

CARE

CALIFICADORA DE RIESGO

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

Montevideo, octubre de 2024

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

**Actualización de la Calificación de Oferta Pública.
22 - octubre - 2024**

Denominación:	Fideicomiso Financiero Tierras del Litoral II
Fiduciario:	Winterbotham Fiduciaria S.A. Administradora de fondos de inversión.
Operador:	Agropecuaria del Litoral S.A.
Aparcero y arrendatario:	Agronegocios del Litoral SA, empresa vinculada a Agropecuaria del Litoral SA.
Entidad Registrante y Agente de 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:	Hasta USD 100.000.000 (cien millones de dólares)
Fecha de suscripción de valores:	7 de octubre de 2021.
Activos del Fideicomiso:	Inmuebles rurales, infraestructura de riego, arrendamientos, entre otros.
Comité de Calificación:	Julio Preve, Martín Durán y Adrián Tamber
Calificadora de Riesgo:	CARE Calificadora de Riesgo
Calificación de Riesgo:	BBB.uy
Vigencia:	hasta 30 de abril de 2025.
Plazo:	15 años a partir de la fecha de la primera emisión prorrogable por tres años.
Manual utilizado:	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros.

Resumen General

CARE ha actualizado la calificación de los títulos mixtos del Fideicomiso Financiero Tierras del Litoral II, 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)
- La capacidad de gestión del Operador del proyecto (Agropecuaria del Litoral) y de su empresa vinculada (Agronegocios del Litoral) que actuará como aparcerero/arrendatario, resulta crucial para el desarrollo del proyecto y por tal motivo pondera de modo significativo en la calificación. Agropecuaria del Litoral se constituye en fiador solidario de todas las obligaciones que asuma Agronegocios del Litoral bajo los contratos de aparcería y arrendamientos. Los avances logrados desde la puesta en funcionamiento del proyecto vienen demostrando capacidad de llevar adelante el mismo. Por otra parte, importa destacar que esta es la segunda operación de idénticas características que lleva adelante el Operador, la primera viene mostrando un resultado satisfactorio alineado al proyecto propuesto, y también es calificado por CARE con nota de grado inversor. Asimismo, el operador demuestra tener la solvencia económica necesaria para afrontar los compromisos asumidos.
- 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.
- 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. En abril de 2024 el operador presentó una nueva proyección financiera con información real a diciembre de 2023 estimando una TIR para el inversor del 8,0%. CARE sensibilizó el flujo suponiendo una situación menos favorable estimando una TIR del 6,6%.
- 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.
- Se destaca la alineación de incentivos entre el fideicomiso y el operador ya que este último se comprometió a adquirir títulos por un 5% del monto suscripto y mantenerlos durante todo el período de la vigencia del Fideicomiso, salvo que dejara de ser el operador. Asimismo, el operador se obliga a abonar al Fideicomiso por la totalidad de las hectáreas en explotación agrícola bajo la forma de aparcería un monto mínimo anual equivalente a 500 kg. de soja por hectárea y por año, asegurando de esta forma un ingreso mínimo y reduciendo riesgos para los inversores.

- Se emitieron Títulos Mixtos de manera tal que tienen un componente deuda y un componente participación. El componente deuda es de USD 25 por cada Título Mixto suscrito e integrado¹, a pagarse en la fecha de pago final, más un interés compensatorio del 5,0% anual. El componente participación es de USD 75 por cada Título Mixto y da derecho a recibir, en proporción a su participación en el patrimonio fiduciario, los beneficios de acuerdo a las condiciones establecidas en el contrato.
- Se compraron 9 establecimientos en el litoral y sur del país, que componen 7 unidades productivas, culminando con la etapa de inversión en tierras, en los plazos previstos y bajo el protocolo definido en el prospecto. La superficie total asciende a 12.808 hectáreas adquiridas (7% por encima del estimado en el prospecto) por un monto total de USD 81,26 MM a un promedio de 6.344 USD/ha. Las adquisiciones de estos campos lograron realizarse a un valor promedio un 10,8% por debajo del valor promedio establecido en el prospecto. Con la superficie adquirida se dispondrá de unas 4.500 hectáreas brutas regables, un 12% por encima de las estimadas en el prospecto de emisión.
- Actualmente se está avanzando en la realización de las obras de riego en la mayor parte de los establecimientos, en la puesta a punto y en la prueba de los sistemas. Persisten algunas dificultades en la obtención de los permisos necesarios para la realización de una de las obras de riego que requiere del desmonte de una superficie de monte nativo.
- El resultado proyectado para la campaña 23/24² para el fideicomiso, alcanzaría finalmente un ingreso bruto de 2,53 millones de dólares, lo que significaría un ingreso neto (descontado gastos de comercialización y del fideicomiso) de 1,79 millones, un 20% por encima de lo proyectado. Este resultado mejor al esperado se explica por un mayor rendimiento de la soja, especialmente la de secano, que logró compensar la reducción del precio, y también a un muy buen resultado de los cultivos de invierno. En esta campaña, al igual que el año anterior hubo áreas cultivadas por el aparcerero y también por terceros arrendatarios.
- Para la zafra 24/25 se proyecta un escenario conservador con un ingreso neto por rentas para el fideicomiso 1,82 millones de dólares, Este escenario contempla la fuerte caída de los precios de los commodities y a su vez se proyectan rendimientos en secano consistentes con un verano más seco que lo normal. Se proyecta un arrendamiento ganadero por una superficie final de 4.042 ha de campos ganaderos y se vuelve a arrendar para una explotación agrícola ganadera y por un año, el predio de San Juan de Young, ya que el sistema de riego no va a estar operativo antes de la zafra 25/26.
- La siembra de los cultivos de invierno de 2024 comenzó con cierto retraso como consecuencia del exceso de lluvias del otoño, lo que obligó a cambiar algunos cultivos y variedades para no perder potencial productivo.
- Se presentó a diciembre de 2023 la primer tasación de los campos del Fideicomiso, involucrando en esa oportunidad solamente 5 unidades productivas (que originalmente eran 6 predios). Se tasó por un lado la tierra y en ese caso los valores responden a la situación de explotaciones con agricultura de secano. Por otro lado se tasaron las mejoras, incluyendo

¹ . Valor Nominal del Título Mixto USD 100.

² Esto refiere a los resultados del ejercicio agrícola que culminó en junio de 2024, Resta por comercializar parte le lo producido por lo que sigue siendo una proyección.

las de riego, terrazas, etc. El monto asignado a la tierra asciende a 55,1 millones de dólares, que corresponde a unas 8.130 hectáreas mientras que las mejoras están tasadas en 4,9 millones de dólares, que corresponde casi en su totalidad a dos unidades. La tierra tasada muestra un 12,4% de aumento promedio respecto de su valor de compra.

- El 15 de julio de 2024, se procedió al pago de los intereses por el componente de deuda de los títulos mixtos por un total de USD 1.380.347. En esta oportunidad no hubo fondos netos anuales distribuibles por el ejercicio cerrado al 31 de diciembre de 2023, ya que el Fideicomiso se encuentra en plena etapa de inversión.
- Los factores que dieron lugar a los altos precios internacionales de los productos agropecuarios en 2022 ya no están operando, por lo que cabría esperar que los valores reales de los principales productos agrícolas mantendrían su tendencia a disminuir ligeramente a lo largo de los próximos 10 años. No obstante, crecerán seguramente en valores nominales pero sin compensar totalmente la pérdida del valor del dólar. Este comportamiento se explica en gran medida como consecuencia de que el crecimiento en la demanda -que seguramente continuará-, en términos generales sería más que compensado con incrementos en la productividad y en menor medida también por la reducción de las pérdidas postcosecha.
- La caída en los precios que se verificó en los primeros meses del 2024 para el caso de la soja, maíz y trigo, se debió en gran medida a un desajuste entre la oferta y la demanda, explicada por una elevada cosecha tanto en el hemisferio norte como en el sur. Los precios deprimidos por su parte estarían contribuyendo a mejorar las ventas, por lo que cabría esperar que los valores comiencen a mejorar hacia finales del año.
- El mercado de tierra agrícola, presenta para el largo plazo tendencias de incremento en sus precios, como consecuencia del aumento sostenido de la demanda de alimentos, fibras y maderas, y a que en general las posibilidades de expansión de la frontera agrícola está cada vez más limitada. Para el caso del Uruguay, los incrementos esperados en los precios de la tierra serán seguramente más moderados que los ocurridos entre 2004 y 2014. Luego de un período de ajuste y de un comportamiento errático con escasos negocios entre 2015 y 2020, el precio de la tierra lleva tres años de aumentos: 6,2% en 2021, 6,9% en 2022 y 1,1% en 2023³. Estos últimos aumentos en los valores de la tierra se podrían explicar en parte como consecuencia del repunte de los precios internacionales en los años 2021 y 2022, por el fortalecimiento del peso uruguayo con respecto al dólar, así como también por la alta inflación internacional.
- En cuanto a las políticas públicas sectoriales, no se perciben riesgos en este sentido.

