

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

*Montevideo, marzo de 2026*

---

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 19 - marzo - 2026

<b>Denominación:</b>	Fideicomiso Financiero Tierras del Litoral II o FFTL II.
<b>Fiduciario:</b>	Winterbotham Fiduciaria S.A. Administradora de Fondos de Inversión.
<b>Operador:</b>	Agropecuaria del Litoral S.A.
<b>Aparcero y arrendatario:</b>	Agronegocios del Litoral SA, empresa vinculada a Agropecuaria del Litoral SA.
<b>Entidad Registrante y Agente de Pago:</b>	Winterbotham Fiduciaria S.A. Administradora de Fondos de Inversión.
<b>Entidad Representante:</b>	BEVSA
<b>Títulos emitidos:</b>	Títulos Mixtos escriturales de Oferta Pública.
<b>Moneda:</b>	Dólares americanos
<b>Importe de la emisión:</b>	USD 100.000.000 (cien millones de dólares)
<b>Fecha de suscripción de valores:</b>	7 de octubre de 2021.
<b>Activos del Fideicomiso:</b>	Inmuebles rurales, infraestructura de riego, arrendamientos, entre otros.
<b>Comité de Calificación:</b>	Julio Preve, Martín Durán y Adrián Tamber
<b>Calificadora de Riesgo:</b>	CARE Calificadora de Riesgo
<b>Calificación de Riesgo:</b>	BBB.uy
<b>Vigencia:</b>	hasta 30 de noviembre de 2026.
<b>Plazo:</b>	15 años a partir de la fecha de la primera emisión prorrogable por tres años.
<b>Manual utilizado:</b>	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros <sup>1</sup> .

<sup>2</sup>. Disponible en [www.care.com.uy](http://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 aparcerero/arrendatario, resulta crucial para el desarrollo del proyecto y por tal motivo pondera de modo significativo en la calificación. Agropecuaria del Litoral se constituye en fiador solidario de todas las obligaciones que asuma Agronegocios del Litoral bajo los contratos de aparcería y arrendamientos. Los avances logrados desde la puesta en funcionamiento del proyecto vienen demostrando capacidad de llevar adelante el mismo. Por otra parte, importa destacar que esta es la segunda operación de idénticas características que lleva adelante el Operador, la primera viene mostrando un resultado satisfactorio alineado al proyecto propuesto, y también es calificado por CARE con nota de grado inversor. Asimismo, el operador demuestra tener la solvencia económica necesaria para afrontar los compromisos asumidos.
- Un diseño de gobierno corporativo que minimiza el riesgo a los inversionistas y que hasta la confección del presente informe ha funcionado en forma adecuada, disponiendo de informes del fiduciario, del operador y del comité de vigilancia.
- Un negocio que desde el punto de vista económico financiero para el inversor, soporta los stresses ajenos al negocio a los que razonablemente la emisora y la calificadora han sometido el proyecto en la calificación original. En oportunidad de la anterior calificación se contó con una actualización de las proyecciones financieras con información real a diciembre de 2024 estimando una TIR para el inversor del 7,0%. CARE sensibilizó el flujo suponiendo una situación menos favorable estimando una TIR entre 5,4 y 6,0%, algo menor pero razonablemente alineado con el costo de oportunidad del capital estimado en esta oportunidad.
- 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.

