

# CARE

CALIFICADORA DE RIESGO

---

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

*Montevideo, setiembre de 2023*

---

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 DE FONDOS
25	V EL ENTORNO
36	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

---

**Actualización de la Calificación de Oferta Pública.  
25 - setiembre - 2023**

<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 abril 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 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 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 de La Armonía y San Miguel.

- Con la superficie adquirida se dispone de unas 3.000 hectáreas regables, superficie que representa el 75% del área agrícola potencial. Prácticamente ha culminado la realización de inversiones y se viene avanzando en las gestiones con UTE, para contar con electrificación para la zafra de verano 23/24 en el establecimiento San Miguel, el único que aún no ha podido regar. En el caso de San Miguel se está a la espera de la conexión de UTE y así poder realizar las pruebas de los equipos y poder regar en la próxima zafra.
- 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 22/23<sup>1</sup> para el fideicomiso, habrían arrojado un ingreso neto (descontado gastos de comercialización y del fideicomiso) de USD 1,84 MM, en línea con lo proyectado inicialmente. 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 el caso de los cultivos de invierno fue como consecuencia de los muy buenos rendimientos y en el caso del maíz como resultado de un alto precio interno derivado de una situación de escasez, y una afectación muy baja en sus rendimientos.
- Para la zafra 23/24, que se inicia, se proyecta un ingreso neto (descontado gastos de comercialización y del fideicomiso) USD 1.74 MM USD con precios que seguramente estarán por debajo de los obtenidos en las últimas 2 zafras. La superficie de cultivos de invierno sería de unas 1.924 ha, con una mayor diversificación de cultivos con el objetivo de reducir los posibles riesgos climáticos de un fenómeno Niño (alta temperatura y excesos de lluvias). Para el verano, se proyecta un aumento de la superficie bajo riego alcanzando las 2.780 ha de cultivo (54% maíz, 42% soja y 4% semilleros de festuca) y unas 1.280 hectáreas de secano (90% soja y 10% semilleros de festuca y raigrás perenne).
- 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
- La última tasación de los campos se realizó a diciembre de 2022, considerando solamente el valor de la tierra, sin las mejoras de riego, y las terrazas. El monto total alcanza a los 49,25 millones de dólares una cifra un 9,6% más alta que el año anterior. La consultora que realizó la tasación aclara que los valores responden a la situación de explotaciones

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

con agricultura de secano, aunque la rotación considerada es la que se realiza actualmente con riego.

- El conflicto bélico entre Rusia y Ucrania ha tenido un impacto importante en el comercio de productos y en los insumos agrícolas, afectando las exportaciones y elevando los precios. La iniciativa para habilitar el comercio de los granos de Ucrania a través del Mar Negro, las mejores cosechas en otros importantes países productores de cereales, los menores precios de la energía y una China menos demandante, han ayudado reducir los precios de los productos agrícolas de los picos de principios de 2022. No obstante los precios de las materias primas continúan por encima de los niveles previos a la pandemia, y podrían continuar cediendo hasta 2024/2025 para luego 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 y a que en general las posibilidades de expansión de la frontera agrícola está cada vez más limitada. Para el caso del Uruguay, los incrementos esperados en los precios de la tierra serán seguramente más moderados que los ocurridos 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 dos años de aumentos: 6,2% en 2021 y 6,9% en 2022. Estos incrementos se dan con un aumento en el número de operaciones, lo que le da mayor fortaleza, y en parte se explica por la mejora en los precios de los productos, la alta inflación internacional, la baja del dólar en el país y la ausencia de aumentos desde 2015.
- La sequía registrada en la última zafra fue la más importante de los últimos 50 años, y generó efectos negativos en la mayor parte de la producción agropecuaria. Los rendimientos promedio del país para los cultivos de verano sin riego, fueron muy bajos y quedaron superficies importantes sin cosechar. Según DIEA, a nivel promedio país, un 28% de los cultivos de verano no fueron cosechados y los rendimientos estuvieron muy por debajo de los de la zafra 2017/18: 641 vs 1.214 kg/ha para el caso de la soja y 1.415 vs 4.340 kg/ha para el maíz). Cabe destacar, que este proyecto en particular se sustenta en gran medida en la producción agrícola bajo riego, lo que le ha permitido sortear razonablemente los efectos de la sequía.
- 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 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.

