720.008
Costos del Fideicomiso					(268.650)
EBITDA					2.451.358

Fuente: El Operador

- Las áreas sembradas estarían bastante alineadas con las proyecciones presentadas en el plan de negocios, pero los rendimientos y los precios se encuentran por encima de esas proyecciones, por lo que el resultado para el Fideicomiso debería este año ser mejor al esperado.
- Para la campaña 22/23, que recién comienza se proyecta un EBITDA de USD 1.814.000, dicha proyección contempla un escenario base con San Miguel sin riego, que es lo mas probable y el criterio mas conservador. En el siguiente cuadro se presenta una primera proyección.

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

Concepto	Hás plantadas	Rend. Kg/ha	Toneladas para el FFTDL	Ing. neto (USD) FFTDL
Soja secano	1.677	2.332	1.056	420.350
Soja riego	1.127	3.534	1.371	556.021
Maiz riego	838	10.624	2.404	493.880
Trigo	350	3.837	269	62.080
Cebada	914	3.764	688	163.347
Colza	1.524	1.659	506	247.751
Raigras	49	1.000	10	13.722
Ganadería	926			119.158
Otros ingresos	115			12.074
TOTAL				2.088.383
Costos del Fideicomiso				(274.299)
EBITDA				1.814.084

Fuente: El Operador

- En la presente zafra de invierno se incluyó el cultivo de raigrás que no había estado presente en los ciclos anteriores (49 ha) para producción de semilla bajo contrato con la empresa de plaza.
- Se continúa con el plan de mejora de los establecimientos, particularmente con la construcción de terrazas. Por otra parte, se comenzó a delinear el proyecto de reforma de los cascos de alguno de los predios.

3. Información analizada

La información analizada, fue la siguiente:

- Informes trimestrales del operador, el último al segundo trimestre de 2022.
- Informes trimestrales de Comité de Vigilancia el último al segundo trimestre de 2022.
- Informes trimestrales del Fiduciario, el último al segundo trimestre de 2022
- Estados Contables de Agropecuaria del Litoral al 30 de junio de 2021.
- Estados Contables intermedios del Fiduciario al 30/06/2022.
- Estados Contables intermedios del Fideicomiso al 30/06/2022.

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

Denominación:	Fideicomiso Financiero Tierras del Litoral
Fiduciario:	Winterbotham Fiduciaria S.A. Administradora de fondos de inversión.
Operador/ Aparcero:	Agropecuaria del Litoral S.A.
Agente de Registro y Pago:	Winterbotham Fiduciaria S.A. Administradora de Fondos de Inversión.
Entidad Representante:	Bolsa Electrónica de Valores SA
Cotización bursátil:	BVM y BEVSA
Organizador:	Nobilis y Estudio Jurídico Guyer & Regules
Títulos a emitirse:	Títulos Mixtos
Activos del Fideicomiso:	Inmuebles rurales, infraestructura de riego, contratos de aparcería, entre otros.
Moneda:	Dólares Americanos
Importe de la Emisión:	USD 50.000.000 que fueron suscriptos entre el 3 y el 4 de setiembre de 2018
Plazo:	15 años
Distribuciones:	Anuales, según prospecto
Calificadora de Riesgo:	CARE calificadora de Riesgo
Calificación de Riesgo:	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). 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 intermedios al 30/06/2022. De los mismos se extrae la información que se expone en los cuadros siguientes:

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

Concepto	30/6/2022	31/12/2021	31/12/2020
Activo	82.639	88.052	51.811
Activo Corriente	22.877	23.460	11.869
Activo no Corriente	59.762	64.591	39.942
Pasivo	46.912	54.614	30.747
Pasivo Corriente	2.455	4.559	4.284
Pasivo no Corriente	44.457	50.054	26.463
Patrimonio	35.726	33.438	21.064
Total Pasivo y Patrimonio	82.639	88.052	51.811
Razón Corriente	9,32	5,15	2,77

Fuente: EE.CC Winterbotham

Cuadro 5: Estado de Resultados de Winterbotham (miles de \$)

Concepto	30/6/2022	30/6/2021	31/12/2021
Ingreso de actividades ordinarias	13.429	11.965	26.757
Gastos de Administración	(8.031)	(5.295)	(11.698)
Resultado Operativo	5.398	6.670	15.059
Resultados de inversiones y financiamiento	(1.895)	735	1.669
Resultados antes de Impuestos	3.502	7.405	16.727
Impuesto a la Renta	(1.214)	(1.953)	(4.353)
Resultado del Periodo	2.288	5.452	12.374

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 negocios 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, hasta 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 informa que en setiembre de 2022 se designó un nuevo Gerente de Producción, Ing. Agrónomo Guzmán Irazábal (44 años) egresado de la UDELAR con un MBA en la Universidad Católica y una Maestría en Ciencias Agrarias (Producción Vegetal) en la UDELAR. Cuenta con antecedentes en cargo similar. Este nombramiento llevó al Ing. Agr. Federico Frick al rol de Gerente General.

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 30/06/2021 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) sino, a asegurar un ingreso mínimo al Fideicomiso independientemente de sus resultados operativos. Se destaca que al momento ya se ha realizado su integración definitiva por USD 2.515.000 millones.

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 Fideicomiso²

El contrato de fideicomiso se celebró el 8/11/17 y fue modificado el 3/7/18 y 23/7/18. Con fecha 11/9/18 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.

Si bien la moneda funcional es el dólar americano, los EE CC se presentan en moneda nacional (moneda de presentación); a partir del ejercicio en curso (2022), por Decreto No.108/22 del 4 de abril de los corrientes, aquellas entidades que hayan definido una moneda funcional diferente a la de presentación deberán presentar sus estados contables en ambas monedas. En próximas actualizaciones, una vez se cuente con tres periodos consecutivos expresados en dólares, los cuadros con los EE CC se presentarán en esa moneda.