³ En 2023, vuelven a caer las superficies comercializadas por lo que los valores medios pueden estar muy influidos por la localización y calidad de los campos considerados.

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 II".

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 futuras no se vinculan estrictamente con la obtención de estas cifras. En efecto, no se trata en este caso de una emisión con compromiso de rentabilidad fijo, salvo por 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 para la realización del informe de contingencias jurídicas de la emisión.

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

2. Antecedentes generales y hechos salientes del período

2.1.- Antecedentes generales

El antecedente más relevante a destacar es que esta es la segunda operación de análogas características que se realiza. En setiembre de 2018 comenzó a ejecutarse el Fideicomiso Financiero Tierras del Litoral, y hasta el momento se viene ejecutando de acuerdo a lo planificado; culminó con la compra de inmuebles y con la totalidad de las inversiones proyectadas, manteniéndose incambiada la nota de grado inversor.

El valor nominal total máximo a emitir en el FF Tierras del Litoral II, era de hasta USD 100.000.000. Sin perjuicio de lo anterior, luego de integrados y emitidos valores por US\$ 50,000,000 correspondientes al "Tramo I", los beneficiarios supra mayoritarios (dos o más beneficiarios que en conjunto representen como mínimo en 75% de la emisión), podían dejar sin efecto la obligación de realizar futuras integraciones por el monto suscripto que faltara integrar el "Tramo II". El monto mínimo de emisión era de US\$ 50,000,000. Una vez que se llegara a integrar USD 70.000.000, el Fiduciario debía comunicar a los beneficiarios y al operador dicha circunstancia y convocar, por única vez, a una Asamblea de Beneficiarios para obtener la previa conformidad de los beneficiarios supra Mayoritarios y del operador para realizar los futuros Capital Calls. Sobre fines de 2022 se realizó la asamblea de beneficiarios aprobando la inversión por encima de los 70 millones de dólares.

Los títulos tienen un componente deuda de USD 25 (veinticinco dólares americanos) por cada título de USD 100, a pagarse al final con un interés compensatorio del 5% efectivo anual, que se abonan en la fecha de pago anual siempre que existieran fondos disponibles suficientes, siguiendo el procedimiento de pago previsto en el contrato de Fideicomiso; y un componente participación que recibirá, en proporción a su participación en el patrimonio fiduciario, 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. El operador (Agropecuaria del Litoral S.A.) se obligó a suscribir valores por un 5% del monto total de la suscripción.

El objeto principal del "Fideicomiso Financiero Tierras del Litoral II" 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 la distribución de utilidades cada año producidas por el ingreso de aparcerías.

El plan de negocios consiste en la adquisición de inmuebles rurales con potencial agrícola, la realización de inversiones de riego y mejoras para maximizar su capacidad productiva y la posterior explotación de los mismos mediante distintos esquemas de aparcería, medianería y arrendamiento según sea el caso, para finalmente proceder a la enajenación de los inmuebles con una ventana temporal amplia de manera de conseguir las mejores oportunidades de venta.

La suscripción de los valores se realizó el 7 de octubre de 2021, y sobre fin de ese año se produce la primera integración, por USD 5 millones.

El plazo de la inversión es de 15 años, pudiendo extenderse tres años.

Las principales características del proyecto son:

- Administración a cargo de Agropecuaria del Litoral S.A, una compañía con probada habilidad, en la administración de inmuebles destinados a la actividad agrícola con especialidad en riego.
- El aparcerero es Agronegocios del Litoral, una empresa vinculada a Agropecuaria del Litoral (Operador). Esta última se constituye en fiador solidario de todas las obligaciones que asuma Agronegocios del Litoral bajo los contratos de aparcería.
- El área agrícola es explotada bajo la forma de aparcería por Agronegocios del Litoral, pero hasta un 25% del área puede ser cedida bajo la forma de arrendamiento a terceros. El área ganadera es arrendada a Agropecuaria del Litoral para su explotación directa o subarrendando a terceros.
- El valor promedio de los arrendamientos del área agrícola a terceros no podrá ser inferior a 500 kg. de soja por hectárea menos un 10% de gastos comerciales estimados. Ese valor mínimo es el mismo que se establece para el área bajo aparcería.
- Los porcentajes de pago al Fideicomiso por aparcería son: en los cultivos de invierno o verano en secano, el 20% de la producción bruta, mientras que para la soja regada variará entre 21 y 23%, dependiendo del precio, lo que se define en cada zafra.
- Respecto del ingreso bruto total estimado descontado al 5,4% (vigente en oportunidad de la calificación original), un 71,5% correspondería aproximadamente a la venta de la tierra y mejoras al final del proyecto, y un 24,5% a los ingresos por aparcería.
- Una estimación de TIR para el inversor según el Prospecto, en un rango de entre 6,4 y 13,1%, con un valor más probable de 8,24%, según diversas sensibilizaciones realizadas descritas en el prospecto de emisión.
- En el segundo trimestre de 2023, se firmaron las compraventas de los últimos establecimientos adquiridos con lo que se cerró la etapa de adquisición de campos. Se adquirieron 9 establecimientos que conforman 7 unidades productivas ya que hay predios que comparten sistemas de riego.

Cuadro 1. Adquisiciones realizadas por el Fideicomiso e inversiones proyectadas en riego.

	Ubicación	Has total	Sup. Agrícola	Superficie bruta de riego	Superficie Ganadería	Precio USD/ha	Inversión por ha regada (USD)
Predio 1	Río Negro	2.271	1.022	763	1.034	4.749	3.123
Predio 2	San José	1.569	1.051	670	237	6.825	3.184
Predio 3	Paysandu	1.369	808	515	370	4.449	3.378
Predio 4	Soriano	1.595	734	406	528	6.271	2.917
Predio 5	Río Negro	1.326	941	591	248	8.625	3.955
Predio 6 (*)	Paysandu	1.979	1.084	749	866	6.439	3.475
Predio 7	Río Negro	2.702	1.594	822	915	7.217	3.992
TOTAL		12.808	7.234	4.516	4.198	6.344	3.539
PROSPECTO		11.957	6.901	4.066	2.860	7.108	3.553

Fuente: CARE en base al Operador y el Fiduciario

(*) Refiere a una unidad completa resultado de la fusión de dos predios linderos.

- La superficie total adquirida es de 12.808 ha con una inversión de USD 81,26 millones sin considerar costos de adquisición, lo que da un promedio de 6.344 USD/ha, un 9,7% por debajo del promedio de las tasaciones (7.023 USD/ha) y un 10.8% por debajo del valor promedio establecido en el prospecto (7.108 USD/ha). El monto invertido en tierras fue el 96% del previsto en el prospecto (85 MM USD), superando en un 7% la superficie prevista en el mismo (11.958 ha).
- En los campos existe la posibilidad de realizar aproximadamente 4.560 hectáreas brutas de riego (12% por encima que las 4.066 estimadas en el prospecto) las cuales podrán reducirse en función de las decisiones de inversión que se tomen.
- En el Prospecto se planteaba un conjunto de exigencias mínimas de desempeño que permiten evaluar la marcha del proyecto, ya que son considerados como obligaciones de resultado:
 - a) Adquisición de los Inmuebles: dentro de los primeros 3 (tres) años, a contar desde la integración inicial, deberá invertirse al menos el 85% del monto destinado a compra de tierras (esto es, un 72% del monto de la colocación). Cumplido, ya que en poco más de un año se adquirió toda la superficie.
 - b) Características de los inmuebles y unidades productivas: los Inmuebles deberán necesariamente poseer ciertas características productivas; al menos 40% agrícola, a menos la mitad de esa superficie de los mejores suelos agrícolas y tener posibilidad de riego en al menos el 40% del área total agrícola. Cumplido, todos los campos adquirieron según el protocolo establecido.

En el siguiente cuadro se presenta un resumen de las áreas adquiridas y se comparan con lo establecido en el prospecto de emisión.

Cuadro 2: Superficie y uso del suelo proyectada y real

Concepto	Prospecto		Real 2023	
	Hectáreas	Porcentaje	Hectáreas	Porcentaje
Superficie Total	11.957	100%	12.808	100%
Superficie Agrícola	6.901	58%	7.234	56%
Secano	2.835	41%	2.718	38%
Riego	4.066	59%	4.516	62%
Superficie ganadera	2.860	24%	4.198	33%
Superficie Forestal	1.567	13%	244	2%
Otros	630	5%	1.132	9%

Fuente: en base al Prospecto e informes del Operador

- 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).
- Se presentó a diciembre de 2023 la primera tasación de los campos y mejoras del fideicomiso, la que fue realizada por (CONSUR). Esta tasación consideró los primeros 6 predios adquiridos que corresponde a 5 unidades productivas, ya que una de ellas comprende a dos predios que comparten el sistema de riego. El valor estimado para la tierra fue de 55,10 millones de dólares y las mejoras en riego y las terrazas fueron valoradas en 4,93 millones de dólares.

