CARE
CALIFICADORA DE RIESGO

ACTUALIZACIÓN DE LA CALIFICACION DE RIESGO DE TITULOS MIXTOS DEL DOMINIO FIDUCIARIO DEL "FIDEICOMISO FINANCIERO TIERRAS DEL LITORAL II"

Montevideo, octubre de 2026

Juncal 1437 of 106 / Tel (598) 2914 8866
Montevideo / Uruguay
www.care.com.uy / care@care.com.uy

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

Actualización de la Calificación de Oferta Pública
21- octubre - 2026

Denominación:	Fideicomiso Financiero Tierras del Litoral II o FFTL 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:	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 Tambler
Calificadora de Riesgo:	CARE Calificadora de Riesgo
Calificación de Riesgo:	BBB.uy
Vigencia:	hasta 30 de abril de 2027.
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[1] .

[2]. Disponible en www.care.com.uy

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.

- La capacidad de gestión del Operador del proyecto (Agropecuaria del Litoral) y de su empresa vinculada (Agronegocios del Litoral) que actúa como aparcero/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 esta oportunidad se dispone de una actualización de las proyecciones financieras con información real a diciembre de 2025 estimando una TIR para el inversor del 6,8%. CARE sensibilizó el flujo suponiendo una situación más conservadora estimando una TIR entre 5,7 y 5,8%, algo menor pero se mantiene en rangos aceptables para la calificadora.

- 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 adquirió títulos por un 5% del monto suscripto y se compromete a mantenerlos durante todo el período de la vigencia del Fideicomiso, salvo que deje 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, en coyunturas muy adversas.

- 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 suscripto e integrado[2] , 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, culminándose con la etapa de inversión en tierras, en los plazos previstos y bajo el protocolo definido en el prospecto. La superficie total asciende a unas 12.800 hectáreas adquiridas (7% por encima del estimado en el prospecto) por un monto total de USD 81,26 millones, sin considerar los costos de adquisición. A la fecha ya se han realizado inversiones en infraestructura de riego por unos 11,8 millones de riego en 5 de las 7 unidades productivas, y el objetivo final será el de disponer de algo más de 4.500 hectáreas efectivas de riego.

- Se sigue trabajando en los distintos campos para finalizar y mejorar los sistemas de riego que en buena parte ya están operativos, culminándose con la electrificación en los predios que faltaban (La Solana y San Juan de Young). Se sigue trabajando en las gestiones y los permisos para comenzar a realizar las inversiones en los campos que aún no tienen riego (dos predios).

- El 15 de julio de 2026 en cumplimiento del contrato de Fideicomisos se pagaron a los inversores USD 1.250.000 por concepto de intereses anuales de los Títulos Mixtos, así como USD 47.751 correspondieron a fondos netos anuales distribuibles correspondientes al ejercicio cerrado el 31 de diciembre de 2025.

- La zafra 25/26 cerraría finalmente con un ingreso neto por rentas para el fideicomiso (descontado gastos de comercialización y del fideicomiso) de 1,86 millones de dólares, un 4% por debajo de lo presupuestado al inicio de la campaña. Los efectos de la sequía fueron muy importantes para la agricultura del país, no obstante los efectos negativos sobre el fideicomiso fueron menores gracias al buen comportamiento de las áreas regadas. Los resultados acumulados de los ingresos brutos y netos hasta el momento se encuentran por encima de las proyecciones establecidas en el prospecto, como consecuencia de una mayor velocidad en la ejecución respecto de lo proyectado. Por su parte, la valorización acumulada de la tierra ha estado por debajo de lo proyectado.

- A diciembre de 2025 se presentó la tasación anual de los campos del Fideicomiso, la que fue realizada por la misma empresa que el año anterior (Consur) y también involucró a la totalidad de los campos y mejoras del Fideicomiso. El monto asignado a la tierra fue de 93,5 millones de dólares una cifra un 2,2% más alta que el año anterior, mientras que las mejoras fueron tasadas en 12,8 millones de dólares, casi un 39% mayores que en 2024 (se consideran inversiones que no estaban en 2024). En conjunto, el valor de tierra y mejoras mostró un aumento interanual del 5,5%. La tierra muestra un 15,1% de aumento promedio respecto de su valor de compra.

[2]. Valor nominal del Título Mixto USD 100.

- Los precios de la mayor parte de los productos agropecuarios, han mostrado en el pasado una tendencia al crecimiento en términos reales como consecuencia de una demanda creciente y de un comercio internacional que también crece. Sin embargo, las proyecciones realizadas por diferentes organismos para los próximos 10 años estarían indicando que los precios internacionales nominales probablemente se verán incrementados, pero en un guarismo menor a la pérdida del valor de la moneda, por lo que disminuirían ligeramente en términos reales a lo largo de los próximos 10 años. Este comportamiento se explica en gran medida como consecuencia de que el crecimiento en la demanda -que seguramente continuará-, sería más que compensado con las continuas mejoras de la productividad promedio que reducen los costos de producción y en menor medida también por la reducción de las pérdidas postcosecha.

- Más allá de este comportamiento relativamente previsible para el mediano plazo, el mercado se seguirá caracterizando por mostrar una alta volatilidad, con precios muy dependientes de los vaivenes de la oferta y demanda, el clima, la política comercial y la economía mundial. Los conflictos bélicos recientes muy probablemente también tendrán en el corto plazo efectos sobre los precios y su volatilidad. La bajos precios agrícolas vigentes durante todo el 2025 fueron resultado de un desajuste entre la oferta y la demanda, agravado también por la guerra comercial y de aranceles llevada a cabo por los EEUU. Por su parte, los precios de la carne vacuna muestran un comportamiento diferente, con valores elevados y una demanda firme. Durante el primer semestre de 2026, algunos productos agrícolas ya mostraron signos de recuperación en los precios.

- El mercado de tierra agrícola, presenta para el largo plazo tendencias de incremento en sus precios, como consecuencia del aumento sostenido de la demanda de alimentos, fibras y maderas, y a que en general las posibilidades de expansión de la frontera agrícola está cada vez más limitada. Para el caso del Uruguay, los incrementos esperados en los precios de la tierra serán seguramente más moderados que los ocurridos entre 2004 y 2014. Luego de un período de ajuste y de un comportamiento errático con escasos negocios entre 2015 y 2020, el precio de la tierra lleva cinco años de aumentos sostenidos. El precio promedio de la tierra reportado por DIEA-MGAP para el 2025, en términos nominales, supera en un 6,2% el récord de 2014.

- 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 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 Tambler y Martín Durán Martinez. 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

[3]. Ver "Manual de calificación de finanzas estructuradas…." Punto 3.

ejecutarse el Fidecomiso 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, y está calificado con grado inversor (BBB+.uy).

El valor nominal total máximo a emitir en el FF Tierras del Litoral II, era de USD 100.000.000. El 18 de septiembre de 2024 se realizó una Asamblea de Beneficiarios a través de la cual se obtuvo por unanimidad la aprobación para la realización del último capital call del Fideicomiso. En consecuencia, se integraron los últimos 6 millones de dólares y se completó la emisión de 100 millones.

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, lo que ya cumplió.

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 aparcero 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.

- 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 total	Superficie de riego	Superficie Ganaderia	Precio USD/ha	Inversión por ha regada (USD)
Predio 1	Rio Negro	2.270	1.022	763	1.034	4.749	3.120
Predio 2 (*)	San José	1.553	1.041	670	237	6.825	3.184
Predio 3 (*)	Paysandu	1.368	807	515	370	4.449	3.378
Predio 4	Soriano	1.595	734	453	528	6.271	2.594
Predio 5	Río Negro	1.326	941	592	248	8.625	4.097
Predio 6 (**)	Paysandu	1.979	1.084	740	866	6.439	3.573
Predio 7	Rio Negro	2.702	1.594	816	915	7.217	3.934
TOTAL		***12.793***	***7.222***	***4.549***	***4.198***	***6.344***	***3.532***
PROSPECTO		***11.957***	***6.901***	***4.066***	***2.860***	***7.108***	***3.553***

Fuente: CARE en base al Operador y el Fiduciario
(*) En estos predios aún no se han realizado las obras de riego.
(**) Refiere a una unidad completa resultado de la fusión de dos predios linderos.