### 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, a los efectos de 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 viabilidad 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 6.250 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%	440	6.627	2.586
Campo 2	1.789	142	60%	846	5.637	2.947
Campo 3	899	163	74%	528	6.000	3.174
Campo 4	924	180	79%	430	6.303	2.733
Campo 5 y 6 (*)	1.419	221	78%	836	6.952	3.024
<b>Total</b>	<b>5.758</b>	<b>166</b>	<b>75%</b>	<b>3.080</b>	<b>6.250</b>	<b>2.926</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.
  - o Se cuenta con las certificaciones de Normas ISO 9.001 (Sistema de Gestión de la Calidad) e ISO 14.001 (Sistema de Gestión Medioambiental).
  - o 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.
  - o 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.
- Se presentó a diciembre de 2022 la tasación de los campos del fideicomiso, determinando un monto total de 49,25 millones de dólares una cifra un 9,6% más alta que el año anterior. Esta tasación no contempla aún las inversiones en riego, sin embargo la firma tasadora manifiesta que los valores de las inversiones en esas mejoras que figuran en los estados contables son consistentes con las de otros proyectos.

## 2.2.- Hechos salientes del período

- El estado de las inversiones en riego es el siguiente:
  - o Culminaron las tareas asociadas al sistema de riego de San Miguel, incluyendo electrificación e instalación de transformadores en el predio. Se está a la espera de la conexión de UTE para poder realizar las pruebas de los equipos y poder comenzar la zafra de riego. Con la incorporación de este campo culminarían las inversiones y todos los campos quedarían con riego.

- o Para los campos operativos durante la zafra de riego pasada se iniciaron tareas de inspección, mantenimiento preventivo y correctivo planificado para disminuir los riesgos de parada no programada y aumentar la confiabilidad en el sistema.
  - o Al 30 de junio de 2023, las represas se encontraban relativamente escasas de agua (34% de su capacidad), pero ante los pronósticos de mayores lluvias para la primavera (Fase Niño), las represas alcanzarán niveles adecuados para enfrentar la zafra de verano.
- La campaña agrícola 22/23 culminó con un ingreso neto (descontados los costos comerciales y los del fideicomiso) de USD 1,84 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 2: Producción e ingresos netos preliminares 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 secano	1.823	1.501	628	739	344.771
Soja riego	1.287	2.202	1.198	765	366.744
Maiz riego	769	9.546	7.091	1.983	659.555
Trigo	308	5.755	4.251	355	83.372
Cebada	875	5.378	4.252	941	251.356
Colza	1.475	1.822	1.687	537	295.131
Raigras	49	1.485		15	20.603
Ganadería	1.124				109.022
<b>TOTAL</b>					<b>2.130.554</b>
Costos del Fideicomiso					(289.746)
<b>EBITDA</b>					<b>1.840.808</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 34% superior a lo presupuestado. En verano el ingreso neto consolidado estaría apenas un 5% por debajo del presupuesto, ya que si bien los ingresos de la soja estuvieron un 26% por debajo de los esperados los del maíz estuvieron un 36% 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, que está comenzando se proyecta para el fideicomiso un ingreso neto USD 1.74 millones. Esta proyección supone precios menores a los obtenidos en las dos últimas zafras, lo que resulta razonable. En el siguiente cuadro se presenta una primera proyección.

**Cuadro 3: 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 secano	1.150	2.527	784	304.106
Soja riego	1.154	3.584	1.117	433.321
Maiz riego	1.517	10.406	4.262	857.516
Trigo	104	3.704	77	14.796
Cebada	485	3.743	363	75.017
Cebada forrajera	203	3.840	156	28.040
Colza	685	1.841	252	89.837
Trebol Persa	127	500,00	13	21.167
Raigras	320	935	60	79.134
Raigras perenne	52	800	8	13.853
Festuca	190	400	15	36.153
Ganadería	984			88.310
<b>TOTAL</b>				<b>2.041.250</b>
Costos del Fideicomiso				(303.078)
<b>EBITDA</b>				<b>1.738.172</b>

Fuente: El Operador

- La superficie de cultivos de invierno anuales se proyecta en 1.924 ha y existen también unas 242 ha de semilleros perennes de especies invernales que se cosecha en la misma época, lo que totaliza un 53% de la superficie agrícola con cultivos de cosecha en primavera (anuales y perennes). Como se puede observar este año se incluyen 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 busca reducir uno de los principales riesgos climáticos de la próxima zafra que sería una primavera lluviosa por efecto de el Niño.
- Para el verano se proyecta un aumento de la superficie bajo riego respecto del año anterior alcanzando las 2.780 ha de cultivos. Este aumento se explica por la inclusión del área de San Miguel, donde se proyectan regar 454 ha netas de cultivos. En la superficie de verano bajo riego el 54% de la superficie es maíz, el 42% es soja y el 4% restante es son semilleros de festuca. En la superficie de secano el 90% es soja de primera, el 32% y el 10% semilleros de festuca y raigrás perenne.
- Se continúa trabajando en el cierre de operaciones ya acordadas para la adquisición de fracciones de linderos a los proyectos de represamiento, siendo estos los casos de La Armonía, y San Miguel.
- Se logró la certificación RTRS (Round Table Responsible Soy) ampliando también el alcance a la producción de maíz.
- 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).