2.2.- Hechos salientes del período

- Se continúa avanzando en la realización de inversiones en 5 campos del Fideicomiso. El monto total de las inversiones es de USD 11,28 millones, en línea con lo presupuestado en el tercer trimestre de 2023, a este valor se les agregan los costos correspondientes a presentaciones a organismos, trabajos de relevamiento, autorizaciones, estudios técnicos, ingeniería, cateos, etc. lo que demandará un total de USD 196.357 (1,7% de la inversión total) mientras que la etapa de seguimiento y control de obra demandará USD 296.159 (2,6% de la inversión total).
- Se trabaja en la prueba integral de los sistemas, puesta a punto y electrificación de equipos que ya fueron entregados (Las 3 Aguas, La Solana y Santa Catalina).
- Obtenida la aprobación de la DGF del MGAP se reiniciaron las tareas con la instalación y montaje de las bombas en el sistema de La Rosa-La Porfia, estimándose la recepción del sistema durante el último trimestre del año.

- Aún no se ha alcanzado un acuerdo razonable con la Dirección General Forestal para la realización de represa en el sistema de San Juan de Young, por lo cual no se han iniciado los trabajos de desmonte. Aprovechando la baja en los precios de los commodities, se han solicitado y obtenido mejoras en las ofertas de los principales oferentes, a ser confirmadas y afinadas una vez lograda la decisión de la Dirección General Forestal.
- Se concretó la firma de un contrato de arrendamiento agrícola por el plazo de un año y para la explotación agrícola-ganadera de aproximadamente 1.579 hs, correspondientes al establecimiento San Juan de Young. La decisión de arrendar se explica por el atraso en las obras de riego de ese predio
- No se alcanzó finalmente un acuerdo satisfactorio sobre el posible arrendamiento de largo plazo por una parte de uno de los campos para el desarrollo de una inversión en energías renovables.
- Para la campaña 23/24, se proyecta para el fideicomiso un ingreso neto (descontando costos comerciales y fijos del fideicomiso) de USD 1,79 millones, un 20% por encima del presupuesto. Los rendimientos de soja (especialmente en seco) compensaron la caída en el precio, mientras que el muy buen resultado de los cultivos de invierno mejoraron los ingresos netos de las aparcerías agrícolas.

Cuadro 3: Producción e ingresos netos proyectados para el fideicomiso (campaña 23/24)

Concepto	Hás plantadas	Rend. Kg/ha	Toneladas para el FFTDL 2	Ing. neto (USD) FFTDL 2
Soja seco	4.021	2.865	2.304	808.064
Soja riego	539	3.486	413	141.425
Maiz seco	153	9.912	303	44.323
Maiz riego	273	10.700	642	122.285
Trigo	543	5.866	637	135.728
Cebada cervecera	582	5.063	588	101.688
Cebada forrajera	277	5.113	283	42.369
Colza	30	1.447	9	2.641
Raigras	26	874	5	3.555
Arrendamientos	6.686			877.117
TOTAL				2.279.195
Costos del Fideicomiso				(489.497)
EBITDA				1.789.698

Fuente: El Operador

- Con referencia a los campos arrendados en la zafra 23/24 hubo unas 3.400 ha destinadas a la ganadería, 1.369 hás (un campo completo) con producción mixta y 1.914 hás con agricultura (en 2 campos). El ingreso por arrendamientos proyectado es de USD 877.117, un 38% del ingreso bruto total proyectado. De esta cifra, el 52% proviene de los arrendamientos agrícolas, el 28% de los ganaderos y el 20% de los arrendamientos mixtos.
- Para la campaña agrícola 24/25, se proyecta un ingreso neto de 1,82 millones de dólares sobre la base de un escenario que contempla la fuerte caída de los precios de los commodities y a su vez se proyectan rendimientos en seco consistentes con un verano más seco que lo normal.

Cuadro 4: Producción e ingresos netos proyectados para el fideicomiso (campana 24/25)

Concepto	Hás a plantar	Rend. Kg/ha	Toneladas para el FFTDL 2	Ing. neto (USD) FFTDL 2
Soja secano	2.451	2.326	1.141	370.859
Soja riego	1.229	3.373	912	288.526
Maiz riego	921	10.722	2.171	387.003
Trigo	1.201	4.400	1.056	174.074
Cebada cervecera	573	4.431	506	95.805
Raigras	496	1.000	99	95.134
Arrendamientos	6.461			972.830
TOTAL				2.384.231
Costos del Fideicomiso				(564.300)
EBITDA				1.819.931

Fuente: El Operador

- Se esperan sembrar en la actual campana 2.270 hás de cultivos de invierno y 4.600 de cultivos de verano, de los cuales un 47% estarían regados.
- Como consecuencia de las fuertes lluvias del otoño 2024 fue necesario realizar algunos cambios en los cultivos de invierno que el Operador proyectaba sembrar incluyendo colza, trigo, cebada así como coberturas y praderas.
- Con referencia a los campos arrendados en la zafra 24/25 habrá unas 3.500 ha destinadas a la ganadería, 1.369 hás (un campo completo) con producción mixta y 1.580 hás con agricultura (San Juan de Young). El ingreso por arrendamientos proyectado es de USD 872.830, un 41% del ingreso bruto total proyectado. De esta cifra, el 49% proviene de los arrendamientos agrícolas, el 29% de los ganaderos y el 22% de los arrendamientos mixtos.
- El 15 de julio de 2024, se procedió al pago de los intereses por el componente de deuda de los títulos mixtos por un total de USD 1.380.347. No hubo en esta oportunidad distribución de fondos netos anuales distribuibles por el ejercicio cerrado al 31 de diciembre de 2023.
- En marzo 2024 se renovaron las certificaciones de Normas ISO 9.001 (Sistema de Gestión de la Calidad) e ISO 14.001 (Sistema de Gestión Medioambiental). En el mes de julio se presentó y aprobó la renovación de la certificación RTRS (Round Table Responsible Soy) ampliando también el alcance a la producción de maíz.
- En la Asamblea anual ordinaria de beneficiarios, a propuesta del Operador, se consideró la posibilidad de la utilización en este Fideicomiso de los certificados de crédito de DGI obtenidos a través de los proyectos en COMAP, por el FF Tierras del Litoral. Considerando las características de los certificados, se propuso intercambiar los tipo "A" por los tipo "C", por su mayor posibilidad de uso y, luego, que el Fideicomiso Tierras del Litoral transfiera mediante enajenación estos certificados de crédito al FF Tierras del Litoral II –que aún no ha recibido certificados derivados de sus propios proyectos en COMAP– para que éste cancele sus propias obligaciones tributarias o de terceros proveedores. El planteo del Operador fue aprobado por los beneficiarios.

- En setiembre de 2024, se completó la integración de la totalidad de los 100 millones de dólares.

3. Información analizada

La información analizada, fue la siguiente:

- Informes trimestrales del operador el último al 3/06/2024.
- Informes del Comité de Vigilancia, el último al 30/08/2024.
- Informes trimestrales del Fiduciario el último al 30/06/2024.
- Estados Contables de Agropecuaria del Litoral al 30/06/2024.
- Estados Contables intermedios del Fiduciario al 30/06/2024.
- Estados Contables intermedios del Fideicomiso al 30/06/2024.

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:	Agropecuaria del Litoral S.A.
Aparcero	Agronegocios del Litoral S.A. Empresa vinculada a Agropecuaria del Litoral.
Agente de Registro y Pago:	Winterbotham Fiduciaria S.A. Administradora de Fondos de Inversión.
Entidad Representante:	Bolsa Electrónica de Valores SA (BEVSA)
Asesor Legal:	Estudio Jurídico Guyer & Regules
Títulos a emitirse:	Títulos Mixtos
Activos del Fideicomiso:	Inmuebles rurales, infraestructura de riego, aparcería, entre otros.
Moneda:	Dólares Americanos
Importe de la Emisión:	Hasta un máximo de USD 100.000.000 (cien millones de dólares). En dos tramos I y II, cada uno de USD 50.000.000 (cincuenta millones de dólares).
Distribuciones:	Anuales, según lo establecido en el 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 (Informe de Contingencias Jurídicas). El mismo procura descartar cualquier eventualidad de conflictos derivados por ejemplo de la construcción jurídica, los contratos respectivos, el cumplimiento con normas vigentes, etc.

Finalmente 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, al tratarse de una segunda operación de las mismas características, 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.

Más allá del juicio particular que se emite a continuación para ambos actores, es importante destacar que se trata de una segunda operación, totalmente análoga a una anterior y que, hasta el momento se viene desarrollando satisfactoriamente. Efectivamente, dicha operación dio comienzo en setiembre de 2018, fecha en que se procedió a la suscripción de valores por USD 50 millones. En junio de 2021, se completó la totalidad de la emisión. En consecuencia, se considera el antecedente más relevante en esta evaluación.