- La superficie total adquirida fue de unas 12.800 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 (11.957 ha).

- En los campos existe la posibilidad de regar aproximadamente 4.500 hectáreas (11% por encima que las 4.066 estimadas en el prospecto) las cuales podrán ajustarse en función de las decisiones de inversión que se tomen.

- En el Prospecto se planteaba un conjunto de exigencias mínimas de desempeño para evaluar la marcha del proyecto, ya que son consideradas 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 se 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

	Prospecto		Real	
Concepto	**Hectáreas**	**Porcentaje**	**Hectáreas**	**Porcentaje**
Superficie Total	11.957	100%	12.793	100%
Superficie Agrícola	6.901	58%	7.229	57%
Secano	2.835	41%	2.673	37%
Riego	4.066	59%	4.549	63%
Superficie ganadera	2.860	24%	4.198	33%
Superficie Forestal	1.567	13%	244	2%
Otros	630	5%	1.122	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.
  - Se cuenta con las certificaciones de Normas ISO 9.001 (Sistema de Gestión de la Calidad) e ISO 14.001 (Sistema de Gestión Medioambiental). En mayp 2026 se renovaron las certificaciones anuales de las normas ISO 9001 e ISO 14001.
  - Se trabaja en la implementación del Sistema de Gestión de Huella de Carbono y Gases de Efecto Invernadero a través de la norma ISO 14064-1.
  - En 2023 se obtuvo la certificación de producción de Soja Responsable a través de la normativa establecida por la RTRS (Round Table Responsible Soy). En 2025 se renovó la certificación.

- Se presentó a diciembre de 2025 la tasación anual de los campos y mejoras del fideicomiso. El valor estimado para la tierra fue de 93,5 millones de dólares una cifra un 2,2% más alta que el año anterior. Las mejoras en riego y las terrazas fueron valoradas en 12,8 millones de dólares, un 38,7% más en comparación con el año anterior. En conjunto, el activo tierra y mejoras, aumentó un 5,5% respecto de 2024.

2.2.- Hechos salientes del período

- Se continúa con los trabajos en los distintos campos para finalizar los sistemas de riego que se han venido habilitando. La mayor parte de ellos ya están funcionando. El estado de situación al término del segundo semestre de 2026 es el siguiente.

    - Los sistemas de riego que se iniciaron en 2022 y 2023 se encuentran operativos, se realizan reparaciones, mantenimiento preventivo y mejoras técnicas.
    - Se culminaron con las obras de línea eléctrica de La Solana, resta aún las gestiones finales con UTE y las conexiones eléctricas finales.
    - En San Juan se espera finalizar las tareas y conexión con UTE durante el mes de agosto.
    - Se acordó el reemplazo de un tramo de cañerías en el predio Santa Catalina, que mostró recurrentes roturas. El costo será asumido por el contratista.
    - Se retomaron los proyectos de sistematización con la construcción de desagües y terrazas en varios campos.
    - Quedan dos predios cuyos proyectos aún no se han iniciado, IRSA y El Tarugo, se siguen avanzando en los permisos, en las concesiones y en las servidumbres de agua .

- El monto total de las inversiones en riego, sin considerar los últimos dos campos, es de USD 11,84 millones, en línea con lo presupuestado. Este valor incluye los costos correspondientes a presentaciones a organismos, trabajos de relevamiento, autorizaciones, estudios técnicos, ingeniería, cateos, etc., así como el seguimiento y el control de las obras.

- Culminada la campaña 25/26, los resultados (aun preliminares), estarían determinando un ingreso neto para el fideicomiso (descontados los costos comerciales y los del fideicomiso) de USD 1,86 millones, que resultó ser un 4% menor a lo proyectado al inicio de la zafra.

- La zafra de verano fue de escasas precipitaciones para los cultivos, especialmente en la zona sur del país. Estas condiciones impactaron en el rendimiento de los cultivos en esas zonas, sin embargo, para el caso de los campos del Fideicomiso la utilización de los sistemas de riego y la combinación de cultivos permitió obtener buenas producciones en general. Las sojas de secano fueron los cultivos más afectados, lográndose en algunas chacras del sur del país rendimientos por debajo de los 500 kilos.

Cuadro 3: Producción e ingresos netos proyectados para el fideicomiso (campaña 25/26)

Concepto	Has Plantadas	Rend. Kg/ha	Toneladas para el FFTDL 2	Ing. neto (USD) FFTDL 2
Soja secano	2.408	1.500	722	246.087
Soja riego	1.476	2.917	947	330.491
Maiz secano	208	5.370	224	47.853
Maiz riego	1.404	10.180	3.145	687.246
Trigo	572	5.491	628	100.502
Cebada cervecera	733	4.858	712	109.844
Colza	519	2.004	208	88.418
Carinata	195	2.052	80	40.318
Raigras	216	1.326	57	47.388
Girasol	245	1.730	85	40.471
Arrendamientos	5.193			709.369
TOTAL				**2.447.987**
Costos del Fideicomiso				(583.967)
EBITDA				**1.864.020**

Fuente: El Operador

- El ingreso por arrendamientos del ejercicio 25/26 fue de USD 709 mil, que representa un 29% del total de ingresos del ejercicio. De esta cifra, el 53% proviene de los arrendamientos ganaderos y el 47% de los arrendamientos agrícolas.

- Para la campaña agrícola en curso (26/27), se proyecta un ingreso neto de 1,17 millones de dólares sobre la base de un escenario de mayores precios a los del año pasado, en línea con la situación actual del mercado, y rendimientos acordes con las proyecciones climáticas disponibles.

Cuadro 4: Producción e ingresos netos proyectados para el fideicomiso (campaña 26/27)

Concepto	Hás plantadas	Rend. Kg/ha	Toneladas para el FFTDL 2	Ing. neto (USD) FFTDL 2
Soja secano	2.905	2.757	1.602	547.576
Soja riego	1.776	3.931	1.536	530.702
Maiz secano	193	7.000	270	46.930
Maiz riego	1.322	12.808	3.753	711.809
Trigo	322	4.700	303	55.286
Cebada cervecera	288	5.059	292	63.483
Colza	897	2.008	360	168.737
Carinata	118	2.100	50	24.899
Arrendamientos	4.784			624.929
TOTAL				**2.774.351**
Costos del Fideicomiso				(604.439)
EBITDA				**2.169.912**

Fuente: El Operador

- Se sembraron 1600 has de cultivos de invierno, incluyendo trigo, cebada, colza y carinata. El clima fue seco al momento de la implantación en tanto en invierno se registraron excesos de lluvias en algunos de los campos

- Se sembrarán en la actual campaña (26/27) unas 4.680 has de soja (38% bajo riego) y unas 1.500 has de maíz, un 88 % con riego.

- Con referencia a los campos arrendados en la zafra 26/27 habrá unas 3.960 ha destinadas a la ganadería y 826 hás con agricultura (un predio). El ingreso por arrendamientos proyectado es de USD 625 mil, un 22,5% del ingreso neto total proyectado. De esta cifra, el 68% proviene de los arrendamientos ganaderos y el 32% de los agrícolas.

- El 15 de julio de 2026, se efectuó una distribución por USD 1.297.751. Del ese total, USD 47.751 corresponde a fondos netos anuales distribuibles al 31 de diciembre de 2025, mientras que USD 1.250.000 fue por intereses anuales de los títulos, devengados por el período 15/07/2025 a 15/07/2026.