### **3. Información analizada**

La información analizada, fue la siguiente:

- Informes trimestrales del operador, el último al segundo trimestre de 2023.
- Informes trimestrales de Comité de Vigilancia el último a mayo de 2023.
- Informes trimestrales del Fiduciario, el último al segundo trimestre de 2023.
- Estados Contables de Agropecuaria del Litoral al 30 de junio de 2022.
- Estados Contables intermedios del Fiduciario al 30/06/2023.
- Estados Contables intermedios del Fideicomiso al 30/06/2023.

### 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 intermedios al 30/06/2023. De los mismos se extrae la información que se expone en los cuadros siguientes:

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

Concepto	30/6/2023	31/12/2022	31/12/2021
<b>Activo</b>	<b>87.811</b>	<b>88.392</b>	<b>88.052</b>
Activo Corriente	16.867	14.203	23.460
Activo no Corriente	70.944	74.188	64.591
<b>Pasivo</b>	<b>44.844</b>	<b>48.235</b>	<b>54.614</b>
Pasivo Corriente	3.181	3.598	4.559
Pasivo no Corriente	41.663	44.637	50.054
<b>Patrimonio</b>	<b>42.966</b>	<b>40.157</b>	<b>33.438</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>87.811</b>	<b>88.392</b>	<b>88.052</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>5,30</b>	<b>3,95</b>	<b>5,15</b>

Fuente: EE.CC Winterbotham

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

Concepto	30/6/2023	30/6/2022	31/12/2022
Ingreso de actividades ordinarias	13.557	13.429	26.375
Gastos de Administración	(8.104)	(8.031)	(15.745)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>5.453</b>	<b>5.398</b>	<b>10.630</b>
Resultados de inversiones y financiamiento	(820)	(1.895)	(1.371)
<b>Resultados antes de Impuestos</b>	<b>4.633</b>	<b>3.503</b>	<b>9.259</b>
Impuesto a la Renta	(1.824)	(1.214)	(2.540)
<b>Resultado del Periodo</b>	<b>2.809</b>	<b>2.288</b>	<b>6.719</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 (hasta USD 100 millones). La misma fue inscripta 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 30/06/2022 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<sup>2</sup>**

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.

Si bien la moneda funcional es el dólar americano, los EE CC se presentaban en moneda nacional (moneda de presentación); a partir del ejercicio 2022, por Decreto No.108/22 del 4 de abril de 2022, aquellas entidades que hayan definido una moneda funcional diferente a la de presentación deberán presentar sus estados contables en ambas monedas. En consecuencia, a partir del último cierre, los estados contables del Fideicomiso se presentarán en esta sección en la moneda funcional.

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

<sup>2</sup>. 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

## Cuadro 6: Estado de Situación del Fideicomiso (miles USD)

Concepto	30/6/2023	31/12/2022	31/12/2021
<b>Activo</b>	<b>62.611</b>	<b>62.879</b>	<b>56.510</b>
Activo Corriente	1.734	2.731	3.645
Activo no Corriente	60.877	60.149	52.866
<b>Pasivo</b>	<b>13.789</b>	<b>14.597</b>	<b>16.848</b>
Pasivo Corriente	616	1.117	850
Pasivo no Corriente	13.173	13.480	15.997
<b>Patrimonio</b>	<b>48.822</b>	<b>48.283</b>	<b>39.663</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>62.611</b>	<b>62.879</b>	<b>56.510</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>2,81</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 30/06/2023 era de USD 48.8 millones, ligeramente superior al cierre d 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 semestre informado fue de USD 60.9 millones. Se recuerda que a medio término no se realizan tasaciones por lo que se mantiene el valor del cierre 2022 con las modificaciones producidas en operaciones del semestre, menores en este caso.