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 30/06/2024. En primer término, el estado de situación patrimonial a esa fecha.

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

Concepto	30/6/2024	31/12/2023	31/12/2022
Activo	102.171	96.814	88.392
Activo Corriente	27.315	23.382	14.203
Activo no Corriente	74.856	73.431	74.188
Pasivo	49.663	47.654	48.235
Pasivo Corriente	5.111	4.189	3.598
Pasivo no Corriente	44.552	43.465	44.637
Patrimonio	52.508	49.159	40.157
Total Pasivo y Patrimonio	102.171	96.814	88.392
Razón Corriente	5,34	5,58	3,95

Fuente: EE.CC Winterbotham

En cuanto a los resultados intermedios se presentan resumidamente en el cuadro siguiente.

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

Concepto	30/6/2024	30/6/2023	31/12/2023
Ingreso de actividades ordinarias	14.552	13.557	27.598
Gastos de Administración	(11.227)	(8.104)	(16.574)
Resultado Operativo	3.325	5.453	11.024
Resultados de inversiones y financiamiento	1.658	(820)	1.170
Resultados antes de Impuestos	4.983	4.633	12.193
Impuesto a la Renta	(1.634)	(1.824)	(3.191)
Resultado del Periodo	3.349	2.809	9.002

Fuente: EE.CC Winterbotham

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 depositados 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.

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 empresa que no realiza operaciones y que es propietaria de tierras que arrienda a ADL SA para su explotación.

En esta operación, actuará como Aparcero su empresa vinculada Agronegocios del Litoral SA (AL). Bajo el Contrato de Operación, ADL se constituye en fiador solidario de todas las obligaciones que asuma AL bajo los Contratos de Aparcería. En definitiva, lo relevante es analizar la capacidad del Operador (ADL), responsable último de toda la operación cuyo personal clave, por otra parte, es compartido con AL.

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.

Esta es la segunda operación impulsada por ADL y calificada por CARE también con nota de grado inversor; la primera, completamente análoga a ésta, fue constituida sobre fines de 2017 con una emisión de USD 50 millones y hasta la fecha se viene ejecutando tal cual lo previsto.

En consecuencia, su performance en la gestión de ambos fideicomisos, expresada en 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 de su solvencia económica así como de la composición 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

Su solvencia económica se sigue a través de sus EE CC. 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 30/06/2024 confirmando una sólida situación patrimonial.

Su situación patrimonial y financiera es relevante por cuanto en esta operación, ADL se compromete no solamente a adquirir el 5% de la emisión 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 lo que tiene que ver con la adquisición de títulos viene cumpliendo satisfactoriamente, en efecto, figura en su balance una inversión en este Fideicomiso por USD 4.7 millones lo que equivale exactamente al 5 % de los valores emitidos hasta ese momento.

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

El Fideicomiso

El Fideicomiso Financiero se constituyó mediante contrato de fecha 21/6/2021, posteriormente modificado el 24/8/2021, entre Fiduciario Winterbotham Fiduciaria S.A. Administradora de Fondos de Inversión; Agropecuaria del Litoral SA, en su calidad de Fideicomitente (Operador) en la medida que se obliga a suscribir e integrar parte de los Títulos Mixtos (hasta un 5 %) y BEVSA que suscribe el contrato en calidad de Entidad Representante de los futuros Beneficiarios. Tendrá un plazo de 15 años a contar desde la fecha de la primera emisión, salvo extinción anticipada o prórroga según contrato.

El componente de deuda de los valores emitidos será 25 % pagaderos al final del período y devengarán un interés efectivo anual de 5 %.

A la fecha de redacción de este informe se han emitido títulos por el máximo autorizado, es decir, USD 100 millones. La última integración, por USD 6 millones, fue comunicada recientemente (20/09/2024) por parte de la Fiduciaria al BCU. Por su condición de Títulos Mixtos, USD 25 millones es deuda por la cual el Fideicomiso paga un interés del 5 % anual y USD 75 millones son participación del negocio y contablemente forman parte del patrimonio.

A continuación se presentan resumidamente los EE CC intermedios al 30/06/2024

Cuadro 7: Estado de Situación Fideicomiso (miles USD)

Concepto	30/6/2024	31/12/2023	31/12/2022
Activo	104.786	103.500	71.800
Activo Corriente	6.662	6.278	16.891
Activo no Corriente	98.124	97.222	54.909
Pasivo	27.736	27.017	17.848
Pasivo Corriente	4.291	3.572	655
Pasivo no Corriente	23.445	23.445	17.193
Patrimonio	77.050	76.483	53.952
Total Pasivo y Patrimonio	104.786	103.500	71.800
Razón Corriente	1,55	1,76	25,79

Fuente: EE.CC Fideicomiso

De acuerdo a lo expresado líneas arriba, el monto de la emisión considerada dentro del patrimonio (USD 70.5 millones) debe compararse con el patrimonio contable que a la fecha de cierre era de USD 77.05 millones. Esto es así, porque la última integración se realizó posteriormente al cierre del semestre informado.

En el semestre se incorporaron inversiones por algo menos de USD 1 millón, fundamentalmente en equipos de riego, el saldo final en propiedades de inversión era de USD 98 millones, similar al valor de cierre del ejercicio anterior por cuanto no se realizaron nuevas tasaciones de los campos las que se harán al final del ejercicio corriente.

Cuadro 8: Estado de Resultados Fideicomiso (miles USD)

Concepto	30/6/2024	30/6/2023	31/12/2023
Ingresos por actividades ordinarias	1.541	811	1.663
Cambio de valor en propiedades	-	-	3.838
Resultado Operativo	1.542	811	5.502
Gastos de administración y ventas	(414)	(300)	(745)
Resultados financieros	(561)	(401)	(976)
Resultados antes de Impuestos	567	110	3.781
Impuesto a la Renta		(131)	
Resultado del Periodo	567	(20)	3.781
Otros resultados integrales	-	-	-
Resultado integral del periodo	567	(20)	3.781

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Los resultados reflejan una actividad creciente, consistente con un periodo en que se han ido incorporando campos e infraestructura de riego. Esto se analiza con mayor detalle en otra sección del informe.

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; 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.*

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

Riesgo por cambio de administrador, se encuentra acotado por el importante grado de involucramiento del mismo en el negocio. *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 II" es obtener rentabilidad para los inversores a través de la valorización de los campos adquiridos así como de los ingresos logrados a través de la explotación de los inmuebles mediante distintos esquemas de aparcería, medianería y arrendamiento, lograda en parte, bajo riego. El Fideicomiso Financiero Tierras del Litoral II fue constituido con el objeto de adquirir inmuebles rurales en las zonas de mejores tierras del país, con aptitud agrícola, en los cuales se incorporará valor a través de la instalación en los mismos de sistemas de riego, con cargo al patrimonio fiduciario. En efecto, 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. En esta oportunidad, se cuenta con una nueva proyección del flujo financiero con información actualizada a fines de 2023 y proyectando los valores hasta la finalización del fideicomiso. Considera ya las áreas finales de los campos y las superficies que se destinaran a cultivos.

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.**
- **Ingresos por aparcería.**
 - o Los rendimientos iniciales esperados son razonables y están basados en los promedios de FUCREA y la propia información de ADL para las zonas y los tipos de campo que el Fideicomiso. Se proyecta que los rindes crezcan 2% anual que es una tasa de crecimiento razonable de largo plazo. En los últimos 20 años los incrementos anuales en la producción por hectárea fueron entre 2 y 3.5% según diferentes cultivos.
 - o Los precios iniciales se establecieron sobre la base del promedio 2012-2023 incrementados en un 12,5%, para cubrir la inflación ya que el promedio de 10 años es sobre la base de valores nominales. Asimismo, se proyecta un crecimiento de 3,0% anual, lo que sí parece un poco elevado ya que la información internacional disponible coincide en que los precios de los granos -una vez alcancen un nuevo equilibrio- crecerán en la próxima década en valores nominales, pero por debajo de la inflación del dólar, manteniéndose o cayendo en términos reales⁴.
 - o El porcentaje de aparcería agrícola para el fideicomiso será de un 20% en general, excepto para el caso de la soja regada que variará entre el 21 y el 23% dependiendo de su precio. Para la actual zafra 24/25, será de 21% si el precio es menor de 374,7 USD/ton, del 23% si el precio es mayor a 454,4 USD/ton y de 22% si el precio se ubica entre 374,8 y 454,3 USD/ton. Se establece un pago mínimo de 500 kilos de soja por hectárea agrícola.

⁴. Perspectivas Agrícolas FAO-OCDE 2024-2033 (julio de 2024); USDA Agricultural Projections to 2032 (febrero 2024); Banco Mundial-Commodity Markets Outlook, Banco Mundial-Commodity Prices y FAO- Índice de Precios de los Alimentos, Véase Sección V.-

- o Se estima un ingreso por arrendamiento de 45 Kg/año de vaca gorda para las áreas ganaderas y de 175 USD/ha para el área forestal.