². Si bien el contexto nacional y mundial pudiera afectar directa e indirectamente la situación financiera del Fideicomiso, hasta la fecha de emisión de los estados financieros, la situación financiera y el resultado de las operaciones del Fideicomiso no se han visto afectadas a causa de la pandemia

A continuación se expone resumidamente el estado de situación intermedio del Fideicomiso al 30/06/2022.

Cuadro 6: Estado de Situación del Fideicomiso (miles \$)			
Concepto	30/6/2022	31/12/2021	31/12/2020
Activo	2.289.901	2.525.719	2.062.056
Activo Corriente	140.069	162.890	274.358
Activo no Corriente	2.149.831	2.362.828	1.787.698
Pasivo	533.817	753.001	579.087
Pasivo Corriente	15.854	37.993	4.710
Pasivo no Corriente	517.963	715.008	574.377
Patrimonio	1.756.084	1.772.718	1.482.969
Total Pasivo y Patrimonio	2.289.901	2.525.719	2.062.056
Razón Corriente	8,83	4,29	58,25

Fuente: EE.CC Fideicomiso Tierras del Litoral

De acuerdo al cuadro precedente, el patrimonio contable al cierre del último ejercicio era de unos USD 39.7 millones mientras que para el cierre del semestre el patrimonio contable era de USD 44.1 millones. 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 ejercicio, luego de practicada las tasaciones correspondientes, era de algo menos de USD 53 millones; en esta oportunidad por tratarse de un cierre intermedio no hay nuevas tasaciones por lo que se mantienen aquellos valores, aunque se registró un alta de USD 1 millón.

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

Cuadro 7: Estado de Resultados del Fideicomiso (miles \$)			
Concepto	30/6/2022	30/6/2021	31/12/2021
Ingreso de actividades ordinarias	84.303	40.128	63.859
Costos asociados a los arrendamientos	(5.982)	(2.741)	(4.828)
Cambio valor razonable de campos	-	-	77.997
Resultado operativo bruto	78.321	37.387	137.027
Gastos de administración	(6.012)	(5.149)	(10.750)
Otros ingresos/gastos	(1.947)	(507)	(2.728)
Resultado Operativo	70.362	31.732	123.549
Resultados financieros	(15.800)	(14.434)	(30.889)
Resultados derivados posición monetaria	(19.017)	3.394	4.186
Resultado antes de impuestos	35.545	20.693	96.846
IRAE	136.983	55.441	(58.357)
Resultado del periodo	172.528	76.133	38.488
Ajuste por conversión	(189.162)	42.918	87.633
Resultado integral del periodo	(16.634)	119.051	126.121

Fuente: EE.CC Fideicomiso Tierras del Litoral

Del comparativo queda claro que a medida que se han ido incorporando campos al Fideicomiso, los ingresos por explotación se incrementan significativamente; aunque expresado en moneda nacional, el resultado del periodo es deficitario explicado por el ajuste por conversión.

Puede comprobarse, observando la cuenta Resultados financieros en el cuadro precedente, que el Fideicomiso ha abonado una cifra relevante por concepto de intereses de deuda. Una vez completada la emisión, lo que ocurrió promediando 2021, los intereses devengados por el componente deuda, son de USD 750 mil anuales.

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 muy avanzados los proyectos de riego y las inversiones, el aparcerero presenta en esta oportunidad un nuevo flujo financiero con información actualizada a setiembre de 2022 y proyectando los valores hasta la finalización del fideicomiso. Esto implica que ahora se dispone de la 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 en las proyecciones, fueron los siguientes:

- Se ajustaron 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%. Ese porcentaje resulta un poco optimista en la actual coyuntura. Para CARE un valor razonable de incremento anual del precio de la tierra debería contemplar un valor aproximado a la inflación americana de largo plazo³ (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 puede resultar levemente optimista al menos en lo que se refiere a los aumentos nominales de los precios.
- Con respecto 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 alineados o levemente por debajo de los reales, pero como se verá en la sección V, éstos podrían bajar un poco más en el corto plazo.

³ En la actualidad la inflación en EEUU está muy por encima de esos valores, pero no existen elementos para suponer que la depreciación del dólar no vuelva a los valores históricos. Por el momento los analistas no han modificado sus proyecciones.

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 flujo actualizado 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 evolución esperada 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 para 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 consultadas⁴. Estas fuentes coinciden en que la recuperación de los precios en el mediano plazo -una vez que se alcance el nuevo equilibrio- 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 recientes aumentos.

En relación al precio de la tierra, si bien el 6 % está por debajo del comportamiento histórico, podría verificarse un incremento menor habida

⁴ FAO-OCDE, USDA y Banco Mundial, Ver Capítulo V.

cuenta que los valores ya se han ajustado al alza entre 2004 y 2015. Para CARE, como ya fuera comentado, un incremento razonable para el aumento del precio de la tierra debería estar entre 3 y 4%, contemplando de esta manera la inflación del dólar y el incremento de la productividad de la tierra.

Al respecto, sobre el modelo actualizado presentado por el aparcerero, CARE sensibilizó la respuesta en cuanto a 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. En el escenario más razonable a juicio de CARE (aumento del 3% en los ingresos de los productos y un 4% en el precio de la tierra la TIR sería del 7,4%.

Cuadro 8. 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%	7,4%	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

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

Con el objetivo de testear algunos cambios en las tasas de interés internacionales y en el riesgo país ocurridos en los últimos tiempos, CARE actualizó el análisis del costo de oportunidad del capital para descontar los flujos de fondos. Para ello se calculó el costo promedio ponderado del capital (WACC⁵) del presente proyecto.