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 USD)

Concepto	30/6/2023	30/6/2022	31/12/2022
Ingreso de actividades ordinarias	1.521	2.113	2.879
Costos asociados a los arrendamientos	(204)	(161)	(240)
Cambio valor razonable de campos	-	-	4.473
<b>Resultado operativo bruto</b>	<b>1.317</b>	<b>1.952</b>	<b>7.111</b>
Gastos de administración	(136)	(143)	(288)
Otros ingresos/gastos	124	(26)	9
<b>Resultado Operativo</b>	<b>1.305</b>	<b>1.783</b>	<b>6.832</b>
Resultados financieros	(367)	(381)	(748)
Resultados derivados posición monetaria	(72)	(450)	(413)
<b>Resultado antes de impuestos</b>	<b>866</b>	<b>952</b>	<b>5.672</b>
IRAE	290	3.436	2.948
<b>Resultado del periodo</b>	<b>1.156</b>	<b>4.388</b>	<b>8.620</b>
Ajuste por conversión			
<b>Resultado integral del periodo</b>	<b>1.156</b>	<b>4.388</b>	<b>8.620</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 del primer semestre contable mientras que el análisis comparativo que se realiza en otra sección refiere al año agrícola.

Una vez completada la emisión, lo que ocurrió promediando 2021, los intereses devengados por el componente deuda, son de USD 750 mil anuales. 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 presentó para la anterior calificación un flujo financiero ajustado y con información actualizada a setiembre 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%. Ese porcentaje resulta un poco optimista para el largo plazo. Para CARE un valor razonable de incremento anual del precio de la tierra debería contemplar un valor aproximado a la inflación americana de largo plazo<sup>3</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 calificador. 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

<sup>3</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.

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.

### **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 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>4</sup>. 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 aumentos derivados de la guerra entre Rusia y Ucrania.

<sup>4</sup> FAO-OCDE, USDA y Banco Mundial, Ver Capítulo V.

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 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**

		% de aumento del precio de la tierra			
		6,0%	4,0%	2,0%	0,0%
Variación de los ingresos por aparcerías	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

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

El costo de oportunidad del capital propio teóricamente pone un piso a la rentabilidad esperada de un proyecto y es el indicador clave para descontar los flujos de fondos esperados. Se realizó una actualización de la estimación del costo de oportunidad del capital, utilizando el modelo de valoración CAPM (Capital Asset Pricing Model), el 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 agropecuaria.

A los efectos de estimar el costo de oportunidad del capital, y por ser un proyecto que ya se está ejecutando, se opta por considerar el promedio de los últimos 5 años para todas las variables, a los efectos de minimizar las variaciones coyunturales, tanto al alza como a la baja, y tener una visión de mediano plazo. La fórmula utilizada es la siguiente:

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

Donde:

$\beta_{im}$ : Riesgo sistémico de la actividad respecto del riesgo de mercado, valor proporcionado por Damodaran.

$r_f$ : tasa libre de riesgo. Se considera el rendimiento de los Treasury Bonds a 10 años de la reserva general de Estados Unidos de América.

$E(R_m) - R_f$ : Prima de Riesgo del mercado. Es el premio por el riesgo específico al mercado con el que se compara el proyecto (la diferencia del rendimiento de los activos de renta variable y la tasa libre de riesgo). Para estimar el rendimiento de los activos de renta variable se considera la prima de riesgo del mercado accionario, suministrado por Damodaran (Equity Risk Premium de S&P 500).

$E_{rp}$ : Prima por riesgo específico a la compañía o proyecto evaluado. Se considera en este caso el riesgo país de Uruguay, medido a través del índice UBI de República AFAP.

Para el promedio de los últimos 5 años (2019-2023), el parámetro "beta" de Damodaran, se ubica 0,91, lo que indica que la actividad tiene un menor riesgo y variabilidad que el promedio de todas las actividades en ese mercado. Para el caso del rendimiento de los bonos americanos se consideró 2,18%, para el riesgo país (índice UBI), se consideraron 132 puntos básicos y para la prima de riesgo del mercado accionario se consideró 4,95%.

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 6,01%, Este valor es menor a la TIR esperada del inversor para el escenario que CARE considera como más probable (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.

En la coyuntura actual, los valores de la tasa libre de riesgo y el rendimiento del mercado accionario son mayores al promedio del período considerado (5 años), pero en contrapartida el riesgo país es menor. Si se aplican los valores actuales, el costo de oportunidad del capital sería levemente mayor (6,54%).

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>5</sup>. En la actualidad la curva en UI (CUI) a 10 años se ubica en 3,37% y la curva en dólares (CUD) a 10 años está en 5,02%. Ambos rendimientos también están por debajo la TIR más probable de este Fideicomiso.

En cualquier caso la Tasa de Retorno para el inversor en este proyecto supera los costos de oportunidad del capital.