- **Incremento anual del valor de los campos del fideicomiso**

- o El punto clave es la estimación del incremento en el valor de los campos. El modelo supone un incremento anual del 6%. Ese porcentaje resulta un poco optimista para el largo plazo. CARE para la realización de sus proyecciones de largo plazo supone que el incremento anual del precio de la tierra debería contemplar un valor aproximado a la inflación americana de largo plazo⁵ (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.

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

La Tasa Interna de Retorno estimada para el inversor en el último flujo sería del 7,98%, levemente más baja que la establecida en el prospecto (8,24%).

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 5% 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 500 kg. de soja por hectárea y por año, que actuaría en años de muy baja producción (sequía 22/23), asimismo se contratan seguros para cubrir eventos climáticos adversos y coberturas de precios para reducir la volatilidad de los precios en el corto plazo.

A. Replanteo del Flujo de Fondos

Como ya se comentó, algunos supuestos considerados para elaborar el flujo de fondos presentado, resultan levemente optimistas a juicio de CARE, especialmente los que refieren a la evolución de los precios de la tierra y de los granos. Si bien los valores considerados están adecuadamente sustentados, CARE considera pertinente utilizar valores más conservadores a los efectos de realizar proyecciones.

⁵ En la actualidad la inflación en EEUU se mantiene aún por levemente por encima de esos valores.

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. Estas fuentes coinciden en que la recuperación de los precios en el mediano plazo evolucionarían en forma positiva pero seguramente por debajo de la inflación del dólar.

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, el valor a utilizar para proyectar aumentos 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.

Sobre el modelo presentado por el operador, 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. También ajustó el punto de partida de los precios considerando una menor inflación, por lo que el precio inicial sería el promedio de los últimos 10 años ajustado en un 8%. Los resultados se presentan en el siguiente cuadro.

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

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

Fuente: CARE en base al modelo financiero

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 que se consideran los criterios de CARE para realzar proyecciones de mediano y largo plazo (aumento del 2% en los precios de los productos y un 4% en el precio de la tierra), la TIR sería del 6,6%.

Importa destacar finalmente que la fortaleza 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, aunque podría haber hasta un 25% de la superficie agrícola bajo arrendamiento.

B. Análisis de riesgo, escenario volátil.

En la calificación original CARE realizó un análisis de sensibilidad apoyado en el método de simulación Monte Carlo, el que consiste en asignar distribuciones de frecuencia a algunas variables exógenas del modelo, de forma de generar aleatoriedad al análisis.

Para definir las variables a sensibilizar se optó por considerar aquellas más relevantes dentro los ingresos, y más específicamente sobre los precios, en la medida que son las variables en las que el proyecto no tiene incidencia.

⁵. FAO-OCDE, USDA y Banco Mundial, Ver Capítulo V.

En este sentido, se definieron como variables claves del proyecto a la tasa de crecimiento de los precios de venta de los granos así como la tasa de crecimiento del precio de venta de la tierra. Para ambas variables se asume una distribución triangular.

Para el caso de la variación del precio de los commodities, tomando en cuenta las últimas estimaciones de largo plazo, se asumió como valor más probable 1,5%, estresando un poco más el modelo respecto de su valor marcado en el prospecto. A su vez, para las cotas superior e inferior se asumió una valor de +3,5% y - 0,5% respectivamente de forma de que los escenarios negativos tengan el mismo peso que los positivos.

Para el caso del precio de la tierra, se optó como valor más probable 4%, en vez del valor del prospecto (6%) de forma de estresar el modelo. A su vez, se consideró una cota superior e inferior del 2% por encima y por debajo del valor más probable.

Con estas definiciones se estimó la distribución de la tasa interna de retorno (TIR), resultantes de una simulación de 10.000 iteraciones, con el método de muestreo de Montecarlo, a través del software @risk. Los resultados se muestran en el cuadro siguiente.

Cuadro 10. Rentabilidad del Proyecto simulada		Mínimo	Promedio	Máximo
VARIABLE				
TIR (%)		4.90%	6.53%	8.16%

Fuente: CARE

Del análisis de las salidas del software se desprende que en el 90% de los casos la TIR se encuentra entre 5,62% y 7,48%. A su vez, tomando en cuenta la tasa de descuento de 5,40%⁶, prácticamente el 98% de las veces la TIR se encuentra por encima de ella.

Se concluye que el modelo muestra resultados robustos ante escenarios exigentes planteados en la sensibilización.

3.- Nueva estimación del Costo de oportunidad del capital.

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

Para estimar el costo de oportunidad del capital, CARE utiliza el modelo de valoración CAPM (Capital Asset Pricing Model)⁷, que relaciona la tasa libre de riesgo, la prima de riesgo del mercado y la prima de riesgo asignado al sistema de producción específico, en este caso la producción agrícola. Para evitar variaciones bruscas en la tasa, y tener una visión de mediano plazo, se consideraron valores promedios de los últimos 5 años en todas las variables.

Para considerar el riesgo sistémico se utiliza el "beta"⁸ promedio de empresas de producción agrícola en mercados emergentes, el cual se ubica en 0,91, lo que indica que la inversión en la actividad tiene un mayor riesgo y variabilidad que el promedio de todas las actividades en ese mercado. Para la tasa libre de riesgo se considera el rendimiento de los Treasury Bonds a 10 años de EEUU

⁶. Costo de oportunidad calculado por CARE al momento de realizada la sensibilización.

⁷. El modelo de valoración de activos financieros, denominado en inglés Capital Asset Pricing Model (CAPM) es un modelo utilizado para calcular la rentabilidad que un inversor debe exigir al realizar un inversión en un activo financiero, en función del riesgo que está asumiendo

⁸. Valor proporcionado por Damodaran.

(2,30%), para el riesgo país (índice UBI) se consideraron 115⁹ puntos básicos y para la prima de riesgo del mercado accionario se consideró 4,68%.

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 5,61%. Este valor es inferior a la TIR esperada del inversor para el escenario que considera los criterios de CARE (6,6%), lo que nos indicaría que la tasa prevista es superior a la teórica.

En la coyuntura actual, la tasa libre de riesgo es mayor al promedio de los últimos 5 años, pero en contrapartida el riesgo país es menor al período considerado. En consecuencia, si se aplican los valores actuales, el costo de oportunidad del capital sería menor (5,31%).

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 Uruguay¹⁰. En la actualidad la curva en dólares (CUD) a 10 años está en 4,76%. En este caso, la TIR esperada también supera a la curva en dólares.

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

4.- Tasación de la Tierra

En diciembre de 2023 se presentó la primer tasación de los campos del fideicomiso, la que fue realizada por la consultora CONSUR.

Se tasaron solamente 5 unidades productivas que corresponden a 6 predios, ya que dos de esto últimos comparten sistema de riego y fueron tasados como una unidad. Los inmuebles tasados representan en conjunto unas 8.130 hectáreas, el 63% de la superficie total.

La valuación de la tierra se realizó básicamente siguiendo una metodología que considera los ingresos netos futuros de la explotación agrícola-ganadera sin los beneficios del riego (pero considerando las rotaciones actuales) referidos a una tasa de corte de 3,5%¹¹, teniendo también en cuenta los precios reales de mercado de predios similares. El valor de la resultado de las tasaciones fue de 55,1 millones de dólares, que sería un 12,4% mayor al precio de compra de esos predios.

La valuación de las mejoras que hace CONSUR, resulta de la consideración de los registros contables del Fideicomiso, de la información pública disponible (instituciones del Estado, instituciones mixtas, organismos internacionales de financiamiento con actuación en el país), y de la información de los clientes de la consultora que disponen de riego en sus establecimientos. El valor resultante de la tasación que considera las terrazas y el riego fue de 4,93 millones de dólares, que prácticamente en su totalidad corresponden a dos de las unidades productivas.

⁹. Refiere a un promedio de 5 años, hoy el riesgo país varía en el entorno de 80 puntos básicos.

¹⁰. Curva Spot de Rendimientos de Títulos Soberanos Uruguayos emitidos en moneda nacional indexada a la inflación o en dólares, según sea el caso

¹¹. 3,5% es la referencia en el mercado para las inversiones en tierra en el mediano-largo plazo.

Cuadro 11. Tasaciones de los campos del Fideicomiso

Establecimiento	Precio de Compra	Tierra	Mejoras
Predio 1	10.784.585	13.168.545	2.253.632
Predio 2	10.705.268	11.799.652	33.171
Predio 3	6.090.682	6.976.569	30.758
Predio 4	10.000.000	11.480.966	376.834
Predio 5 (*)	11.432.736	11.664.704	2.238.124
Predio 6 (*)	12.742.000		
Predio 8	19.500.000		
Total	81.255.271	55.090.436	4.932.519

Fuente: CARE en base a as tasaciones

Riesgos considerados:

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

¹¹ . 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.