El Costo Promedio Ponderado del Capital (WACC) es una tasa de descuento que mide el costo de capital utilizado para invertir en el proyecto y se define como la media ponderada entre la proporción de recursos propios y la proporción de recursos ajenos (como la deuda); el valor así obtenido es la tasa de descuento que se emplea para descontar el flujo de fondos del proyecto. En este caso el costo de la deuda sería la tasa de interés correspondiente al componente deuda de los títulos mixtos, o sea el 25% de la inversión, mientras que el de los recursos propios es el costo de oportunidad del componente participación (75%). A continuación, se presenta la fórmula de cálculo del costo de los recursos financieros del proyecto.

$$WACC = E(r_i) * \frac{E}{E + D} + r_d * (1 - t) * \frac{D}{E + D}$$

⁵. Weighted Average Cost of Capital

Donde:

E(ri): Tasa de retorno esperada del capital (propio)

E: Capital propio (CPs)

D: Deuda (crédito de largo plazo)

Rd: tasa de interés de la deuda (es el 6%, establecido en los títulos mixtos).

t: tasa de impuesto corporativo

El punto fundamental para el cálculo del WACC es la estimación de la retribución de los fondos propios (E(ri)); Para esto se utilizó el modelo de valoración CAPM (Capital Asset Pricing Model) y, siguiendo a Damodaran⁶ se adicionó a éste una prima que contempla el riesgo específico del mercado en el que se ejecuta el proyecto. En consecuencia para el cálculo del costo de los fondos propios se aplica la siguiente fórmula:

$$E(r_i) = r_f + \beta_{im}(E(r_m) - r_f) + Er_p$$

Donde:

E(ri): Tasa de retorno esperada del capital

β_{im} : Riesgo sistemático propio respecto del riesgo de mercado⁷.

rf: tasa libre de riesgo (Treasury Bonds USA)

E(Rm) – Rf: Prima de Riesgo del mercado. Es el premio por el riesgo específico al mercado en que opera el proyecto (La diferencia del rendimiento de los títulos de renta variable⁸ y la tasa libre de riesgo)

Erp: Prima por riesgo específico a la compañía o proyecto evaluado. Se considera en este caso el riesgo país de Uruguay (índice UBI).

Por lo general, se considera como la tasa libre de riesgo a los rendimientos de los Treasury Bonds 10 Years de la Reserva Federal de los Estados Unidos. Se opta normalmente por utilizar los promedios de 5 o 10 años de dichos rendimientos, evitando de esta manera los elevados valores de fines de la década de los noventa y comienzos de la década del 2000 (5 a 7%), así como también los valores muy bajos de los últimos años (cerca de cero en 2020) En los últimos diez años, ese rendimiento se ubicó en 2,00%, y en la actualidad se encuentra en aproximadamente un 4,0%⁹.

Por su parte para medir el riesgo del país se consideran los rendimientos de los bonos soberanos uruguayos medidos a través del índice UBI de República AFAP. En este caso deben evitarse también los valores “anómalos” del período de la crisis de 2002. Si bien es una realidad que la economía uruguaya atraviesa en determinados períodos crisis de esa magnitud, no se considera muy probable que ello pueda ocurrir en el futuro mediano plazo.

El parámetro “beta unlevered” de Damodaram, para enero de 2022 se ubica en 0,68 (0,64 para el promedio de los últimos 5 años) lo que indica que la inversión en la producción de productos agrícolas tiene un menor riesgo y variabilidad que el promedio de todas las actividades en ese mercado.

A los efectos de calcular estos indicadores se tuvieron en cuenta los valores promedio de los últimos 5 años, para evitar variaciones coyunturales y tener una visión de mediano plazo¹⁰. En este sentido, para el caso del rendimiento de los bonos americanos se consideró 1,99% y para el riesgo país (índice UBI), se consideraron 142 puntos básicos.

⁶. A. Damodaran, “Estimating Equity Risk Premiums” Stern School of Business.

⁷. Se consideraron los betas promedio de empresas de producción primaria de bienes agrícolas en mercados emergentes según A. Damodaram

⁸. Equity Risk Premium del S&P 500. Promedio de los últimos 5 años 4,73%.

⁹. En la actualidad los rendimientos de estos bonos han tenido un aumento muy importante como consecuencia de la política monetaria de EEUU y la alta inflación. Durante la peor parte de la crisis sanitaria estuvieron muy bajas, por debajo del 1%.

¹⁰. En el momento actual, las tasas de interés internacionales están muy afectadas por la coyuntura internacional derivada de los efectos del coronavirus y del conflicto entre Rusia y Ucrania, y sus consecuencias sobre la economía mundial.

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 5,36%. Este porcentaje es inferior a la TIR esperada del inversor ajustada a los criterios de la Calificadora (7,4%), lo que nos indicaría que la tasa prevista es superior a la teórica. 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 original comparada con la coyuntura actual.

Finalmente, si consideramos esta tasa junto a la del costo del crédito (tasa de interés del componente deuda) y las participaciones de ambas fuentes de financiamiento, la tasa de descuento (WACC) aplicable a este proyecto sería de 5,52%, inferior también a la TIR esperada.

Esto indica que según estas metodologías, la tasa de descuento del proyecto es adecuada y reforzaría los cálculos del retorno del negocio para el inversor.

5.- Tasación de la Tierra

Al 31 de diciembre de 2021 se realizó la segunda tasación de los campos del fideicomiso, la misma mostró un aumento de un 7,4% respecto del año anterior y está un 24,6% por encima de los valores de compra.

En esta oportunidad, y al igual que en la primer tasación, no se tienen en cuenta las inversiones en riego, básicamente porque éstas aún no estaban operativas en un cien por ciento en todos los campos.