3. Información analizada

La información analizada, fue la siguiente:

- Informes trimestrales del operador el último al 30/06/2026.
- Informes del Comité de Vigilancia, el último al 30/06/2026.
- Informes trimestrales del Fiduciario el último al 30/06/2026.
- Estados Contables de Agropecuaria del Litoral al 30/06/2026 (version preliminar).
- Estados Contables intermedios del Fiduciario al 30/06/2026.
- Estados Contables intermedios del Fideicomiso al 30/06/2026.
- Actualización del modelo financiero a diciembre 2025.

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 emitidos:	Títulos Mixtos
Activos del Fideicomiso:	Inmuebles rurales, infraestructura de riego, aparcería, entre otros.
Moneda:	Dólares Americanos
Importe de la Emisión:	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 30/06/2026. En primer término, el estado de situación patrimonial a esa fecha.

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

Concepto	30/6/2026	31/12/2025	31/12/2024
Activo	**100.443**	**93.323**	**115.477**
Activo Corriente	25.359	19.973	34.640
Activo no Corriente	75.084	73.350	80.837
Pasivo	**49.193**	**46.049**	**55.255**
Pasivo Corriente	6.012	4.023	6.163
Pasivo no Corriente	43.182	42.025	49.092
Patrimonio	**51.250**	**47.274**	**60.221**
Total Pasivo y Patrimonio	**100.443**	**93.323**	**115.477**
Razón Corriente	**4,22**	**4,96**	**5,62**

Fuente: EE.CC Winterbotham

En cuanto a los resultados del semestre indicado, se presentan resumidamente en el cuadro siguiente.

Cuadro 6: Estado de Resultados de Winterbotham (miles $)			
Concepto	**30/6/2026**	**30/6/2025**	**31/12/2025**
Ingreso de actividades ordinarias	16.390	16.406	32.431
Gastos de Administración	(12.178)	(12.151)	(23.162)
Resultado Operativo	**4.212**	**4.255**	**9.268**
Resultados de inversiones y financiamiento	1.291	(3.410)	(3.052)
Resultados antes de Impuestos	**5.503**	**845**	**6.217**
Impuesto a la Renta	(1.528)	(1.161)	(1.663)
Resultado del Periodo	**3.975**	**(316)**	**4.553**

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 depositados en UI.

Los resultados del semestre son positivos lo que explica el incremento del patrimonio contable.

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 perfomance 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 30/06/2026 (version preliminar) 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 que demuestra haber cumplido con el compromiso de haber adquirido, al menos, el 5 % de los valores emitidos.

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. Tiene 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 es de 25 % pagaderos al final del período y pagan un interés efectivo anual de 5 %.

Se han emitido títulos por el máximo autorizado, es decir, USD 100 millones. La última integración, por USD 6 millones, fue comunicada el 20/09/2024 por parte de la Fiduciaria al BCU por lo que el año 2025 fue el primer ejercicio en que el Fideicomiso contó con la totalidad de los fondos previstos. 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 30/06/2026.

Cuadro 7: Estado de Situación Fideicomiso (miles USD)

Concepto	30/6/2026	31/12/2025	31/12/2024
Activo	**111.656**	**110.133**	**109.896**
Activo Corriente	4.721	3.778	9.116
Activo no Corriente	106.934	106.355	100.779
Pasivo	**27.242**	**26.439**	**28.848**
Pasivo Corriente	2.292	1.491	2.376
Pasivo no Corriente	24.949	24.948	26.472
Patrimonio	**84.414**	**83.694**	**81.047**
Total Pasivo y Patrimonio	**111.656**	**110.133**	**109.896**
Razón Corriente	**2,06**	**2,53**	**3,84**

Fuente: EE.CC Fideicomiso

De acuerdo a lo expresado líneas arriba, el monto de la emisión considerada dentro del patrimonio (USD 75 millones) debe compararse con el patrimonio contable que a la fecha de cierre del semestre era de USD 84.4 millones.

Cuadro 8: Estado de Resultados Fideicomiso (miles USD)

Concepto	30/6/2026	30/6/2025	31/12/2025
Ingresos por actividades ordinarias	1.934	1.688	2.336
Cambio de valor en propiedades	-	-	1.464
Resultado Operativo	**1.934**	**1.688**	**3.800**
Gastos de administración y ventas	(546)	(1.010)	(1.542)
Resultados financieros	(625)	(716)	(1.292)
Otros ingresos	9	-	50
Resultados antes de Impuestos	**771**	**(38)**	**1.016**
Impuesto a la Renta	(3)	1.697	1.694
Resultado del Periodo	**768**	**1.659**	**2.710**
Otros resultados integrales	-	-	-
Resultado integral del periodo	**768**	**1.659**	**2.710**

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Los ingresos por operaciones del semestre son superiores a los del mismo periodo del año anterior; la marcha de los negocios se analiza en otra sección de este informe. No se registran cambios en el valor de la propiedad por tratarse de un cierre intermedio.

En *Resultados Financieros* se registra el pago de los intereses correspondientes al periodo por el componente deuda de los títulos emitidos por lo que el Fideicomiso se encuentra al día con esa obligación. El importe anual es USD 1.250.000, por lo tanto en el semestre se pagaron por este concepto USD 625 mil.

En el semestre se registra una nueva distribución de utilidades, en este caso por USD 47.751.

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 incorpora 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.

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

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 dispone de una nueva proyección del flujo financiero con información actualizada a fines de 2025 y proyectando los valores hasta la finalización del fideicomiso. Se consideraron las áreas finales de los campos y las superficies que se destinarán 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 considerados son compartibles y están basados en los antecedentes 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 Con respecto a los precios de partida y los rendimientos por ha de los cultivos, los mismos resultan razonables para la calificadora. Los precios 2026 y 2027 son los actuales y a partir de 2028 se toman los históricos (promedio del período 2012-2026 ajustados, ya que la serie de precios históricos está en términos nominales).
o Se proyecta un crecimiento de 3,0% anual en los precios de los productos, lo que sí parece un poco elevado ya que la información internacional disponible coincide en que los precios de los granos crecerán en la próxima década en valores nominales, pero muy probablemente por debajo de la inflación del dólar, manteniéndose o cayendo en términos reales[3] .

[3]. Perspectivas Agrícolas FAO-OCDE 2026-2035 (julio de 2026); USDA Agricultural Projections to 2035 (febrero 2026); Banco Mundial-Commodity Markets Outlook, Banco Mundial-Commodity Prices y FAO- Indice de Precios de los Alimentos, Veáse Sección V.-

- 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 zafra 25/26 fue de 21% si el precio fuera menor de 384,7 USD/ton, del 23% si el precio era mayor a 466,5 USD/ton y de 22% si el precio se ubicaba entre 384,8 y 454,4 USD/ton. Se establece un pago mínimo de 500 kilos de soja por hectárea agrícola.

- 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.*** El modelo supone un incremento anual del 6%, lo que a juicio de CARE puede resultar un poco elevada para hacer proyecciones de largo plazo. Además considera un sobreprecio del 15% por única vez por ser un campo regado, lo que puede resultar adecuado dado los antecedentes existentes en otros países.

La Tasa Interna de Retorno estimada para el inversor según los criterios considerados precedentemente sería del 6,8%, algo 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.

3.- Replanteo del Flujo de Fondos

Como ya se comentó, algunos supuestos considerados para elaborar el flujo de fondos presentado, resultan algo 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.

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 2014. CARE para la realización de sus proyecciones de largo plazo supone que el incremento anual del precio de la tierra debería contemplar un valor aproximado a la inflación americana de largo plazo (2%) más el incremento en la productividad de la tierra (aproximadamente 1-2%), 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.