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. Por su parte, las crecientes medidas vinculadas con la protección del medio ambiente, también podrían poner en el mediano plazo restricciones al uso de la tierra.

Respecto de los precios de los productos agropecuarios, cabe destacar que los factores que dieron lugar a los máximos que alcanzaron los precios internacionales en 2022 ya no están operando y los valores reales de referencia de los principales productos agrícolas mantendrán probablemente una tendencia a disminuir ligeramente a lo largo de los próximos 10 años. No obstante, crecerán seguramente en valores nominales pero sin compensar totalmente la pérdida del valor de la moneda. Este comportamiento se explica en gran medida como consecuencia de que el crecimiento en la demanda -que seguramente continuará-, en términos generales sería más que compensado con incrementos en la productividad y en menor medida también por la reducción de las pérdidas postcosecha.

El sector productor de alimentos, enfrenta sin embargo un mercado con alta volatilidad, con precios muy dependientes de lo que suceda con la oferta y demanda, con el clima y con la economía mundial. De esta forma cabe esperar en el corto y en el mediano plazo algunos apartamientos de la tendencia histórica. En particular, como se verá, en la actual coyuntura, buena parte de los principales rubros de la producción agropecuaria, particularmente los granos, se encuentran enfrentando un mercado deprimido con precios bajos, como resultado de una elevada oferta mundial.

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.

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

1. Riesgo Económico y de Mercado

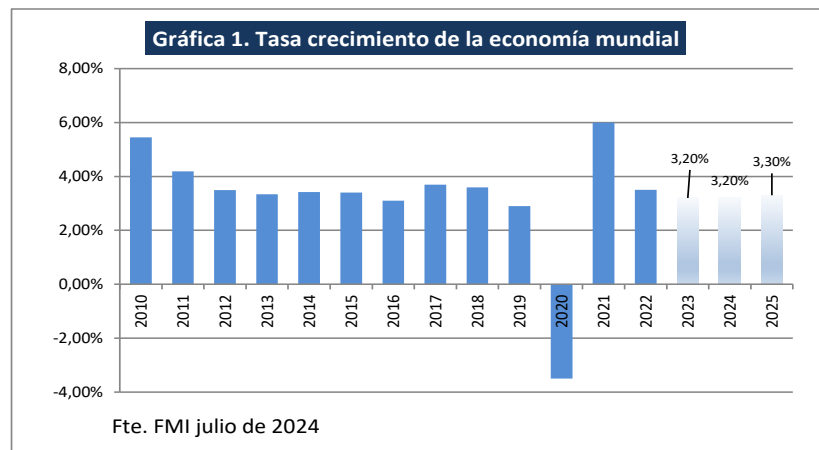
En esta sección, se describen los aspectos salientes de los dos precios que inciden en los retornos de la inversión: el precio de la tierra y el precio de los productos agrícolas.

1.1. Sobre el precio de los productos agrícolas - alimenticios

El comportamiento esperado de los precios de los productos agrícolas afecta el resultado de la inversión, aunque en menor proporción que los precios de la tierra. La trayectoria de mediano y largo plazo de los precios afecta aproximadamente el 24,5% 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.

Perspectivas de crecimiento de la economía mundial

El Fondo Monetario Internacional en su último informe de julio de 2024 proyecta que la economía mundial crecería un 3,2% en 2024 y 3,3% en 2025, manteniéndose sin cambios en términos generales respecto al pronóstico de abril. De esta forma, la proyección de crecimiento mundial sería la menor de las últimas décadas, por debajo del promedio histórico de 3,8% (2000–2019).



Se mantienen los efectos negativos de las elevadas tasas de interés para combatir la inflación -a pesar de que ya han comenzado a ceder-, el repliegue del apoyo fiscal en un entorno de fuerte endeudamiento que frena la actividad económica y el bajo crecimiento de la productividad.

Evolución histórica de los precios

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, tales como: el incremento de los ingresos per cápita de China, una mayor apertura y desregulación de los mercados globales, la promoción de los biocombustible, el debilitamiento del dólar, entre otros. Por su parte, la producción mundial respondió rápidamente a los estímulos del mercado alcanzando en el año 2017 los mayores niveles de producción para prácticamente todos los cereales, carnes y lácteos.

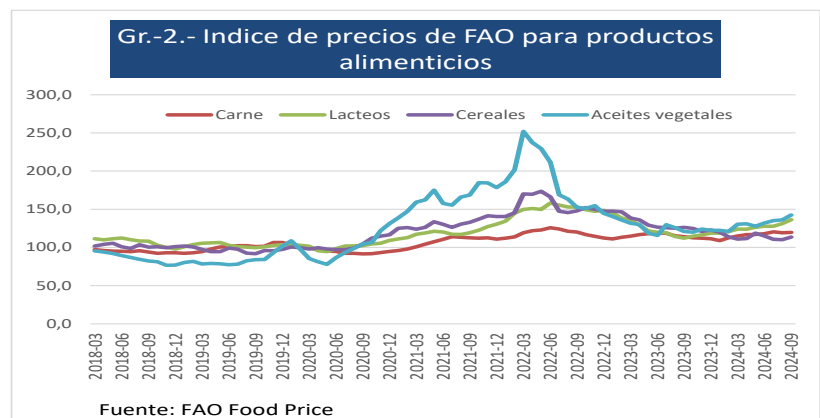
Las principales causas que impulsaron los precios al alza hasta el 2013 no se mantuvieron y el panorama cambió, los precios cayeron y los valores se mantuvieron deprimidos hasta mediados de 2020.

A partir del segundo semestre de 2020, los valores de los principales productos agrícolas comenzaron a recuperarse hasta alcanzar un nuevo pico de precios

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

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

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



El índice de precios de los alimentos de la FAO se situó en setiembre de 2024 en 124,4, lo que supone un aumento de un 4,4 % respecto de su nivel de diciembre. El índice se situó un 4,4% por encima de su valor de hace un año y un 22,4% por debajo del nivel récord de marzo de 2022.

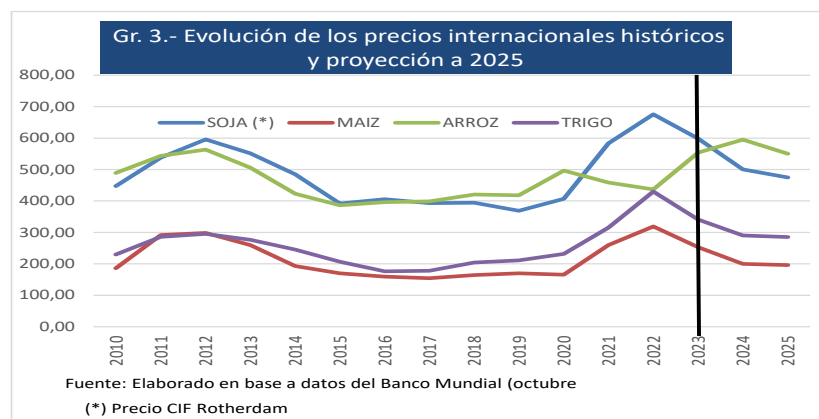
Por su parte, el índice de precios de los cereales de la FAO registró en setiembre de 2024 un promedio de 113,5 puntos, esto un 7,6% menos que en diciembre 2023 y 33,1% menos que el récord histórico (mayo 2022). Los precios mundiales del trigo para la exportación bajaron a principios de 2024, impulsados por la fuerte competencia sostenida entre los países exportadores y la llegada de la cosecha de los países del hemisferio sur. Los precios internacionales del maíz y la soja y también bajaron con la entrada de la cosecha del sur, así como también por la mayor oferta en los EEUU. También bajaron los precios mundiales de la cebada y el sorgo, mientras que el índice de precios de la FAO para todos los tipos de arroz se mantiene firme y viene en aumento.

El índice de precios de la carne de la FAO registró en setiembre un promedio de 119,6 puntos, esto es un 7,4% más que en diciembre 2023, encontrándose un 5,0% por debajo del récord histórico en junio de 2022.

Perspectivas de corto y mediano plazo

En la siguiente gráfica se presenta la evolución de los precios internacionales de los últimos años según el Banco Mundial¹² en la que se observa la evolución reciente de precios comentada y una proyección al 2025.