La valuación se realizó básicamente siguiendo una metodología que considera los ingresos netos futuros de la explotación agrícola-ganadera sin los beneficios del riego referidos a una tasa de corte de 3,5%, teniendo también en cuenta los precios reales de mercado de predios similares. El aumento en el valor de los campos es consecuencia del nuevo escenario comercial para los productos agropecuarios, en particular la soja, que se traduce en referencia para la formación del precio de las rentas agrícolas y ello se traslada a los precios de las tierras; según la metodología seguida por las tasaciones.

Cuadro 9. Tasaciones de los campos del Fideicomiso

Establecimiento	Precio de Compra	Tasación Dic 2020	Tasación Dic 2021	Variación
Campo 1	4.844.112	5.532.800	5.819.530	5,2%
Campo 2	10.132.896	12.523.000	13.245.961	5,8%
Campo 3	5.394.000	6.203.100	6.565.236	5,8%
Campo 4	5.819.940	7.014.800	7.386.679	5,3%
Campo 5 y 6 *	9.865.505	10.572.368	11.919.771	12,7%
Total	36.056.453	41.846.068	44.937.177	7,4%

Fuente: CARE en base a las tasaciones

* En esta oportunidad se tasaron juntos los predios 5 y 6 que son linderos y utilizan los mismos recursos de riego.

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.), *se considera que existe un riesgo bajo.*

Riesgo de descalce de monedas. Los ingresos y egresos más relevantes están previstos en la misma moneda, por lo que este riesgo es prácticamente 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, 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 los últimos años han ocurrido variaciones muy significativas en los precios de alimentos consecuencia de la ocurrencia de una serie de factores, la mayor parte de ellos tuvieron efectos en generar incrementos sostenidos en los precios internacionales. La pandemia del Covid 19, la Fiebre Porcina Africana en China, la guerra en Ucrania, la sequía en parte de América del Sur y la elevada inflación internacional, entre otros, generó condiciones para el aumento sostenido de los precios de la mayor parte de las commodities alimenticias y las fibras. No obstante, como se verá, los precios ya han comenzado a ceder y seguirán cayendo, para luego probablemente retomar su leve tendencia al crecimiento.

El sector productor de alimentos, enfrenta hoy un mercado muy volátil, con precios en algunos casos relativamente elevados en la perspectiva histórica, pero con interrogantes respecto de lo que pasará en el mediano plazo, con los precios, con los insumos y con el clima.

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.

5.1.- 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.

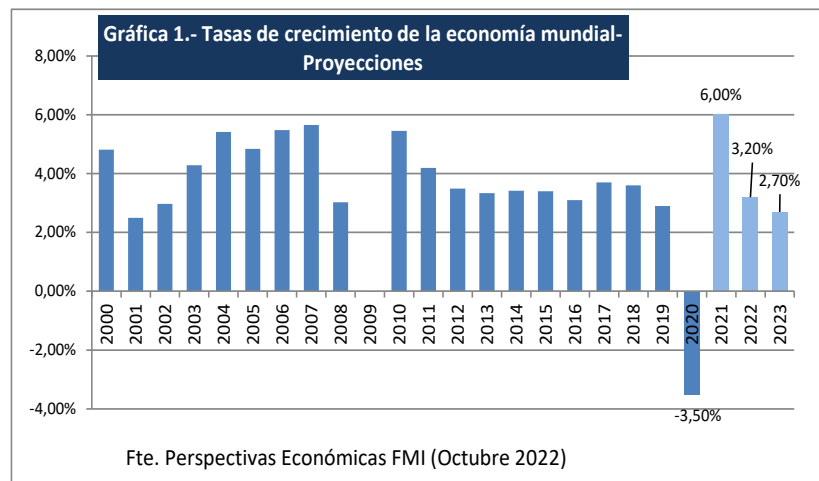
Resulta claro también que la demanda por alimentos tendrá una tendencia creciente de la mano del aumento de la población mundial, la occidentalización del consumo en algunas regiones del mundo, la urbanización, el crecimiento económico de los países emergentes, etc. Sin embargo, los incrementos de productividad, el resurgimiento de algunas políticas proteccionistas, el enlentecimiento del dinamismo de la economía mundial y el ya elevado consumo de los 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.

5.1.1.- Sobre el precio de los productos agrícolas-alimenticios

La trayectoria esperada de los precios de los productos agrícolas afecta de forma relevante la renta que se paga por la tierra y por ende, el resultado de la inversión. Como fue mencionado anteriormente, el 32% de los ingresos brutos refieren a los contratos de aparcería/arrendamiento. 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.

Según el último informe del FMI de octubre de 2022, la actividad económica mundial viene mostrando una desaceleración generalizada y más acentuada de lo previsto en anteriores informes. La elevada inflación internacional, el endurecimiento de las condiciones financieras en la mayoría de las regiones, la invasión rusa de Ucrania, la persistencia de la pandemia de COVID-19, y las nuevas medidas de confinamiento que ha tomado China, inciden notablemente en las perspectivas económicas. Según los últimos pronósticos, el crecimiento para 2022 será de apenas 3,2% y de 2,7% en 2023. Como puede observarse en la gráfica, este es el comportamiento más modesto desde 2001, sin considerar la crisis financiera mundial y la fase aguda de la pandemia de COVID-19.



La inflación mundial según proyecta el FMI será del 8,8% en 2022, para luego descender a 6,5% en 2023 y 4,1% en 2024. Esta alta inflación promueve el mantenimiento de una política fiscal y monetaria restrictiva que busca estabilizar los precios para el mediano y largo plazo. En consecuencia, ante este panorama puede suponerse que la economía mundial no será un motor para el sostenimiento de elevados precios de los alimentos, sino que posiblemente actuaría como freno a su crecimiento o aún a un descenso.