- Se emitieron Títulos Mixtos de manera tal que tienen un componente deuda y un componente participación. El componente deuda es de USD 25 por cada Título Mixto suscrito e integrado<sup>2</sup>, 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 11,9 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 parte ya están operativos. El proyecto de riego en San Juan de Young se encuentra ya terminado y funcionando y se está a la espera del inicio de la obra de la línea eléctrica durante el primer semestre de 2026. 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 resultado final la campaña agrícola 24/25<sup>3</sup> para el fideicomiso, alcanzó un ingreso bruto de 2,53 millones de dólares (ventas brutas-gastos comerciales y seguros agrícolas), lo que significaría un ingreso neto (descontado costos fijos y del fideicomiso) de 1,96 millones. Este resultado fue mejor al esperado inicialmente (+7%) y se explica en gran medida por un mayor rendimiento del maíz y de la soja.
- Para la zafra en curso 25/26 se proyectó también un escenario conservador, suponiendo un mantenimiento de precios deprimidos, con un ingreso bruto por rentas para el fideicomiso de 2,57 millones de dólares y un ingreso neto (descontado gastos de fijos y del fideicomiso) de 1,96 millones. En este ejercicio también hay arrendamientos ganaderos por una superficie final de unas 4.050 has y arrendamientos agrícolas en dos campos por unas de 1.280 has.
- El operador y el comité de vigilancia informan que los rendimientos de los cultivos de invierno estuvieron en línea (carinata) o por encima (trigo, cebada, colza y raigras) de lo presupuestado y los cultivos de verano se encuentran con muy buen desarrollo, los que fueron regados, mientras que las sojas de secano a enero estaban comprometidas como consecuencia de la falta de lluvias. También sobre el final de la zafra de riego del maíz, quedaba poco agua en algunas represas lo que podría afectar el riego de algunas sojas bajo riego.
- El 15 de julio de 2025 se efectuó una distribución de USD 936.953, de los cuales USD 63.190 correspondieron a fondos netos anuales distribuibles y USD 873.763 fueron por concepto de intereses de los títulos mixtos (saldo de intereses del período 15/7/24 a 15/7/25).

<sup>2</sup>. Valor nominal del Título Mixto USD 100.

<sup>3</sup>. Esto refiere a los resultados del ejercicio agrícola que culminó en junio de 2025.

- 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.
- 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 lo que suceda con la oferta y demanda, con el clima, con la política comercial y con la economía mundial. En este sentido, la caída en los precios que se verificó a partir de los primeros meses del 2024 para el caso de la soja, maíz y trigo, se debió en gran medida a un desajuste entre la oferta y la demanda, 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, mostrando valores elevados y una demanda firme. Los conflictos geopolíticos recientes muy probablemente también tendrán en el corto plazo efectos sobre los precios y su volatilidad.
- 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 primer semestre de 2025, en términos nominales, supera levemente (+3,5%) el récord histórico 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](http://www.care.com.uy) así como en el del regulador: [www.bcu.gub.uy](http://www.bcu.gub.uy). El comité de calificación estuvo integrado en este caso por Julio Preve, Adrián Tamber y Martín Durán Martínez. Asimismo, en oportunidad de la calificación original, CARE contrató los servicios del Dr. Leandro Rama 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.

<sup>3</sup>. Ver "Manual de calificación de finanzas estructuradas..." Punto 3.

## 2. Antecedentes generales y hechos salientes del período

### 2.1.- Antecedentes generales

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

El valor nominal total máximo a emitir en el FF Tierras del Litoral II, era de hasta 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 aparcerero es Agronegocios del Litoral, una empresa vinculada a Agropecuaria del Litoral (Operador). Esta última se constituye en fiador solidario de todas las obligaciones que asuma Agronegocios del Litoral bajo los contratos de aparcería.
- El área agrícola es explotada bajo la forma de aparcería por Agronegocios del Litoral, pero hasta un 25% del área puede ser cedida bajo la forma de arrendamiento a terceros. El área ganadera es arrendada a Agropecuaria del Litoral para su explotación directa o subarrendando a terceros.
- El valor promedio de los arrendamientos del área agrícola a terceros no podrá ser inferior a 500 kg. de soja por hectárea menos un 10% de gastos comerciales estimados. Ese valor mínimo es el mismo que se establece para el área bajo aparcería.
- Los porcentajes de pago al Fideicomiso por aparcería son: en los cultivos de invierno o verano en secano, el 20% de la producción bruta, mientras que para la soja regada variará entre 21 y 23%, dependiendo del precio, lo que se define en cada zafra.
- Respecto del ingreso bruto total estimado descontado al 5,4% (vigente en oportunidad de la calificación original), un 71,5% correspondería aproximadamente a la venta de la tierra y mejoras al final del proyecto, y un 24,5% a los ingresos por aparcería.
- 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 Ganadería	Precio USD/ha	Inversión por ha regada (USD)
Predio 1	Río Negro	2.270	1.022	763	1.034	4.749	3.104
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	2.590
Predio 5	Río Negro	1.326	941	592	248	8.625	4.084
Predio 6 (**)	Paysandu	1.979	1.084	740	866	6.439	3.556
Predio 7	Río Negro	2.702	1.594	816	915	7.217	3.527
TOTAL		12.793	7.222	4.549	4.198	6.344	3.494
<b>PROSPECTO</b>		<b>11.957</b>	<b>6.901</b>	<b>4.066</b>	<b>2.860</b>	<b>7.108</b>	<b>3.553</b>