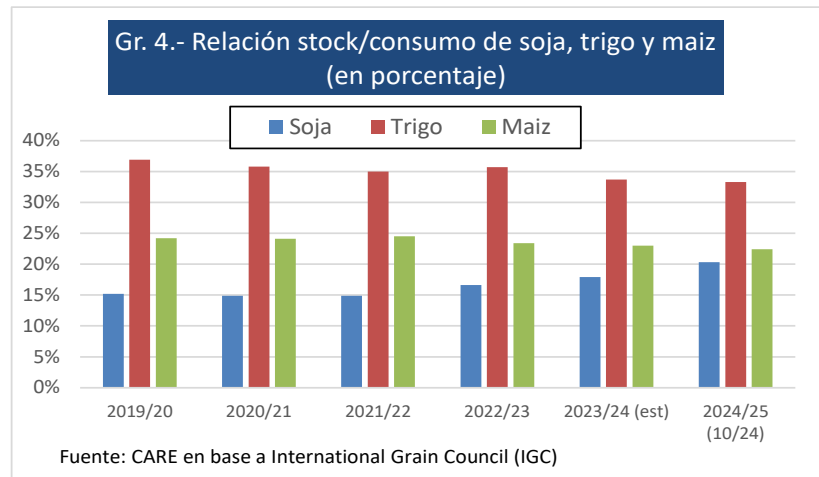
El último informe del Banco Mundial presentado en abril 2024 proyecta que luego de la reducción verificada en los precios internacionales en 2023 respecto de 2022, los precios de la soja, el maíz y el trigo seguirían ajustando a la baja en 2024 y también en 2025, aunque en valores nominales se mantendrían levemente por encima de su promedio anterior a la pandemia (2015-2019). Comportamiento diferente se observa en el arroz que muestra una recuperación respecto de 2022. Por su parte, los precios internacionales de carne vacuna caen en 2023 para luego mantenerse o mostrar leves mejoras.



Del análisis de las existencias de grano a través del ratio stocks/consumo, surge que nos encontramos en una situación estable para el caso del maíz, mientras que habría una leve reducción en el caso del trigo a pesar de que se encuentra en valores relativamente más elevados, y aún está por debajo del período 2017-2019. Para el caso particular de la soja, las existencias medidas a través del ratio stock/consumo vuelven a crecer, siendo este el cuarto año consecutivo que aumenta, lo que estaría explicando reciente reducción en los precios de exportación.

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

¹² Banco Mundial-Commodity Prices (abril 2024) y Banco Mundial Commodity Price Data (febrero 2024).



La caída en los precios que se verificó en los primeros meses del 2024 para el caso de la soja, maíz y trigo, se debió en gran medida a un desajuste entre la oferta y la demanda, explicada por una elevada cosecha tanto en el hemisferio norte como en el sur. Los precios deprimidos por su parte estarían contribuyendo a mejorar las ventas, por lo que cabría esperar que los valores comiencen a mejorar hacia finales del año.

Perspectivas de largo plazo

CARE consultó diversas fuentes de información¹³, y todas ellas coinciden en que los factores que explicaron la recuperación coyuntural de los valores hasta mediados de 2022, ya no están operando y los precios internacionales reales de los principales productos agrícolas reanudarán previsiblemente su tendencia a disminuir ligeramente a lo largo de los próximos 10 años. En consecuencia, se mantienen las previsiones de largo plazo sin mayores cambios respecto de los informes anteriores, respecto de que el **crecimiento de los precios nominales en el largo plazo, una vez retornados a su nuevo equilibrio, no lograría compensar la devaluación del dólar, cayendo levemente en términos reales.**

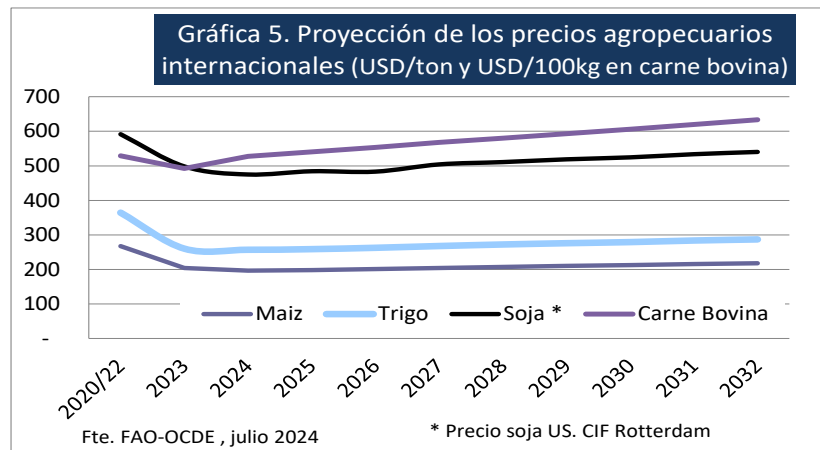
En julio de 2024 se publicaron “Las Perspectivas Agrícolas 2024-2033 de la OCDE y la FAO”, documento que ofrece una evaluación de las perspectivas a diez años para los mercados de productos básicos agrícolas. El informe analiza las tendencias de los factores demográficos y económicos que influyen en la oferta y la demanda de productos agrícolas. Los principales contenidos de este último informe son los siguientes:

- Se prevé que las economías emergentes serán quienes impulsarán la evolución de los mercados agrícolas mundiales durante los próximos 10 años, al igual que lo hicieron en los últimos 20, pero con cambios regionales relacionados con la evolución demográfica y la nueva prosperidad económica.
- Uno de los cambios destacables previsto para el próximo decenio es que la India, Asia sudoriental y el África subsahariana tendrán cada vez mayor importancia, mientras que el papel de China será cada vez menor, como consecuencia de la reducción de su población y el menor ritmo de crecimiento de los ingresos y de la estabilización de las pautas nutricionales.

¹³. Perspectivas Agrícolas FAO-OCDE 2024-2033 (julio de 2024); USDA Agricultural Projections to 2033 (febrero 2024); Banco Mundial-Commodity Prices (abril 2024) y FAO-Índice de Precios de los Alimentos.

- Se espera que la ingesta de calorías aumente 7% en los países de ingresos medios, debido en gran medida al mayor consumo de alimentos básicos, productos ganaderos y grasas. La ingesta de calorías en los países de ingresos bajos aumentará 4%, a un ritmo demasiado lento que no permitirá alcanzar el Objetivo de Desarrollo Sostenible de Cero Hambre para 2030 (ODS2).
- Se espera que la intensidad de las emisiones mundiales de gases de efecto invernadero (GEI) disminuya, ya que el crecimiento se basará en la mejora de la productividad más que en la expansión de la tierra cultivada y del número de animales; aun así, las emisiones directas de la agricultura aumentarán 5%.
- Se prevé que durante los próximos 10 años habrá una ligera caída en los precios internacionales de referencia reales de los principales productos básicos agrícolas, pero esto quizá no se refleje en los precios de los alimentos locales al por menor.

En la gráfica se presenta la proyección de los precios internacionales en dólares corrientes realizado por FAO-OCDE en base a los supuestos considerados.



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

Como se puede observar en los gráficos precedentes, los precios de los alimentos (granos, oleaginosos y carne), se encontraban en 2022 en niveles máximos históricos o cerca de ellos. Luego se ha procesado un ajuste a la baja a partir de 2023 que culminaría seguramente en este año 2024, para luego comenzar a aumentar ligeramente en términos nominales, mientras que disminuiría en términos reales siguiendo la tendencia a largo plazo de la agricultura.

FAO-OCDE y USDA proyectan precios a 2033 y según estas fuentes al final del período los valores estarían en niveles por debajo de los récords de 2022 y también del promedio de 2023, con excepción de la carne bovina y el arroz.

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

Cuadro 12. Tasa de evolución de los precios proyectadas para los próximos años (2024-2033)

Cultivo	FAO-OCDE	USDA
Maíz	0,7%	-0,5%
Soja	0,9%	-0,8%
Trigo	1,1%	-1,4%
Carne Bovina	2,8%	-0,1%
Arroz	0,1%	-0,6%

Fuente: CARE en base a USDA y FAO-OCDE

Nota: Incremento acumulativo anual

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

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

1.2. Sobre el precio de la tierra

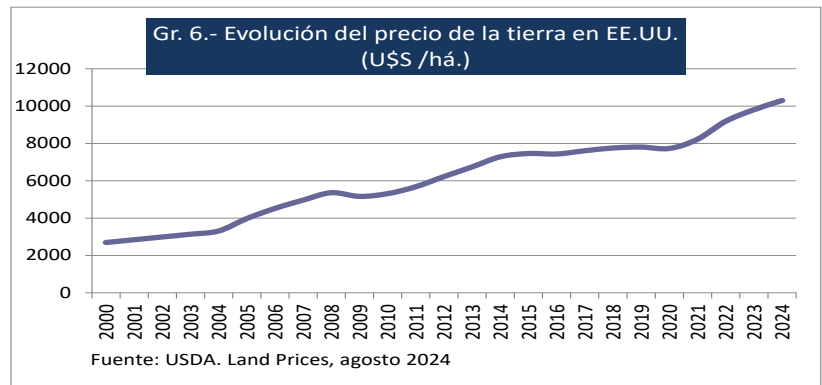
Las perspectivas de demanda internacional por tierra siguen siendo alentadoras y ubicarían los precios en niveles crecientes para el corto y mediano plazo. Esto es consecuencia de las dificultades que existen para la expansión de la frontera agrícola, sumado a la necesidad de un uso racional y sostenible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

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

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

Durante el período 2000-2024, el incremento acumulativo anual del precio de la tierra en EEUU en dólares corrientes fue de un 5,75% anual, valor superior al de la inflación de la moneda norteamericana (2,54%), lo que determina un incremento real anual del 3,14% en los últimos 24 años.