## 5.- Tasación de la Tierra

La última tasación de los campos del fideicomiso se presentó a diciembre de 2022, mostrando un aumento de un 9,6% respecto del año anterior y un 36,3% por encima de los valores de compra.

<sup>5</sup> Curva Spot de Rendimientos de Títulos Soberanos Uruguayos emitidos en moneda nacional indexada a la inflación o en dólares, según sea el caso.

En esa oportunidad, y al igual que en las anteriores tasaciones, no se tuvieron en cuenta las inversiones en riego, básicamente porque éstas aún no estaban operativas en un cien por ciento en todos los campos.

La valuación fue realizada por Consur y 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>6</sup>, teniendo también en cuenta los precios reales de mercado de predios similares. El aumento en el valor de los campos es consecuencia del actual escenario comercial para los productos agropecuarios, 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	Tasación Dic 2022	Variación 2022/2021
Campo 1	4.824.456	5.532.800	5.819.530	6.328.739	8,8%
Campo 2	10.084.593	12.523.000	13.245.961	14.677.957	10,8%
Campo 3	5.394.000	6.203.100	6.565.236	7.387.320	12,5%
Campo 4	5.822.711	7.014.800	7.386.679	7.940.680	7,5%
Campo 5 y 6 *	9.865.505	10.572.368	11.919.771	12.913.086	8,3%
<b>Total</b>	<b>35.991.265</b>	<b>41.846.068</b>	<b>44.937.177</b>	<b>49.247.782</b>	<b>9,6%</b>

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.). *Riesgo bajo.*

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

<sup>6</sup> 3,5% es la referencia en el mercado para las inversiones en tierra en el mediano-largo plazo.

## 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 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 resistente. La guerra de Rusia contra Ucrania también ha tenido impacto en el comercio de productos y en los insumos agrícolas, especialmente en las exportaciones y los precios. Sin embargo, la iniciativa para habilitar el comercio a través del Mar Negro continuó ayudando a las exportaciones de cereales de Ucrania para que llegue a los mercados globales, restableciendo el comercio. Asimismo, las mejores cosechas en otros importantes países productores de cereales y los menores precios de la energía han ayudado reducir los precios de los productos agrícolas de los picos de principios de 2022. No obstante los precios de las materias primas continúan por encima de los niveles previos a la pandemia, y podrían continuar cediendo.

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

### 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.

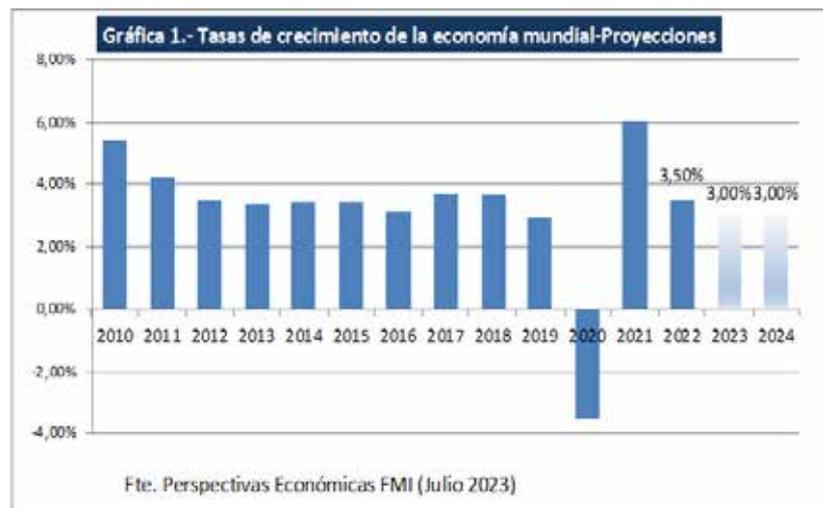
Resulta claro también que la demanda por alimentos tendrá una tendencia creciente de la mano del aumento de la población mundial, la occidentalización del consumo en algunas regiones del mundo, la urbanización, el crecimiento económico de los países emergentes, etc. Sin embargo, los incrementos de productividad,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

## 5.1.1. 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 25% 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 julio de 2023 proyecta que el crecimiento mundial que habría sido de 3,5% en 2022, pasaría a ser del 3,0% en 2023 y 2024. El incremento de las tasas de interés de política monetaria de los bancos centrales para combatir la inflación estaría contribuyendo a hacer más lenta la recuperación de la actividad económica. Por su parte, ese organismo prevé que el nivel general de inflación mundial descienda del 8,7% en 2022, a 6,8% en 2023 y 5,2% en 2024.