Los precios agrícolas mostraron un fuerte aumento en sus valores a partir de 2005 y hasta el 2013. La producción mundial respondió rápidamente a los estímulos del mercado alcanzando en el año 2017 los mayores niveles para prácticamente todos los cereales, carnes y lácteos. En la medida que la producción creció la demanda comenzó a debilitarse. Entre las causas que impulsaron la demanda durante ese período se destaca:

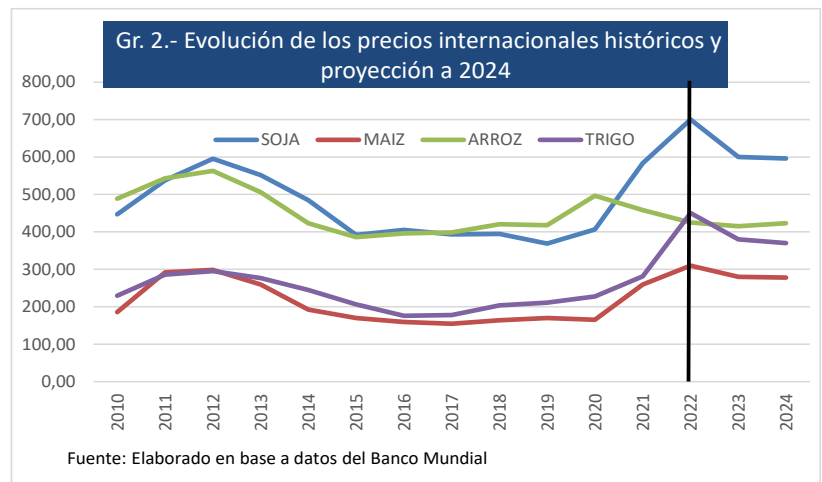
- (a) el sostenido crecimiento de la demanda y el comercio de granos a nivel mundial explicado en gran medida por el aumento de los ingresos per cápita de China,

- (b) una mayor apertura y desregulación de los mercados globales
- (c) el desarrollo y la promoción de los biocombustible que al masificarse, vincularon la trayectoria de precios de los mercados de alimentos también con los mercados de los bienes energéticos y
- (d) el debilitamiento del dólar que generó aumentos en los precios nominales de las commodities.

Las principales causas que impulsaron los precios al alza hasta el 2013 no se mantuvieron y el panorama cambió, manteniéndose los valores deprimidos hasta mediados de 2020. A partir del segundo semestre de 2020, los valores de los principales productos agrícolas comenzaron a recuperarse y se volvió a evidenciar un nuevo ciclo favorable para la agricultura.

Los precios internacionales de los cereales, de la soja y de la carne aumentaron fuertemente durante el año 2021 y parte del 2022. Un factor importante detrás de la evolución de los precios durante ese período fue el aumento sustancial de las importaciones por parte de China por encima de los niveles del pasado. Esas importaciones fueron 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 suman luego los efectos de la guerra entre Ucrania y Rusia, productores clave en el mercado internacional de granos y aceites, en especial de girasol, maíz, trigo y aceite de girasol. Este aumento finalmente viene cambiando de signo y se espera que en el mediano plazo logre un nuevo equilibrio.

En la siguiente gráfica se presenta la evolución de los precios internacionales de los últimos años según el Banco Mundial¹¹ en la que se observa el aumento de precios comentado y una proyección al 2024, en la que se consigna una tendencia decreciente, en términos nominales, pero manteniéndose por encima de los valores registrados entre 2015 y 2020.



¹¹. Banco Mundial-Commodity Prices (octubre 2022) y Banco Mundial Commodity Price Data.

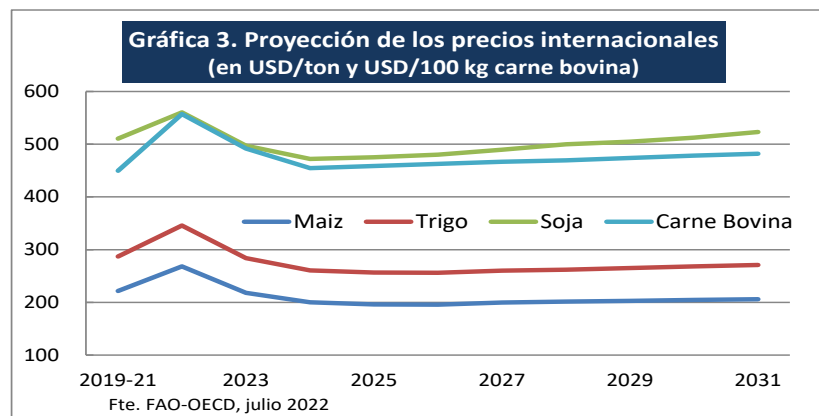
¹². Perspectivas Agrícolas FAO-OCDE 2022-2031 (julio de 2022); USDA Agricultural Projections to 2031 (febrero 2022); Banco Banco Mundial-Commodity Prices (octubre 2022) y FAO- Índice de Precios de los Alimentos.

CARE consultó diversas fuentes de información¹² 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, una vez retornados a su nuevo equilibrio, no lograría compensar la devaluación del dólar.

El índice de precios de los alimentos de la FAO¹³ se situó en un promedio de 136,3 puntos en setiembre de 2022, esto es un 1,1 % más bajo que en agosto, lo que representa su sexto descenso mensual consecutivo. El descenso de setiembre obedeció a una brusca caída de los precios internacionales de los aceites vegetales y a descensos moderados de los de la carne y los productos lácteos, que compensaron el repunte del subíndice de precios de los cereales. Pese al nuevo descenso, el índice se mantuvo un 5,5 % por encima del valor registrado en el mismo mes del año pasado.