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 es 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 4.600 hectáreas (15% 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 que permiten evaluar la marcha del proyecto, ya que son considerados como obligaciones de resultado:
  - a) Adquisición de los Inmuebles: dentro de los primeros 3 (tres) años, a contar desde la integración inicial, deberá invertirse al menos el 85% del monto destinado a compra de tierras (esto es, un 72% del monto de la colocación). Cumplido, ya que en poco más de un año se adquirió toda la superficie.
  - b) Características de los inmuebles y unidades productivas: los Inmuebles deberán necesariamente poseer ciertas características productivas; al menos 40% agrícola, a menos la mitad de esa superficie de los mejores suelos agrícolas y tener posibilidad de riego en al menos el 40% del área total agrícola. Cumplido, todos los campos 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**

Concepto	Prospecto		Real	
	Hectáreas	Porcentaje	Hectáreas	Porcentaje
<b>Superficie Total</b>	<b>11.957</b>	<b>100%</b>	<b>12.793</b>	<b>100%</b>
<b>Superficie Agrícola</b>	<b>6.901</b>	<b>58%</b>	<b>7.229</b>	<b>57%</b>
Secano	2.835	41%	2.673	37%
Riego	4.066	59%	4.549	63%
<b>Superficie ganadera</b>	<b>2.860</b>	<b>24%</b>	<b>4.198</b>	<b>33%</b>
<b>Superficie Forestal</b>	<b>1.567</b>	<b>13%</b>	<b>244</b>	<b>2%</b>
<b>Otros</b>	<b>630</b>	<b>5%</b>	<b>1.122</b>	<b>9%</b>

Fuente: en base al Prospecto e informes del Operador

- Agropecuaria del Litoral ha logrado ya diversas certificaciones y se mantiene en proceso de avanzar en ese sentido.
  - o Se cuenta con las certificaciones de Normas ISO 9.001 (Sistema de Gestión de la Calidad) e ISO 14.001 (Sistema de Gestión Medioambiental). En junio 2025 se renovaron las certificaciones de las normas ISO 9001 e ISO 14001.
  - o Se trabaja en la implementación del Sistema de Gestión de Huella de Carbono y Gases de Efecto Invernadero a través de la norma ISO 14064-1.

- o En 2023 se obtuvo la certificación de producción de Soja Responsable a través de la normativa establecida por la RTRS (Round Table Responsible Soy). En 2025 se renovó la certificación.

## 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 año 2025 es el siguiente.
  - o Los sistemas de riego que se iniciaron en 2022 y 2023 se encuentran operativos, se realizan ajustes y correcciones.
  - o En San Juan de Young el sistema se encuentra funcionando, y se ha regado (en una de las represas) sin dificultades en todas las posiciones habiéndose terminado la obra en tiempos muy acelerados. En el segundo semestre de 2026 se daría inicio a la obra de la línea eléctrica
  - o 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.
- El resultado final de la campaña agrícola 24/25, determinó un ingreso neto para el fideicomiso (descontados los costos comerciales y los del fideicomiso) de USD 1,96 millones, que resultó ser superior a la proyección inicial en un 8%. Como se recordará se había previsto un año de muy bajos precios y un verano más seco que lo normal.