El acuerdo para elevar el techo de la deuda de Estados Unidos y las medidas adoptadas para contener la turbulencia bancaria redujeron los riesgos inmediatos de trastornos en el sector financiero, reduciendo los riesgos adversos para las perspectivas. No obstante, el panorama actual de alta inflación, el mantenimiento de la guerra, el bajo crecimiento de China y la actual política restrictiva de los bancos centrales, mantienen una perspectiva de crecimiento mundial a la baja.

Por el lado positivo, la inflación podría disminuir más rápidamente de lo previsto, reduciendo así la necesidad de una política monetaria restrictiva, y la demanda interna podría ser más resiliente.

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 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 predios 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, productores clave en el mercado internacional de granos y aceites, en especial de girasol, maíz, trigo y aceite de girasol.

En julio de 2022, se logra un primer acuerdo, que luego se prorroga, que habilita el comercio del grano ucraniano a través de los puertos del Mar Negro lo que contribuyó a descomprimir el mercado y reducir los elevados precios en los mercados internacionales. No obstante, los precios se mantienen, en algunos casos, elevados en comparación con los niveles históricos ya que los principales fundamentos del mercado mantienen una cierta incertidumbre.

## Perspectivas de corto plazo

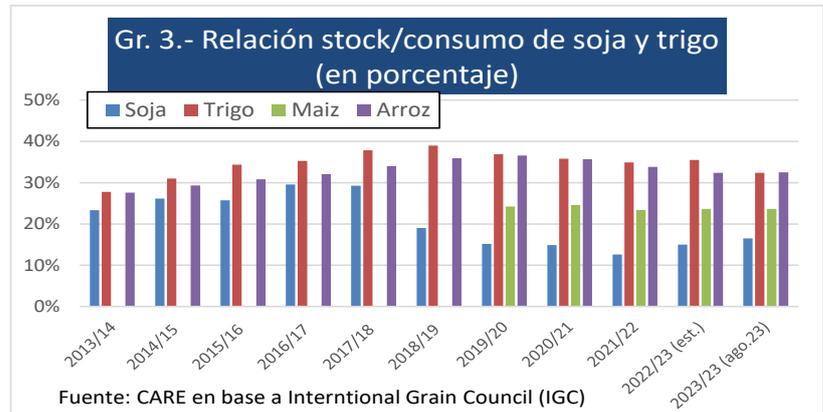
En la siguiente gráfica se presenta la evolución de los precios internacionales de los últimos años según el Banco Mundial<sup>7</sup> en la que se observa la evolución



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

<sup>7</sup> Banco Mundial-Commodity Prices (abril 2023) y Banco Mundial Commodity Price Data.

términos históricos, lo que refuerza la idea de que al menos para estos rubros las perspectivas de precio para el corto plazo siguen siendo auspiciosas. Para el caso del trigo la relación de stock/consumo se encuentra en valores relativamente más elevados, mostrando un repunte respecto de la zafra anterior, aunque aún está por debajo del período 2017-2019. Para el caso del arroz se observa una tendencia decreciente del ratio desde 2019, lo que podría explicar el actual repunte en los precios.



El índice de precios de los alimentos de la FAO registró en julio de 2023 un promedio de 123,9 puntos, esto es, 1,5 puntos (un 1,3 %) más que en junio, pero se mantuvo 16,6 puntos (un 11,8 %) por debajo del valor registrado en el mismo mes del año pasado. El repunte del índice en julio obedeció a una firme subida del índice de precios de los aceites vegetales, que fue contrarrestada en parte por una disminución importante del índice de precios del azúcar, junto con un descenso reducido de los índices de precios de los cereales, los productos lácteos y la carne.

El índice de precios de los alimentos de la FAO<sup>8</sup> registró en julio de 2023 un promedio de 123,9 puntos, un 1,3% más que en el mes anterior, pero se mantuvo un 11,8% por debajo del valor registrado en el mismo mes del año anterior. El repunte del índice en julio obedeció a una firme subida del índice de precios de los aceites vegetales, que fue contrarrestada en parte por una disminución importante del índice de precios del azúcar, junto con un descenso reducido de los índices de precios de los cereales, los productos lácteos y la carne.

Por su parte, el índice de precios de los cereales de la FAO registró en julio 2023 un promedio de 125,9 puntos, esto es un 0,5 % menos que en junio y un 14,5 % por debajo del valor que alcanzó un año atrás. El actual valor del índice acumula una caída del 27,3% respecto del precio máximo de mayo de 2022.