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. 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			
	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%
1,00%	4,0%	4,5%	5,1%	5,6%
2,00%	4,0%	4,6%	5,2%	5,7%
3,00%	4,1%	4,7%	5,2%	5,8%

Fuente: CARE en base al modelo financiero

Los resultados muestran que incluso en la situación extrema de que los incrementos en los precios de la tierra y de los granos sean de apenas un 1% anual, 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 los granos. En el escenario que se consideran los criterios de CARE para realizar proyecciones de mediano y largo plazo (aumento del 2-3% en los ingresos por aparcerías (incluye aumento de precios y mayor productividad) y un 3-4% en el precio de la tierra, la TIR se ubicaría entre un 5,7 y 5,8%.

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.

Las Tasas Internas de Retorno proyectadas consideran todo el período del proyecto por lo que se estaría estimando la rentabilidad para un inversor que aportó el capital al comienzo del proyecto y se mantiene hasta el final. La mayor parte de las integraciones a este Fideicomiso (94%) se realizaron entre 2021 y 2023 y durante ese período, a título de ejemplo, el rendimiento de los Treasury Bonds a 20 años de EEUU se ubicaba entre 1,98 y 4,26% mientras que el rendimiento de la curva en dólares (CUD) a 20 años se ubicaba entre 5,15 y 5,55% para ese mismo período.

Se recuerda que esta no es una emisión con compromiso de rentabilidad fijo, por lo tanto la nota no depende 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 sigue entre otros criterios el cumplimiento del proyecto y el alcance de una rentabilidad mínima que se juzgue aceptable en ocasión de cada recalificación. Estos análisis deben considerarse a los efectos de cualquier decisión como un punto de vista a tener en cuenta entre otros por parte del inversor.

4.- Tasación de la Tierra

En diciembre de 2025 se presentó la tasación anual de los campos del fideicomiso, la que fue realizada por la consultora CONSUR, al igual que en el año anterior

La valuación de la tierra se realizó básicamente siguiendo una metodología que considera los ingresos netos futuros de la explotacion agrícola-ganadera sin los beneficios del riego (pero considerando las rotaciones actuales) referidos a una tasa de corte de 3,5%[4] , teniendo también en cuenta los precios reales de mercado de predios similares. El valor de las tasaciones fue de 93,5 millones de dólares, que resulta en un 2,2% superior a 2024 y es un 15,1% 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 12,8 millones de dólares. La diferencia con el año anterior es muy importante (+38,7%), y se debe a las inversiones realizadas en 2025, básicamente en San Juan de Young.

Cuadro 10. Tasaciones de los campos del Fideicomiso

Año	Tierra	Mejoras (riego y terrazas)	Total
Precio de compra	81.255.271		81.255.271
2024	91.541.606	9.208.258	100.749.864
2025	93.532.717	12.773.389	106.306.106
Variación 2025/2024	2,2%	38,7%	5,5%

Fuente: CARE en base a Tasaciones

Riesgos considerados:

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

4. 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 y del comercio, 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.

Por su parte, los precios de la mayor parte de los productos agropecuarios, también han mostrado en el pasado una tendencia al crecimiento en términos reales como consecuencia de una demanda creciente y de un comercio internacional que también crece. Sin embargo, como se verá, las proyecciones realizadas por diferentes organismos para los próximos 10 años estarían indicando que los precios internacionales nominales probablemente se verán incrementados, pero en un guarismo menor a la pérdida del valor de la moneda, por lo que disminuirían ligeramente en términos reales a lo largo de los próximos 10 años. Este comportamiento se explica en gran medida como consecuencia de que el crecimiento en la demanda -que seguramente continuará-, sería más que compensado con las continuas mejoras de la productividad promedio que reducen los costos de producción y en menor medida también por la reducción de las pérdidas postcosecha.

Esta tendencia de los precios agrícolas, no está exenta de importantes variaciones coyunturales. El sector productor de alimentos, enfrenta un mercado con alta volatilidad, con precios muy dependientes de lo que suceda con la oferta y demanda, con el clima y con la economía mundial. De esta forma cabe esperar en el corto y en el mediano plazo algunos apartamientos de la tendencia. En particular, como se verá, en la actual coyuntura, algunos rubros de la producción agropecuaria, particularmente algunos granos, se encuentran enfrentando un mercado deprimido con precios bajos, como resultado de una elevada oferta mundial y un debilitamiento de la demanda. Por su parte, los precios de la carne vacuna muestran un comportamiento diferente, mostrando valores elevados y una demanda firme.

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.

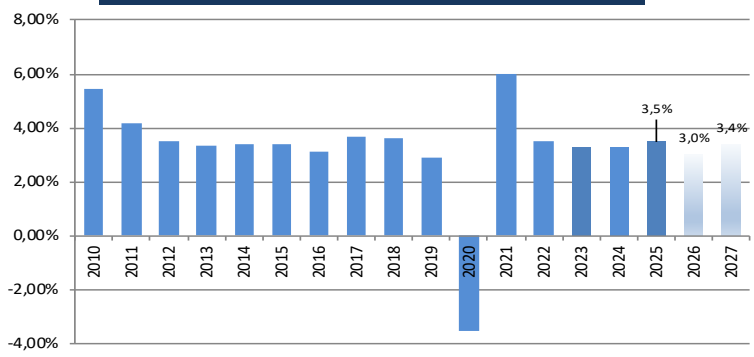
La actual coyuntura geopolítica, de no tener una pronta solución, podría contribuir a generar distorsiones adicionales sobre los mercados agrícolas. Los conflictos bélicos pueden generar disrupciones en el comercio internacional, caracterizadas por el aumento de costos logísticos, volatilidad de precios de materias primas (petróleo, alimentos) y escasez de suministros.

Respecto de las políticas públicas, al menos en lo que refiere a las nacionales, no se prevé por el momento un riesgo que pueda afectar el desarrollo de este tipo de proyecto.

1. Entorno macroeconómico internacional

Luego de la pandemia de 2020-2021 y sus efectos económicos y financieros, la economía global rebotó y emergieron brotes inflacionarios producto de las políticas fiscales y monetarias expansivas desplegadas en respuesta a la crisis sanitaria global. El Fondo Monetario Internacional en su informe de julio de 2026 proyectó tasas de crecimiento mundial del 3,0% para este año y del 3,4% para 2027, cifras que suponen una rebaja de la media del 3,5% observada en 2024–25. Esta leve desaceleración se explica en gran medida a que los efectos de la guerra en Oriente Medio atenuaron el ímpetu sobre la demanda derivado de los avances en la inteligencia artificial (IA) y su adopción.

Gráfica 1. Tasa crecimiento de la economía mundial



Fte. FMI julio de 2026

El impacto de la guerra varía considerablemente en función del grado en que cada país está expuesto y su posición en la cadena de valor tecnológica. Los exportadores de energía situados fuera de la zona de conflicto se benefician, así como aquellas economías que han logrado aprovechar el auge impulsado por la tecnología, aun siendo importadoras de energía. En cambio, se observa un debilitamiento de la actividad entre los importadores de energía con una participación limitada en la cadena de valor tecnológica, grupo al que pertenecen muchos países de ingreso bajo.

Según establece el FMI en su informe, se espera que la inflación general a escala mundial aumente de un 4,1% en 2025 hasta un 4,7% en 2026, para después descender hasta el 3,9% en 2027. La posibilidad de un recrudecimiento del conflicto en Oriente Medio podría prolongar la volatilidad de los precios de las materias primas, agravar los factores que amenazan las cadenas de suministro, elevar los precios e incidir negativamente en las condiciones financieras. Los factores que podrían ser favorables para las perspectivas económicas provienen de una normalización de los mercados energéticos más rápida de lo previsto, una inversión en tecnología superior a la esperada, la revitalización de una cooperación duradera que reduzca las barreras comerciales y reformas estructurales que fomenten el crecimiento a mediano plazo.

2. Riesgo Económico y de Mercado

En este punto 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.

a) 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.