Por su parte, el índice de precios de los cereales de la FAO registró en setiembre un promedio de 147,8 puntos, o sea un 1,5 % más que en agosto y un 11,2 % por encima de su valor de setiembre de 2021. La preocupación por las condiciones de sequía en Argentina y EEUU contribuyó a reforzar los precios, especialmente para el caso del trigo.

Según el último reporte de FAO-OCDE (julio 2022) sobre las proyecciones 2022-2031, la sobredemanda de China y los efectos de la guerra Ucrania-Rusia serían coyunturales, por lo tanto se sigue proyectando que los precios de los cereales en el mediano plazo mostrarán una tendencia decreciente durante la próxima década. En este sentido, mantienen lo informado en anteriores ediciones recientes 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.



Según FAO-OCDE, durante los próximos diez años, la mayor producción mundial de cereales necesaria para alimentar el crecimiento de la población se originará en mayor medida a partir del crecimiento del rendimiento y la intensificación de la producción (mejores semillas, eficiencia en el uso de insumos y mejores prácticas agrícolas), dada la existencia de ciertos límites al crecimiento de la tierra cultivable disponible. El acceso limitado a las nuevas tecnologías en algunos países y la falta de la inversión podría limitar el crecimiento, sumado al aumento de las preocupaciones ambientales.

Este organismo proyecta que el crecimiento de la demanda de cereales sería menor en comparación con la década anterior, debido a la combinación de varios factores: un menor crecimiento de la demanda de raciones y una menor demanda de cereales para biocombustibles y otros usos industriales. Por otra parte, el consumo per cápita de la mayoría de los cereales ya ha alcanzado niveles de saturación en muchos países, por lo que no se espera una mayor

¹³ FAO. Situación Alimentaria Mundial. Octubre de 2022

demanda por ese lado, sin embargo, el crecimiento demográfico aumentará el consumo de cereales como alimento principalmente en los países de ingresos bajos y medios-bajos.

La utilización de harina proteica se verá limitada por un crecimiento más lento de la producción mundial de aves de corral y ganado, ya que la harina proteica se utiliza casi en su totalidad como alimento para animales. Asimismo se espera una mayor eficiencia alimenticia combinada con esfuerzos para lograr proporciones más bajas de harina proteica en las raciones de alimentos para el ganado, así como un menor uso de aceites para la elaboración de biocombustibles.

Por su parte, las perspectivas del USDA coinciden con la visión de FAO-OCDE en describir para el largo plazo un panorama de recuperación muy bajo de los precios de productos agropecuarios durante la próxima década, y también coinciden en que ese incremento no compensará seguramente la depreciación del dólar y en consecuencia caerían en términos reales.

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 espera un ajuste a la baja durante los próximos años que ya ha comenzado en prácticamente todos los productos y que culminaría entre 2023 o 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 al 2031 y según estas fuentes al final del período los valores estarán por debajo de los récords de 2022 para el maíz, el sorgo y el trigo. Para el caso de la carne bovina USDA proyecta una leve recuperación al 2031, mientras que FAO-OCDE una reducción. Importa destacar que el punto de partida es el más alto de la serie.

Cuadro 10. Tasa de evolución de los precios proyectadas para la década

Cultivo	FAO-OCDE	USDA
Maíz	-2,9%	-3,0%
Soja	-2,7%	-2,1%
Trigo	-0,8%	-2,5%
Carne Bovina	-1,6%	1,6%

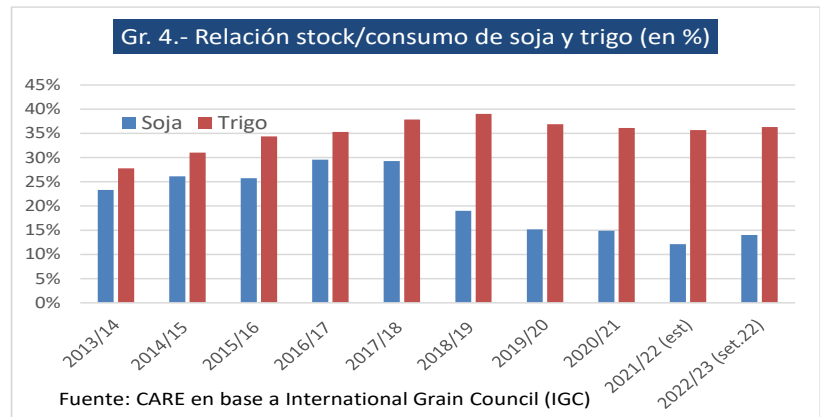
Fuente: CARE en base a USDA y OECD-FAO

Nota: incremento acumulativo anual 2022 a 2031 FAO-OECD son precios internacionales, USDA son precios al productor

La tendencia de largo plazo parece estar clara, no obstante eso no implica que por situaciones coyunturales la trayectoria de los precios no pueda mostrar desvíos, tal cual parecería ser el caso actual.

La mejor coyuntura de precios alentó a los productores nacionales a incrementar las áreas de siembra tanto para los cultivos de invierno (trigo y colza), como para la soja y el maíz. Sin embargo, en la actualidad el sector debe enfrentar un mercado muy volátil, con posible tendencia a la baja, con altos precios de la energía y los insumos y frente a un panorama climático que augura una sequía, ya está instalada, para la próxima zafra de verano.

Del análisis del ratio stocks/consumo surge que nos encontramos para el caso de la soja y también del maíz con una relación relativamente baja en términos históricos, lo que refuerza la idea de que al menos para estos rubros las perspectivas para el corto plazo siguen siendo auspiciosas. Para el caso del arroz y el trigo la relación de stock/consumo se encuentra en valores relativamente más elevados, aunque menores a los años anteriores.