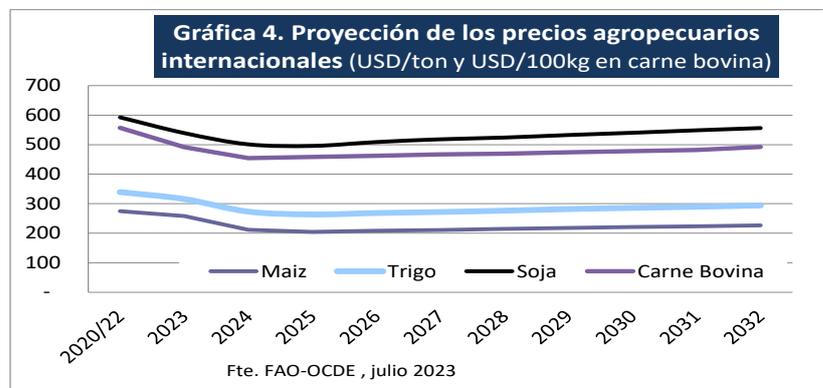
### Perspectivas de largo plazo

CARE consultó diversas fuentes de información<sup>9</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.**

<sup>8</sup>. FAO. Situación Alimentaria Mundial. Febrero de 2023

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 disminuirán 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).



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.

<sup>9</sup>. Perspectivas Agrícolas FAO-OCDE 2022-2031 (julio de 2022); USDA Agricultural Projections to 2031 (febrero 2023); Banco Banco Mundial-Commodity Prices (octubre 2022) y FAO- Índice de Precios de los Alimentos.

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 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 a 2032 y según estas fuentes al final del período los valores estarían en valores por debajo de los récords de 2022, con la excepción del arroz para el caso de FAO-OCDE y de la carne bovina para USDA. Importa destacar que el punto de partida es el valor más alto de la serie.

**Cuadro 10. 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.

## 5.1.2. Sobre el precio de la tierra

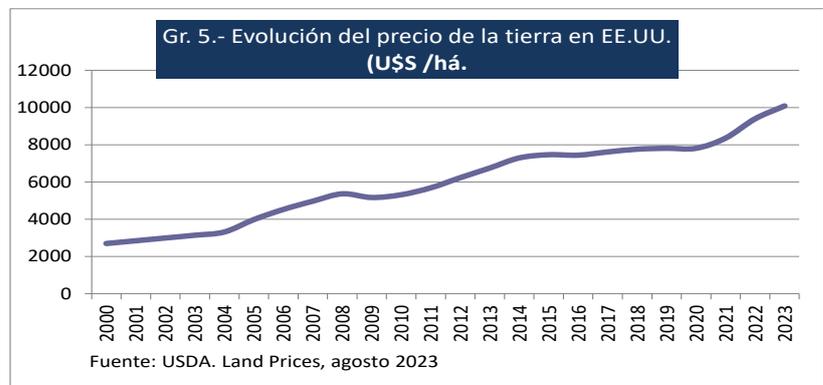
Las perspectivas de demanda internacional por tierra siguen siendo alentadoras y ubicarían los precios en niveles crecientes para el corto y mediano plazo. Esto es consecuencia de las dificultades que existen para la expansión de la frontera agrícola, sumado a la necesidad de un uso racional y sostenible 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 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.

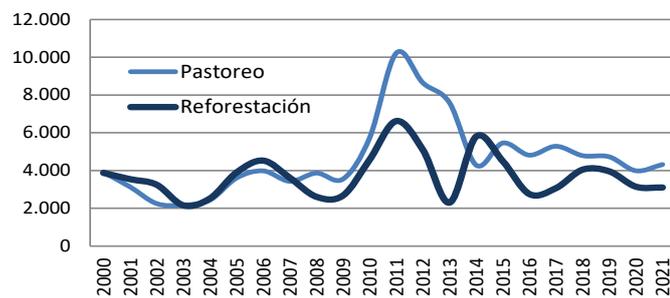
**Cuadro 11. Precio de la tierra regada y no regada en el Corn Belt de EEUU (USD/ha)**

	2019	2020	2021	2022	2023	Variación 2022/21
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 (Reales). Por ello, las fluctuaciones son amplificadas por este efecto. En el año 2011 se verifica un muy importante crecimiento en los valores de la tierra que se corrige en los siguientes años, y a partir de 2014 retoma un comportamiento de mayor estabilidad con pequeñas variaciones anuales.