Existe consenso entre diferentes organismos internacionales que la demanda de alimentos aumentaría entre un 50 y un 60% en las próximas décadas hacia 2025, impulsada por el crecimiento demográfico, el aumento de los ingresos y una población más urbana. La producción agrícola deberá seguramente enfrentar una serie de desafíos para atender ese incremento en la demanda, ya que habrá que producir más con menores recursos naturales (tierra cultivable y agua) y enfrentar nuevos desafíos logísticos y tecnológicos.

Como los precios de los productos tienden a ajustarse por la oferta y la demanda, la evolución futura de los precios estará influenciada en gran medida por las mejoras esperadas en la productividad, la innovación tecnológica, el costo de insumos, etc.; aspectos que inciden en la oferta futura. La oferta agrícola responde a los precios altos mediante mejoras estructurales, investigación, tecnología y eventualmente la expansión de áreas, lo que eventualmente tiende a atenuar los precios, aunque en general con un comportamiento cíclico. Por su parte, la carne y la leche han mostrado aumentos de precios sostenidos durante períodos más largos, al mostrar mayores dificultades para expandir la oferta en plazos cortos.

En base a este panorama, puede concluirse que la tendencia de largo plazo esperada para los precios de los productos alimenticios indica que los valores deberían mostrar una tendencia creciente, al menos en términos nominales. No obstante, los mercados mundiales están expuestos a diversas fuentes de incertidumbre que pueden influir en la oferta, la demanda y los precios en los próximos años. La variabilidad climática es uno de los riesgos que podrían alterar rápidamente la oferta, así como las tensiones geopolíticas podrían tener efectos sobre el comercio y sobre los costos de la energía, el transporte y los insumos.

Evolución histórica de los precios

Los precios de los alimentos medidos a través del indice de precios de la FAO[5] , en téminos reales, parecen mostrar una tendencia al crecimiento, pero con variaciones y ciclos muy marcados, propios del comportamiento de la mayor parte de los productos que se consideran para la elaboración del índice.

[5]. FAO Food Price Index.



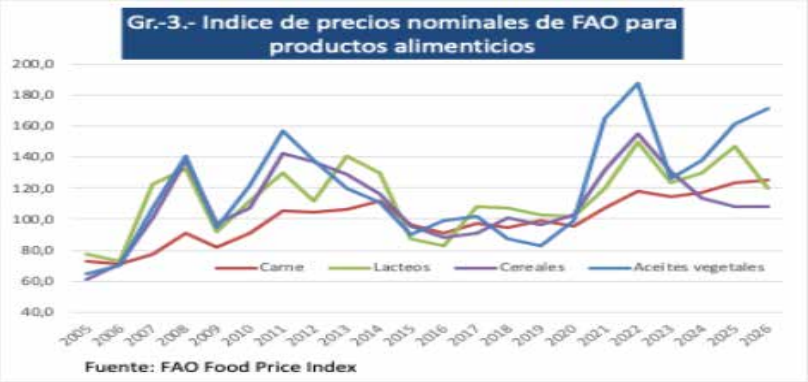
Los precios de los alimentos mostraron un fuerte aumento en sus valores a partir de 2005 y hasta el 2013, producto de una serie de factores que contribuyeron a generar un shock de demanda, como ser, el incremento de los ingresos per cápita de China, una mayor apertura y desregulación de los mercados globales, la promoción de los biocombustibles, 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 los 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 2023 y parte del 2024. En 2026 el índice de precios muestra una leve recuperación, como consecuencia del incremento de los precios de la carne, los aceites y algunos granos y semillas oleaginosas.

La evolución de los precios de los diferentes productos que componen el índice de los alimentos se puede observar claramente en el siguiente gráfico a través de los indicadores que elabora la FAO.



El índice de precios de los alimentos de la FAO (nominal) se situó en setiembre de 2026 en 136,0, un 5,7% por encima de su valor de hace un año, pero aún un 15,2% 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 2026 un valor de 122,8 puntos, esto un 17,0% mayor al de setiembre de 2025, pero 29,2% menos que el récord histórico (mayo 2022).

El índice de precios de la carne de la FAO alcanzó en setiembre de 2026 a 127,9 puntos, el mismo valor que un año atrás y es también el nivel récord de la serie.

Perspectivas de corto y mediano plazo

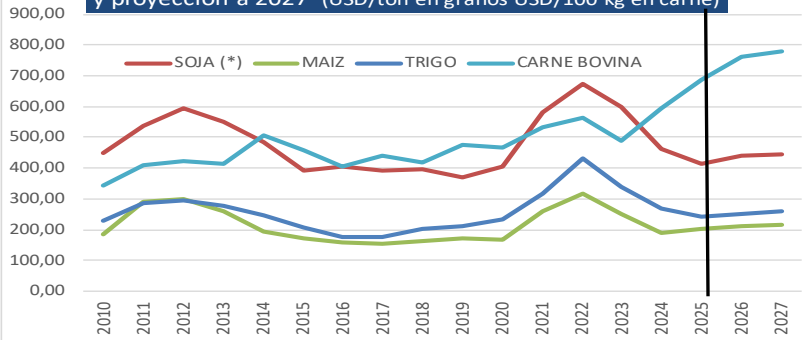
En la siguiente gráfica se presenta la evolución de los precios internacionales de los últimos años según el Banco Mundial[6] en la que se observa la evolución reciente de precios comentada y una proyección al 2027.

El último informe del Banco Mundial presentado en abril 2026 proyecta que luego de la reducción verificada en los precios internacionales de la soja, el maíz y el trigo entre 2023 y 2025 los precios mostrarían en 2026 un incremento del orden del 4 al 6% y volverían a crecer en 2027, aunque en un guarismo algo menor (1 a 3%). Estos incrementos de precios en gran medida están explicados por los efectos de la guerra en Medio Oriente que ha aumentado los precios de los fertilizantes y la energía. El arroz, cuyo precio cayó fuertemente en 2025, según proyecta el Banco Mundial volvería a caer levemente en 2026 para luego en 2027 comenzar a mostrar un leve repunte.

Por su parte, los precios internacionales de carne vacuna tuvieron un comportamiento diferente, subieron en forma importante entre 2023 y 2025 y según el Banco Mundial se mantendría esa tendencia aumentando de valor un 11% en 2026 y un 3% adicional en 2027, los valores actuales ya son elevados respecto de los históricos. Importa destacar, que con excepción del arroz, los precios del resto de los productos considerados (soja, maíz, trigo y carne vacuna) se encuentran por encima del promedio anterior a la pandemia (2015-2019), en dólares corrientes.

[6]. Banco Mundial-Commodity Prices (abril 2026) y Banco Mundial Commodity Price Data (setiembre 2026).

Gr. 4.- Evolución de los precios internacionales históricos y proyección a 2027 (USD/ton en granos USD/100 kg en carne)



Fuente: Elaborado en base a datos del Banco Mundial (octubre
(*) Precio CIF Rotherdam

El análisis de las existencias de granos, así como la previsión de la oferta, el consumo y el comercio, resultan en un insumo relevante a los efectos de prever el posible comportamiento de los precios en el corto plazo.

El pronóstico más reciente de FAO[7] sitúa la producción mundial de cereales en 2026 en 2 983 millones de toneladas, lo que supone un descenso del 1,9 % respecto al récord histórico alcanzado en 2025. A pesar de este leve recorte, representaría el segundo volumen de producción más elevado jamás registrado.

Por su parte, la utilización global de cereales alcanzaría los 2 961 millones de toneladas, un incremento interanual de +0,3%, impulsado por un mayor consumo de granos para raciones en América del Sur y un aumento en el consumo humano de arroz. El comercio se reducirá a 507,6 millones de toneladas, afectado por una menor contracción en los envíos mundiales de trigo y cebada. Finalmente, el stock de cereales se estima en 957,8 millones de toneladas al cierre de 2027 (+0,9 % respecto del año anterior), manteniendo la relación entre reservas y utilización mundial en un nivel cómodo del 32,0 %.