5.1.2. Sobre el precio de la tierra

El precio de la tierra mostró una muy fuerte apreciación dólares a partir de 2004 y hasta 2014, para caer a partir de 2015 y mostrar en los últimos años una cierta estabilidad con las variaciones propias de un escaso número de operaciones; según reporta la Dirección de Estadísticas Agropecuarias del MGAP para el promedio de las operaciones en todo el país.

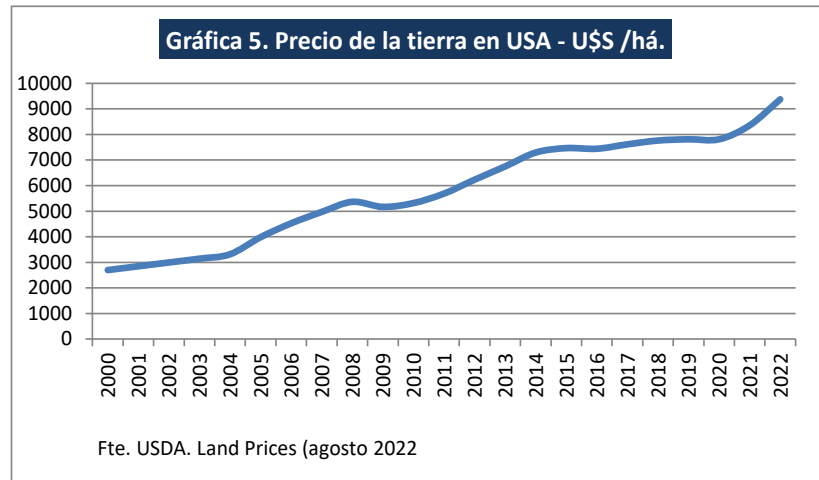
Las perspectivas de demanda internacional por tierra siguen siendo alentadoras y ubicarían los precios en niveles crecientes para el corto y mediano plazo, pero a tasas más moderadas que en el pasado. Esto no implica que puedan existir variaciones de corto plazo que la aparten de esa tendencia, como 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 lo que respecta al precio de la tierra en Estados Unidos, en lo que va del siglo XXI se observa una continua fase ascendente, con alguna excepción (2009 y 2015) en donde se verificaron mínimas reducciones, pero que no modifican la tendencia. El precio en Estados Unidos cayó únicamente en los primeros años de la década del ochenta ante el cambio de la política monetaria denominado "Plan Volcker" y en menor medida, 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.

El precio de la tierra (promedio) se había mantenido relativamente estable entre 2017 y 2020, con aumentos en el entorno a la inflación del dólar, pero en los últimos dos años parece recuperar una tendencia alcista en términos reales. En el año 2021 los precios promedio de la tierra aumentaron un 7%,

y en el año 2022 el aumento fue del 12%. Si se analiza por separado las tierras agrícolas de las ganaderas, las primeras tuvieron entre 2022 y 2021 un aumento del 14,3% mientras que las segundas un 11,5%; esto se explicaría por los aumentos de precio de los productos agrícolas. El aumento de la inflación en EEUU, también explicaría estos recientes aumentos en el precio de la tierra, especialmente el de 2022.



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 2022, muestra que los precios de las tierras irrigadas se ubican en el entorno de un 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 lo tienen.

Cuadro 11. Precio de la tierra regada y no regada en el Corn Belt de EEUU (USD/ha)

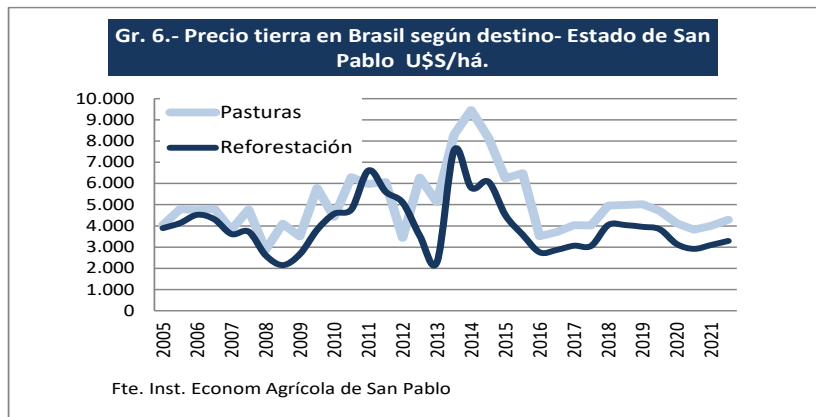
	2018	2019	2020	2021	2022	Variación 2022/21
Regada	11.787	11.787	11.613	11.861	13.344	13%
No regada	8.352	8.278	8.402	9.143	10.378	14%
Variación en porcentaje	41%		42%	38%	30%	29%

Fuente: elaborado en base a datos de USDA, Land Prices, Octubre 2022

En este caso, el aumento del precio de la tierra agrícola en 2022 respecto de 2021 tuvo un aumento de un 13% en el caso de la regada o un 14% en el caso de la no regada.

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 moneda nacional. Por ello, las fluctuaciones son amplificadas por este efecto. En el año 2014 comenzó una fuerte caída de los precios de la tierra, que comenzó a revertirse en 2017.

Para el año 2021, último reportado por el Instituto de Economía Agrícola de San Pablo los precios de la tierra aumentaron en forma importante en dólares, en el entorno del 12%, recuperando parte de la reducción que se había verificado en el año anterior (18% para las tierras de pastoreo y un 21% para las de que tienen por destino la silvicultura y pasturas naturales), lo que se debió en gran medida a la devaluación del real.