**Gr.6. Precio tierra en Brasil según destino- Estado de San Pablo U\$S/há.**



Fte. Inst. Econom Agrícola de S.P

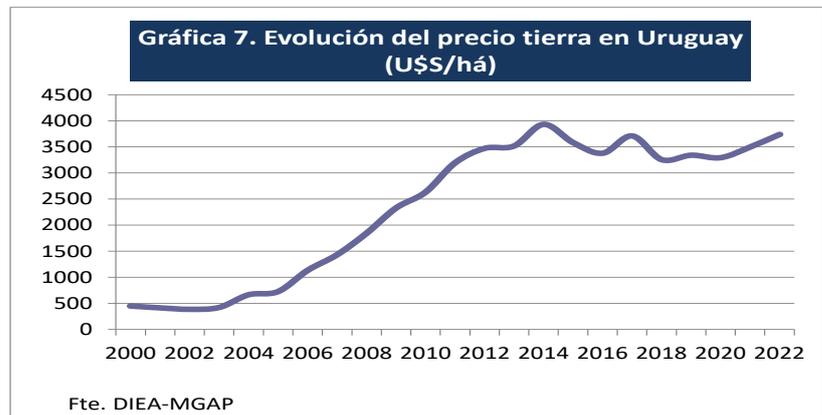
Para el año 2021, último reportado por el Instituto de Economía Agrícola de San Pablo los precios de la tierra aumentaron en dólares, en el entorno del 8%, recuperando parte de la reducción que se había verificado en el año anterior (16% para las tierras de pastoreo), como consecuencia de la devaluación 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.

La Cámara Argentina de Inmobiliarias Rurales (CAIR), institución que analiza la evolución de ese mercado estima que la actividad disminuyó un 31% en forma interanual entre 2020 y 2021, ubicándose hacia el inicio de 2022 en el mínimo histórico desde que se computa el InCAIR (índice de actividad que estima la Cámara). En su último informe de julio de 2023, se establece que durante el primer semestre del 2023 ya se nota un repunte significativo en el nivel de actividad, explicado por una mejora en los precios internacionales, la superación de la sequía y el posible cambio de gobierno.

En el caso de Uruguay, la información reportada por DIEA-MGAP para el promedio de las transacciones de tierras muestra que verificó una muy fuerte valorización de los campos a partir de 2004 y hasta el 2014. A partir de 2015 comenzó 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.

En 2021 el precio de la tierra parece retomar su tendencia histórica de crecimiento, al aumentar un 6,2% respecto del año anterior. El último informe de "Precio de la Tierra" de DIEA, publicado el 10 de mayo de 2023 da cuenta de un nuevo incremento en los valores respecto del año anterior, en este caso del 6,9%. Importa destacar, que en los últimos tres años también se verifica un aumento significativo en las superficies transadas anualmente, lo que indicaría un mayor nivel de actividad en un mercado en alza. Estos últimos aumentos en los valores de la tierra se podrían explicar en parte como consecuencia del repunte de los precios internacionales, así como por el fortalecimiento del peso uruguayo con respecto al dólar, moneda con la que se realizan las transacciones de campos. Por su parte, la alta inflación internacional y los niveles actuales de precio de los campos, que no muestran incrementos sostenidos desde 2014, también habrían contribuido al aumento de los precios.



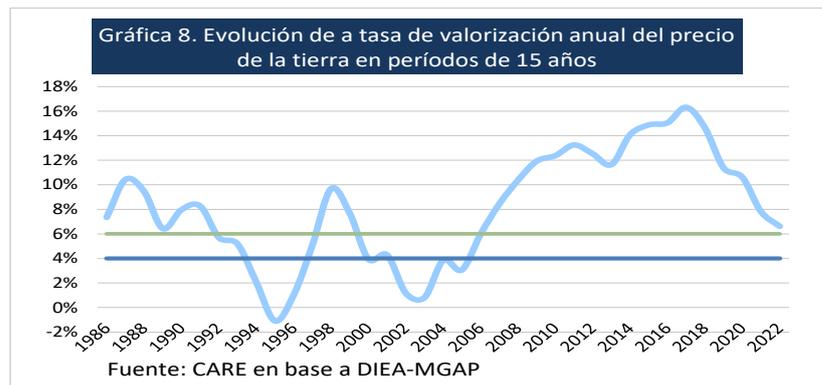
Existen otras fuentes de información realizadas por consultoras y operadores del mercado<sup>10</sup>, que utilizando diferentes criterios de tasación estiman valores de campos de características similares y teniendo en cuenta los diferentes destinos productivos. Las metodologías más utilizadas son: 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.

<sup>10</sup>. SERAGRO, Agroclaro, Consur y operadores privados

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 53 años (1970 a 2022) 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%.



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 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/aparero, 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>11</sup> de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.*

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrian Tamber