### Cuadro 3: Producción e ingresos netos finales para el fideicomiso (campaña 24/25)

Concepto	Hás plantadas	Rend. Kg/ha	Toneladas para el FFTDL 2	Ing. neto (USD) FFTDL 2
Soja secano	2.508	3.242	1.627	543.574
Soja riego	860	3.103	588	208.503
Maiz secano	148	6.581	195	37.655
Maiz riego	1.119	11.468	2.823	551.466
Trigo	1.145	4.491	1.028	163.524
Cebada cervecera	569	4.316	491	83.438
Raigras	371	836	62	40.455
Arrendamientos	5.987			903.688
<b>TOTAL</b>				<b>2.532.303</b>
Costos del Fideicomiso				(574.574)
<b>EBITDA</b>				<b>1.957.729</b>

Fuente: El Operador

- El ingreso por arrendamientos del ejercicio 24/25 fue de USD 904 mil. De esta cifra, el 49% proviene de los arrendamientos agrícolas, el 29% de los ganaderos y el 22% de los arrendamientos mixtos.
- Para la campaña agrícola en curso (25/26), se proyecta un ingreso neto de 1,96 millones de dólares sobre la base de un escenario que mantiene los actuales precios deprimidos de los granos y rendimientos también conservadores especialmente en las áreas de secano.

**Cuadro 4: 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	2.412	2.595	1.549	397.551
Soja riego	1.464	3.321	1.088	321.941
Maiz secano	208	5.197	330	42.200
Maiz riego	1.371	11.287	2.914	661.497
Trigo	559	5.594	625	91.095
Cebada cervecera	737	4.841	713	110.115
Colza	519	2.004	208	89.674
Carinata	195	2.053	80	41.053
Raigras	216	1.465	63	51.483
Girasol	245	2.100	103	52.943
Arrendamientos	5.331			711.911
<b>TOTAL</b>				<b>2.571.463</b>
Costos del Fideicomiso				(610.525)
<b>EBITDA</b>				<b>1.960.938</b>

Fuente: El Operador

- Se sembraron en la actual campaña (25/26) unas 2.200 has de cultivos de invierno, los que ya se han cosechado con pendientes en línea (carinata) o por encima de lo presupuestado (trigo, cebada, raigrás y colza). La superficie de cultivos de invierno es relativamente baja este año debido a que hay dos predios en los que se estaban instalando equipos de riego.
- Por su parte, los cultivos de verano se lograron sembrar en fecha y con buenas condiciones de implantación. Sobre fines de enero y como consecuencia de la sequía, los cultivos de secano estaban sufriendo estrés y muy probablemente se verá afectado su rendimiento. En el caso de los cultivos bajo riego, en el maíz de primera se esperan buenos resultados productivos de la mano de un previsible aumento de precios dado el escenario de escasez. La soja y maíz de segunda bajo riego podrían llegar a tener algunas limitantes de agua, consecuencia de la alta demanda de riego en el verano. En total se sembraron unas 5.700 hectáreas de cultivos de verano, de los cuales un 50% son regados (2.800 has).
- Con referencia a los campos arrendados en la zafra 25/26 habrá unas 4.055 ha destinadas a la ganadería y 1.280 has con agricultura (en dos predios). El ingreso por arrendamientos proyectado es de USD 712 mil, un 36% del ingreso neto total proyectado. De esta cifra, el 55% proviene de los arrendamientos ganaderos y el 45% de los agrícolas.

- El 15 de julio de 2025, se efectuó una distribución por USD 936.953. Del ese total, USD 63.190 corresponde a fondos netos anuales distribuibles mientras que USD 873.763 fue por intereses de los títulos. Esa monto de intereses, sumados a los USD 341.719 abonados el 30/10/2024 suman un total de USD 1.215.482 en concepto de Intereses por Títulos Mixtos devengados por el período 15/07/2024 a 15/07/2025.
- En octubre de 2025 culminó con éxito la re-certificación de RTRS (Round Table on Responsible Soy) para producción de soja y maíz.
- 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.