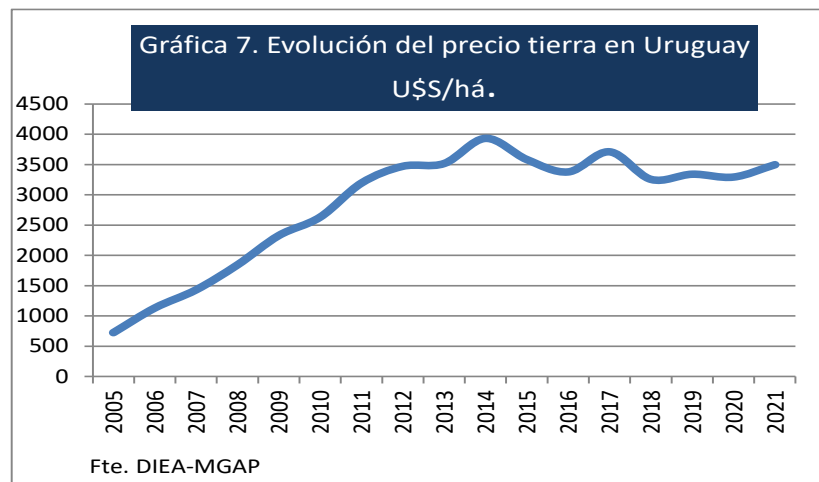
La particular situación de Argentina hace imposible disponer de una serie de precios actualizada y confiable de la tierra. La alta volatilidad de las políticas, las elevadas detracciones a las producciones agrícolas, los desajustes macroeconómicos y las restricciones al manejo de las divisas, generan distorsiones en los valores que nada tienen que ver con la tendencia que deberían tener los precios de los campos. 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.

En el caso de Uruguay, la información reportada por DIEA-MGAP para el promedio de las transacciones de tierras da cuenta de una muy fuerte valorización a partir de 2004 y hasta el 2014 cuando se verifica el valor máximo. A partir de 2015 comienza un cierto 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. Fue así que en 2017 DIEA reportó un aumento de un 9,8% en el valor de la tierra, luego en 2018 la misma oficina da cuenta de una reducción de un 12,3%, en 2019 se reporta un leve aumento de un 2,6%, en 2020 el precio promedio de la hectárea media del país vuelve a caer (-1,4%) y para el 2021 DIEA reporta un incremento del 6,2%¹⁴.

El escaso número de transacciones verificado en estos últimos años genera algunas dudas en cuanto a los valores obtenidos, lo que deberá ser corroborado en los siguientes años. No obstante, en el 2021 se observa un repunte (52%) en la superficie comercializada respecto del año anterior, aunque aún se mantiene por debajo de las hectáreas comercializadas anualmente entre 2000 y 2014

En base a la información recogida por algunos operadores de mercado, cabría esperar para este año 2022 un nuevo repunte en los precios, consecuencia de una mayor demanda derivada de los buenos precios de los commodities, especialmente teniendo en cuenta la alta inflación internacional y los niveles actuales de precio de los campos que no muestran incrementos sostenidos desde 2014.

¹⁴ "Precio de la Tierra" Compraventas año 2021, publicado el 29 de marzo de 2022.



Existen otras fuentes de información realizadas por consultoras y operadores del mercado¹⁵, 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, surge que para el año 2021 los campos se habrían valorizado entre un 3 y un 4%, coincidiendo en gran medida con la información publicada por DIEA para el promedio de tierras del país.

Existe una proporcionalidad comprobada¹⁶ 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.

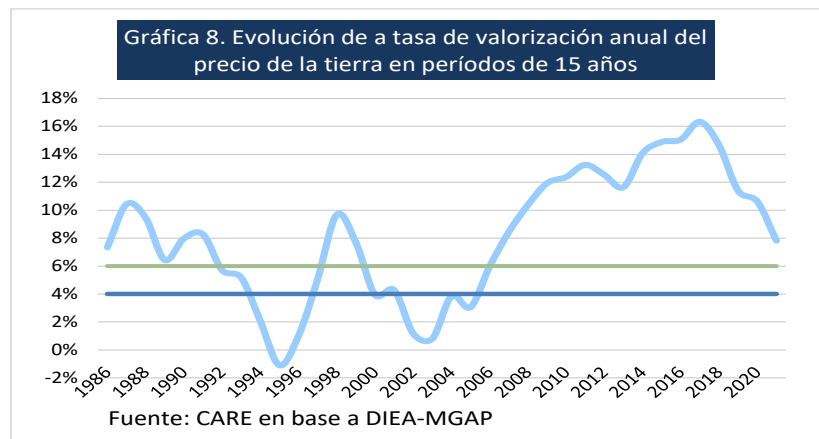
La valorización del precio de la tierra es un componente muy importante de ingreso final del fideicomiso (68%) por lo que lo que finalmente ocurra con su comportamiento tendrá una contribución sustancial con el retorno final de la inversión. El modelo financiero supuso una valorización acumulativa anual 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 52 años (1970 a 2021) 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 8,1%.
- 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 11 años (un 31%) en donde el aumento acumulativo anual en periodos de 15 años es menor al 6%.

¹⁵. SERAGRO, Agroclaro, Consur y operadores privados

¹⁶. B. Lanfranco y G. Sapriza (Serie Técnica N° 187 de INIA, "El índice CONEAT como medida de productividad y valor de la tierra" 2011)



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 muy 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 existan variaciones de corto plazo que la aparten de esa tendencia, derivadas por ejemplo de la evolución de la tasa de interés internacional, la inflación, los precios de los commodities, etc.

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)¹⁷ de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.

Comité de Calificación



Ing. Julio Pirova



Sr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrian Tambler

¹⁷. **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.**