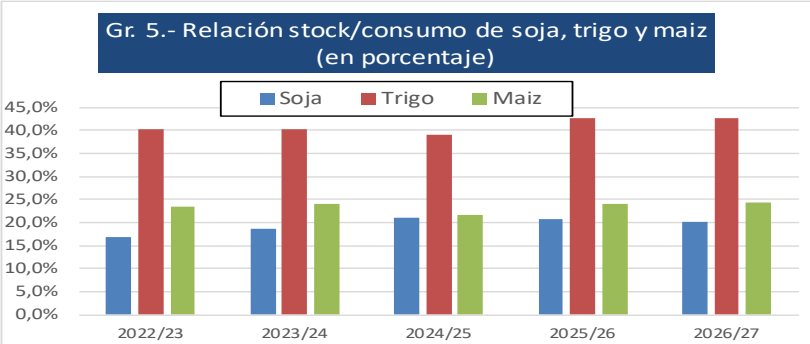
Para el caso de las semillas oleaginosas, el último informe del USDA[8] estima para la zafra 2026/27 una producción mundial de 721,0 millones de toneladas, un 2,9% más que la zafra anterior, de las cuales más del 60% de la producción es de soja.

El uso total de oleaginosas alcanzaría los 609,5 millones de toneladas, un aumento del 3,2% respecto del ejercicio anterior mientras que el comercio apenas se expandiría en un 0,9%. Finalmente, el stock de semillas oleaginosas se estima en 146,3 millones de toneladas al cierre de la zafra 2026/2027 (+0,4 % respecto del año anterior), manteniendo la relación entre reservas y utilización mundial en el entorno del 20% una cifra en niveles similares a los de los últimos años.

En el cuadro siguiente se presenta la evolución de la relación del ratio stock/ consumo y la proyección esperada para la zafra 2026/27, para los principales cereales y oleaginosas.

[7]. FAO Oferta y Demanda de Cereales, Julio 2026

[8]. World Agricultural Supply and Demand Estimates (WASDE). USDA Agosto 2026



Fuente: CARE en base a FAO Y USDA

Perspectivas de largo plazo

CARE consultó diversas fuentes de información[9] , y todas ellas coinciden en que los factores que explicaron la recuperación de los valores hasta mediados de 2022, ya no están operando y los precios internacionales reales de los principales productos agrícolas mantendrán seguramente a disminuir ligeramente a lo largo de los próximos 10 años. En este sentido, se mantienen las previsiones de largo plazo sin mayores cambios respecto de los informes anteriores, respecto de que el crecimiento de los precios nominales para los próximos 10 años no lograría compensar totalmente la devaluación del dólar, cayendo levemente en términos reales.

En julio de 2026 se publicaron "Las Perspectivas Agrícolas 2026-2035 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. Las proyecciones consideran datos hasta 2025, pero incluyen el impacto del conflicto en Oriente Medio en 2026, que afecta los mercados agrícolas por el aumento de los costos de energía y fertilizantes, y una desaceleración del crecimiento económico global. Se prevé también una reducción en el uso de fertilizantes, lo que disminuirá la producción de cereales, especialmente en países de ingresos bajos, debilitando los sistemas alimentarios y elevando los precios para las poblaciones vulnerables.

Los principales contenidos de ese último informe son los siguientes:

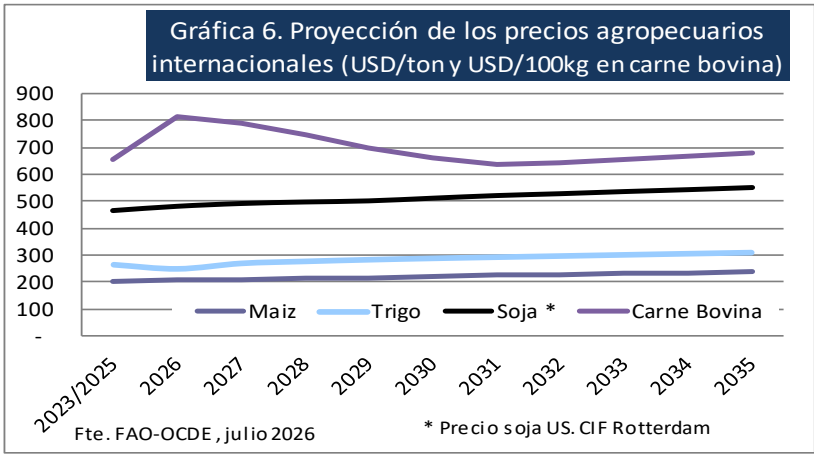
- Se espera que el ingreso agrícola bruto per cápita mundial aumente un 9% en la próxima década, alcanzando unos USD 3.800 por trabajador, aunque con grandes diferencias regionales. Este aumento estará impulsado por la mecanización y operaciones a gran escala en los países de ingresos más altos y por una transición hacia una agricultura más comercial e intensiva en capital, en los paises de ingresos medios.
- Se prevé que la producción mundial aumente un 13 % en la próxima década, impulsada principalmente por mejoras en la productividad y la intensificación, con un crecimiento concentrado en Asia, el África subsahariana y América Latina. El crecimiento de la producción agrícola provendrá principalmente de mejoras en productividad, pero también habrá cierta expansión de tierras y ganado, lo que generará un aumento del 6.5% en las emisiones directas de gases de efecto invernadero (77% del ganado, 23% de fertilizantes sintéticos). El reto es acelerar el crecimiento sostenible y cerrar brechas tecnológicas para reducir o ralentizar las emisiones, garantizando la seguridad alimentaria.

9. Perspectivas Agrícolas FAO-OCDE 2026-2035 (julio de 2026); USDA Agricultural Projections to 2035 (febrero 2026); Banco Mundial-Commodity Prices (Agosto 2026) y FAO- Indice de Precios de los Alimentos.

- Se espera que los precios internacionales reales de los productos agrícolas se mantengan estables o bajen ligeramente en la próxima década, aunque la volatilidad sigue siendo un riesgo.
- En países de ingresos medios bajos, las dietas se diversificarán, aumentando el consumo de productos animales a medida que suben los ingresos, especialmente en el Sudeste Asiático. En países ricos, el consumo de alimentos seguirá siendo alto; en países de ingresos bajos, la inseguridad alimentaria persistirá por bajos ingresos y falta de inversión.
- La cooperación multilateral y el comercio agrícola internacional regulado siguen siendo vitales para la seguridad alimentaria global y la estabilidad de los ingresos agrícolas.
- Los países de ingresos bajos enfrentan barreras como infraestructura deficiente, falta de almacenamiento, procesos comerciales ineficientes y brechas tecnológicas, lo que limita su acceso a mercados. Es necesario invertir en infraestructura y tecnología para mejorar el acceso al mercado y permitir el crecimiento, especialmente en países de ingresos bajos.

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

Gráfica 6. Proyección de los precios agropecuarios internacionales (USD/ton y USD/100kg en carne bovina)



Se prevé que los precios nominales de los cereales mantengan su tendencia alcista a medio plazo, no obstante éstos disminuirían ligeramente al ajustarlos por la inflación. Se espera que las continuas mejoras en la productividad y la expansión de la producción mantengan el crecimiento de la oferta en líneas generales a la par de la demanda mundial durante el periodo de proyección, ejerciendo una ligera presión a la baja sobre los precios reales.

En febrero de 2026 el USDA presentó sus proyecciones agrícolas al 2035 (USDA Agricultural Projections to 2035). El informe refiere a la situación interna del país y realiza proyecciones de la producción y del comercio agrícola, así como también los precios internos para sus productores. Las proyecciones se basan en supuestos específicos, incluido un escenario macroeconómico, la política estadounidense existente y los acuerdos internacionales vigentes.