El precio de la tierra (promedio) se había mantenido relativamente estable entre 2017 y 2020, con aumentos mínimos en el entorno a la inflación del dólar, pero en los últimos 4 años los valores se recuperan fuertemente mejorando en términos reales, y también acompañando la mayor inflación. Entre 2020 y 2024 el valor de la hectárea promedio lleva acumulado un aumento de un 33,2%; si se analizan por separado las tierras agrícolas de las ganaderas, las primeras tuvieron entre 2021 y 2024 un aumento del 37,2% mientras que las segundas un 30,7%.



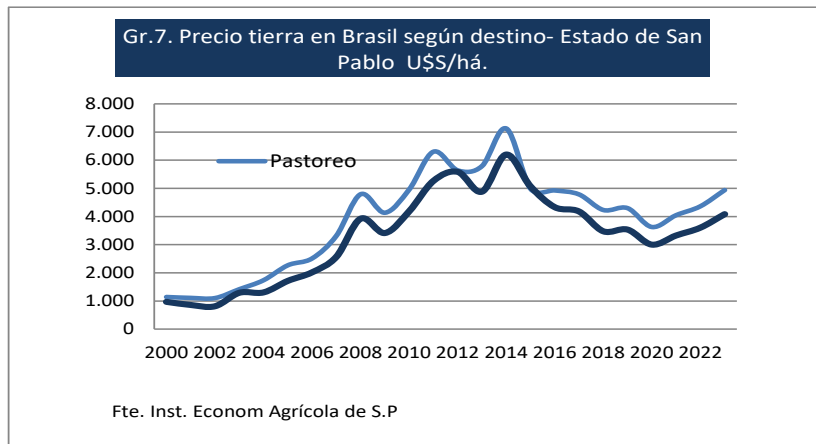
El USDA, reporta también el comportamiento de los precios de las tierras irrigadas y sin riego. Para el caso concreto de las tierras del “Corn Belt” (Missouri), el USDA en su reporte de agosto de 2024, muestra que los precios de las tierras irrigadas se ubican en promedio un 29% por encima de las no irrigadas. En zonas más secas, como por ejemplo en California, las tierras irrigadas valen un 160% más que las que no se riegan.

Cuadro 13. Precio de la tierra regada y no regada en el Corn Belt de EEUU (USD/ha)

	2020	2021	2022	2023	2024	Variación 2024/23
Regada	11.713	12.059	13.591	14.184	14.826	4,5%
No regada	8.476	9.291	10.576	11.392	11.861	4,1%
Variación en porcentaje	38%	30%	29%	25%	25%	

Fuente: elaborado en base a datos de USDA, Land Prices, Agosto 2024

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 pueden ser amplificadas por este efecto. El precio en dólares muestra un crecimiento sostenido hasta el año 2014 para luego comenzar a caer hasta 2020, en un comportamiento similar al ocurrido en Uruguay. A partir de 2020 comienza a recuperarse en forma importante (12% en 2021, 8% en 2022 y 13% en 2023), pero aún se mantiene muy por debajo de los valores máximos. El aumento de precios del año 2023 en dólares se explica en parte por el incremento del precio en la moneda local y también por un fortalecimiento del real frente respecto del dólar.



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

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

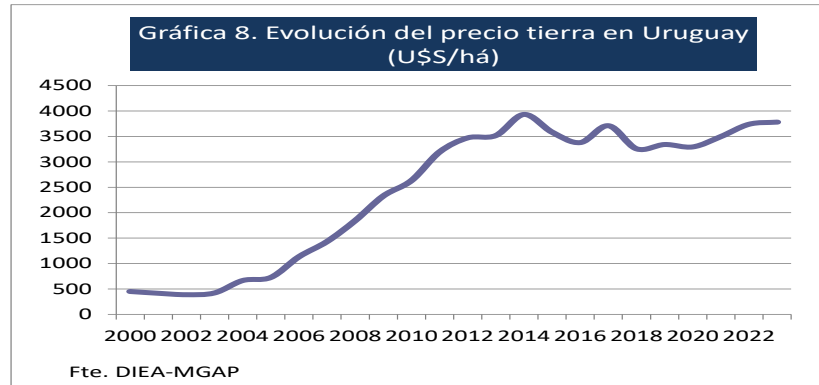
La Cámara Argentina de Inmobiliarias Rurales (CAIR), institución que analiza la evolución de ese mercado, estima que la actividad se viene recuperando lentamente en este año 2024 luego del cambio de administración. El índice de actividad que estima la Cámara¹⁴, se ubicaba en julio de 2024 en 45,55 puntos frente a los 21,52 puntos que había cerrado en diciembre de 2023, Según informa la Cámara, el mercado está demandando campos agrícolas buenos a muy buenos, aunque se mantiene muy poca oferta por el momento.

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

En 2021 el precio de la tierra parece retomar su tendencia histórica de crecimiento, al aumentar un 6,2% respecto del año anterior. En 2022 el precio medio vuelve a crecer en este caso 6,9%, verificándose un aumento significativo en las superficies transadas anualmente, lo que indicaría un mayor nivel de actividad en un mercado en alza. El último informe de "Precio de la Tierra" de DIEA, publicado el 15 de abril de 2024 da cuenta de un leve incremento en los valores respecto del año anterior, en este caso del 1,1%. Cabe destacar que en este último año la superficie de campos vendida vuelve a caer en forma significativa por lo que la localización y/o la calidad de los suelos vuelve tener importancia al momento de la definición del precio medio.

¹⁴ El "Índice de actividad del mercado inmobiliario rural" (InCAIR) es un índice mensual que refleja la "actividad" del mercado. Se toma como base de referencia máxima 100 puntos, correspondientes al pico de máxima actividad histórica. No refleja precios/valores, solo actividad de mercado. Se comenzó a medir a partir del mes de noviembre del 2013.

Estos últimos aumentos en los valores de la tierra se podrían explicar en parte como consecuencia del repunte de los precios internacionales en los años 2021 y 2022, por el fortalecimiento del peso uruguayo con respecto al dólar, moneda con la que se realizan las transacciones de campos, así como también por la alta inflación internacional.



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, los resultados obtenidos están alineados con la información suministrada por DIEA.

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 (71,5%) por lo que lo que finalmente ocurra con su comportamiento tendrá una contribución sustancial con el retorno final de la inversión. El modelo financiero supuso una valorización acumulativa anual de un 6% (en dólares corrientes) durante 15 años, por lo que resulta importante conocer que ha sucedido en el pasado como forma de tener una cierta aproximación con lo que pueda ocurrir en el futuro.

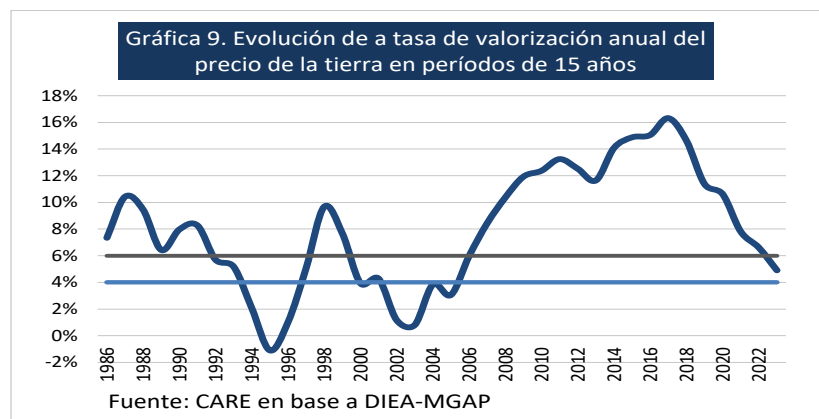
Para ello CARE analizó con la información de los precios de la tierra (en dólares corrientes) de una serie de más de 50 años (1970 a 2023) la variación anual en períodos de 15, en donde se observa lo siguiente:

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)

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

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



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

CARE entiende que si bien cabe esperar para el mediano y largo plazo aumentos sostenidos en los precios de la tierra, éstos no serían de similar magnitud que el pasado. Muy probablemente los aumentos de precios compensarán la inflación de largo plazo de Estados Unidos, más un pequeño componente por incremento de la productividad de la tierra, de esta forma se deberían ubicar entre el 3 y el 4% anual. Para este caso en particular la realización de las represas y las inversiones en infraestructura de riego podrían mejorar ese porcentaje. Esto no implica que puedan existir períodos de mayores o menores tasas anuales de crecimiento.

2.- Las políticas públicas, el riesgo político

El riesgo de políticas públicas sería 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.uy¹⁷ de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez

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.**



Ing. Agr. Adrián Tamber