Las proyecciones del USDA suponen un escenario similar al de FAO-OCDE. En general estiman que los precios del trigo, el maíz y arroz caerían hasta 2026, para luego crecer levemente, aunque por debajo de la inflación. Para el caso particular de la soja no prevén aumentos en los próximos año y para carne

[14]. Perspectivas Agrícolas FAO-OCDE 2025-2034 (julio de 2025); USDA Agricultural Projections to 2034 (febrero 2025); Banco Mundial-Commodity Prices (Agosto 2025) y FAO- Indice de Precios de los Alimentos.

vacuna se proyecta una caída respecto de los valores actuales, culminando al final del período por debajo de los precios de 2026. Cabe recordar que las proyecciones en el caso de las realizadas por el USDA refieren a los precios domésticos que reciben los productores americanos, por lo que los mismos pueden estar afectados por la demanda interna o por otros factores, y no tanto por el precio internacional.

En el siguiente cuadro se presenta cual sería la evolución esperada en los precios según estas fuentes consultadas, partiendo de los niveles de 2025/26.

Cuadro 11. Tasa anual de evolución de los precios proyectadas para los próximos 10 años

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

Fuente: CARE en base a USDA y FAO-OCDE
Nota: Incremento acumulativo anual período 2026-2035
FAO-OCDE son precios internacionales, USDA son precios domésticos

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

Los mercados mundiales de los productos agrícolas están expuestos a diversas fuentes de incertidumbre que podrían influir en la oferta, la demanda y los precios en los próximos años. La variabilidad meteorológica continúa siendo uno de los riesgos más inmediatos para la producción agrícola. Por lo general, las perspectivas -de FAO-OCDE y del USDA- parten del supuesto de unas condiciones de producción acordes con las tendencias habituales, pero los fenómenos meteorológicos extremos o los cambios en los patrones climáticos podrían alterar rápidamente la oferta y los precios a escala mundial. Las tensiones geopolíticas siguen planteando riesgos para los mercados mundiales debido a su repercusión en los costos de la energía y los insumos. La evolución de la política comercial sigue siendo también una fuente importante de incertidumbre. Por último, las medidas adoptadas por los principales países consumidores también podrían alterar los patrones de la demanda mundial.

b) 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 por ejemplo: las tasas de interés, la devaluación de las monedas, la inflación internacional o el precio de los commodities.

Más allá de la aptitud netamente alimentaria (granos y carne), el mercado mundial está incorporando nuevas variables para cotizar la tierra. Por un lado, los fondos de inversión institucionales ya calculan de forma directa el valor de los campos según su capacidad de secuestro de carbono y la posibilidad de obtener certificaciones sustentables (Premio Verde), y por otro, la tierra agrícola sigue consolidándose a nivel internacional como un activo de protección contra la inflación a largo plazo frente la volatilidad de las bolsas tradicionales (Inversión de Cobertura o refugio de valor).

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.

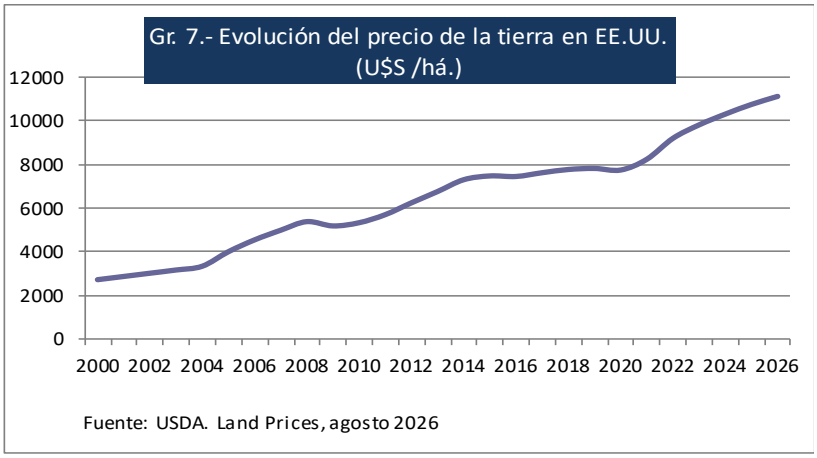
En lo que respecta al precio de la tierra en Estados Unidos, en lo que va del siglo XXI se observa una continua fase ascendente, con alguna excepción (2009 y 2015) en donde se verificaron mínimas reducciones, pero que no modifican la tendencia. El precio en Estados Unidos cayó únicamente en los primeros años de la década del ochenta ante el cambio de la política monetaria denominado ¨Plan Voelker" 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 y se revirtieron en pocos años.

Durante el período 2005-2026, el incremento acumulativo anual del precio de la tierra en EEUU en dólares corrientes fue de un 5,0% anual, valor superior al de la inflación de la moneda norteamericana (2,57% anual en promedio), lo que determina un incremento real anual del 2,4% en los últimos 21 años. Durante ese mismo período, las tierras para cultivos agrícolas en dolares corrientes aumentaron en 5,4% acumulativo anual, mientras que las destinadas a pastoreo se revalorizaron en un 4,8% por año.

El precio de la tierra (promedio) se había mantenido relativamente estable entre 2017 y 2020, con aumentos mínimos en el entorno a la inflación americana, pero en los últimos 6 años los valores se recuperan fuertemente mejorando en términos reales, y también acompañando la mayor inflación. Entre 2020 y 2026 el valor de la hectárea promedio lleva acumulado un aumento de un 44%; si se analizan por separado las tierras agrícolas de las ganaderas, las primeras tuvieron entre 2020 y 2026 un aumento del 48,3% mientras que las segundas un 42,9%.

El último informe del USDA[10] que reporta precios de 2026, da cuenta de un incremento de un 3,4% para el promedio de las tierras, respecto del año anterior. Por su parte, las tierras de uso agrícola aumentaron un 3,3% mientras que las de uso ganadero un 4,2%.

[10]. USDA Land Prices, Agosto 2026



El USDA, reporta también el comportamiento de los precios de tierras irrigadas y sin riego. Para el caso concreto de las tierras del "Corn Belt" (Missouri), el USDA en su último reporte (agosto de 2026), muestra que los precios de las tierras irrigadas se ubican en l promedio de los últimos 5 años un 25% 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. En 2026 las tierras con riego aumentaron más que las no regadas (4,1% las regadas frente a un 3,0% las de secano), incrementando levemente el diferencial de precios.

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

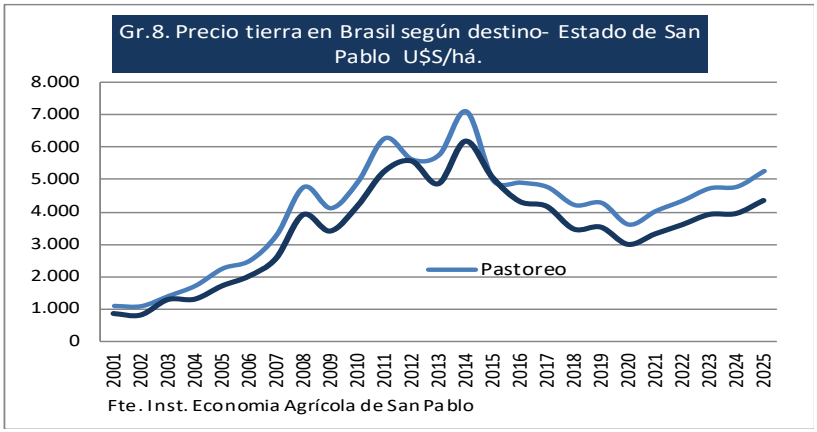
	2022	2023	2024	2025	2026	Variación 2026/25
Regada	13.591	14.184	14.826	15.197	15.815	4,1%
No regada	10.576	11.392	11.861	12.479	12.849	3,0%
Variación en porcentaje	29%	25%	25%	22%	23%	

Fuente: elaborado en base a datos de USDA, Land Values, Agosto 2026

El comportamiento del precio de la tierra en Brasil, está por lo general afectado por el tipo de cambio, en la medida que en ese país la cotización del recurso se realiza en su moneda (reales). Por ello, las fluctuaciones pueden ser amplificadas 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, acumulando entre 2020 y 2025 un aumento de algo más del 45% en dólares corrientes, tanto para las tierra para pastoreo como para reforestación. Sin embargo, a pesar de estos aumentos aún se mantiene (en dólares) por debajo de los valores máximos.

En 2025, el Instituto de Economía Agraria de San Pablo reporta un incremento del precio de la tierra de un 14,2% en reales, que implican un aumento de un 10,1% en dólares corrientes.

[15]. USDA Land Prices, Agosto 2025



Respecto de Argentina, La Bolsa de Comercio de Rosario publicó en agosto de 2026 un informe analizando la evolución reciente del precio de la tierra, tomando como referencia la zona núcleo maicera (Pergamino, Rojas y Colón) y utilizando como fuente base de información a la revista Márgenes Agropecuarios. Luego de la crisis del año 2001 el precio de la tierra registró un boom alcista en su valor, tendencia que se extendió hasta el año 2012. Desde entonces y luego de más de una década de corrección en términos reales e inclusive llegando a registrar caídas en términos nominales, el valor de la hectárea en la subzona maicera de la región núcleo alcanzó a los USD 17.900 entre enero y julio de 2026, superando el récord nominal de USD 17.350 alcanzado en 2012.

En el siguiente gráfico se observa la evolución del precio promedio anual de la hectárea agrícola desde 1997 en valores nominales.



La serie muestra un piso en 2002, con USD 2.600 por hectárea tras la salida de la convertibilidad, y a partir de allí un ciclo alcista extraordinario que multiplicó el valor por 6,7 veces hasta 2012, acompañando un súper ciclo de precios de las materias primas, la masificación del uso de la siembra directa y mejoras en la productividad. Desde 2013 la serie nominal mostró una larga meseta con sesgo bajista, hasta tocar un piso de USD 13.950 por hectárea en 2021, 20% por debajo del máximo de 2012. Cabe destacar que se trata de un período marcado por un estancamiento en la actividad económica, derechos de exportación históricamente elevados y restricciones de acceso al mercado de cambios con una brecha cambiaria creciente. Desde 2022, el precio nominal

encadena cinco años consecutivos de suba, con un avance acumulado del 28% hasta el promedio de 2026. Por su parte, si se considera la serie histórica ajustada la inflación del dólar, los valores que se registran actualmente en torno a USD 18.000 son un máximo en términos reales desde 2020, aunque aún están un 28,5% por debajo del pico histórico del año 2012 (que equivaldría a USD 25.300).

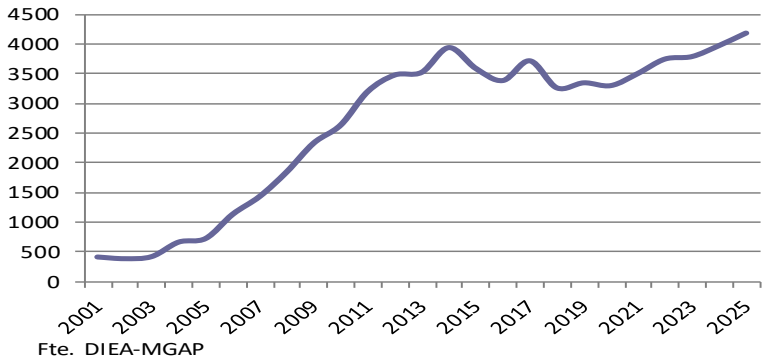
El mercado de campos en Argentina mantiene su atractivo, respaldado por la firmeza en la demanda, la diversificación de intereses y un entorno macroeconómico que, si se consolida, podría fortalecer aún más la ponderación de los activos rurales. La clave parece estar en garantizar la previsibilidad jurídica y estabilidad económica para sostener este proceso en el tiempo.

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

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

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

Gráfica 10. Evolución del precio tierra en Uruguay (U$S/há)



Fte. DIEA-MGAP

16. 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.

Existen otras fuentes de información realizadas por consultoras y operadores del mercado[11] , que utilizando diferentes criterios de tasación estiman valores de campos de características similares y teniendo en cuenta los diferentes destinos productivos. Las metodologías más utilizadas son: la comparación de ventas reales de campos similares y la valuación según las rentas esperadas. En general el valor de mercado surge de la integración de ambas metodologías. Del estudio de varias tasaciones de campos a las cuales CARE tuvo acceso, los resultados obtenidos están alineados con la información suministrada por DIEA.

El informe del mercado de tierras del primer semestre de 2026 realizado por la consultora Agroclaro y publicado por El País, indica que se han vendido 112.000 hectáreas de campo agrupadas en 81 negocios. La superficie vendida se encuentra en línea con los datos registrados en igual período en años anteriores, exceptuando el primer semestre de 2025 donde hubo menos negocios. Los campos agrícolas, ganaderos y mixtos representan aproximadamente dos tercios del total de los negocios, siendo el tercio restante campos arroceros, forestales o fracciones con uso recreativo o turístico. El análisis de las compraventas permite confirmar que los precios de los campos se han mantenido y en algunos casos aumentado en estos últimos meses.

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) para los años que restan, 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.

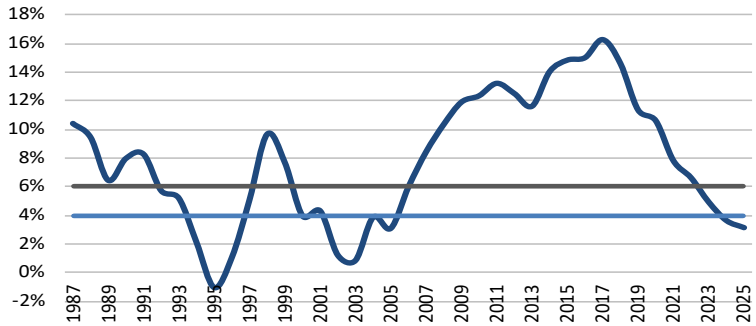
Para ello CARE analizó con la información de los precios de la tierra (en dólares corrientes) de una serie de más de 50 años (1970 a 2025) la variación anual en períodos de 15, en donde se observa lo siguiente:

- En promedio, la evolución anual del precio de la tierra en períodos móviles de 15 años fue de 7,8%.
- En la serie aparecen 10 años en donde el aumento acumulativo anual en periodos de 15 años es menor al 4%, valor sobre el que CARE recalculó la TIR. Esto viene ocurriendo desde 2023 para campos que habían sido comprados entre 2008 y 2010, y la anterior ocurrencia había sido en 2005 para campos comprados en 1990.
- También aparecen 15 años (un 37,5%) en donde el aumento acumulativo anual en periodos de 15 años es menor al 6%.
- Actualmente, el precio de la tierra se encuentra un 58,7% por encima del de 15 años atrás; un aumento en los últimos quince años de un 3,1% acumulativo anual.

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 inversiones en riego, calidad o cambio de destino en el uso, por lo que este comportamiento no debería trasladarse linealmente 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.

[11]. SERAGRO, Agroclaro, Consur y operadores privados

Gráfica 11. Evolución de a tasa de valorización anual del precio de la tierra en períodos de 15 años



Fuente: CARE en base a DIEA-MGAP

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 histórica de Estados Unidos, más un pequeño componente por incremento de la productividad de la tierra, de esta forma se podrían ubicar entre el 3 y el 4% anual. Para este caso en particular el proceso de ambientación y la eventualidad del riego podrían mejorar ese porcentaje.

3. Las políticas públicas, el riesgo político

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

Riesgo de Entorno: *En conclusión, el riesgo de entorno tanto en lo que refiere a los mercados como a las políticas públicas se considera bajo.*

VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

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

En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos - tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación BBB.uy[12] *de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.*

Comité de Calificación







Ing. Agr. Adrían Tambler

[12] . ***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.***