### **3. Información analizada**

La información analizada, fue la siguiente:

- Informes trimestrales del operador el último al 31/12/2025.
- Informes del Comité de Vigilancia, el último al 31/12/2025.
- Informes trimestrales del Fiduciario el último al 31/12/2025.
- Estados Contables de Agropecuaria del Litoral al 30/06/2025.
- Estados Contables intermedios del Fiduciario al 30/06/2025.
- Estados Contables del Fideicomiso al 31/12/2025 (versión preliminar)
- Tasaciones a diciembre de 2025 (Consur).

### II. EL FIDEICOMISO Y LOS TÍTULOS MIXTOS

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

#### 1. Descripción general

<b>Denominación:</b>	Fideicomiso Financiero Tierras del Litoral
<b>Fiduciario:</b>	Winterbotham Fiduciaria S.A. Administradora de fondos de inversión.
<b>Operador:</b>	Agropecuaria del Litoral S.A.
<b>Aparcero</b>	Agronegocios del Litoral S.A. Empresa vinculada a Agropecuaria del Litoral.
<b>Agente de Registro y Pago:</b>	Winterbotham Fiduciaria S.A. Administradora de Fondos de Inversión.
<b>Entidad Representante:</b>	Bolsa Electrónica de Valores SA (BEVSA)
<b>Asesor Legal:</b>	Estudio Jurídico Guyer & Regules
<b>Títulos a emitirse:</b>	Títulos Mixtos
<b>Activos del Fideicomiso:</b>	Inmuebles rurales, infraestructura de riego, aparcería, entre otros.
<b>Moneda:</b>	Dólares Americanos
<b>Importe de la Emisión:</b>	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).
<b>Distribuciones:</b>	Anuales, según lo establecido en el prospecto
<b>Calificadora de Riesgo:</b>	CARE calificadora de Riesgo
<b>Calificación de Riesgo:</b>	BBB.uy

## 2. El análisis jurídico

El análisis jurídico se agregó en el Anexo I (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 30/06/2025. En primer término, el estado de situación patrimonial a esa fecha.

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

Concepto	30/6/2025	31/12/2024	31/12/2023
<b>Activo</b>	<b>107.415</b>	<b>115.477</b>	<b>96.814</b>
Activo Corriente	33.652	34.640	23.382
Activo no Corriente	73.763	80.837	73.431
<b>Pasivo</b>	<b>47.510</b>	<b>55.255</b>	<b>47.654</b>
Pasivo Corriente	4.939	6.163	4.189
Pasivo no Corriente	42.570	49.092	43.465
<b>Patrimonio</b>	<b>59.905</b>	<b>60.221</b>	<b>49.159</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>107.415</b>	<b>115.477</b>	<b>96.814</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>6,81</b>	<b>5,62</b>	<b>5,58</b>

Fuente: EE.CC Winterbotham

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

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

Concepto	30/6/2025	30/6/2024	31/12/2024
Ingreso de actividades ordinarias	16.406	14.552	30.601
Gastos de Administración	(12.151)	(11.227)	(22.383)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>4.255</b>	<b>3.325</b>	<b>8.219</b>
Resultados de inversiones y financiamiento	(3.410)	1.658	6.594
<b>Resultados antes de Impuestos</b>	<b>845</b>	<b>4.983</b>	<b>14.813</b>
Impuesto a la Renta	(1.161)	(1.634)	(3.751)
<b>Resultado del Periodo</b>	<b>(316)</b>	<b>3.349</b>	<b>11.062</b>

Fuente: EE.CC Winterbotham

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

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

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

## 2. Agropecuaria del Litoral SA (ADL)

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

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

Su actividad principal consiste en la explotación de inmuebles rurales de su propiedad (o de propiedad de empresas subsidiarias) y arrendados a terceros, para la actividad agrícola. La sociedad es propietaria del 100 % de las acciones de Cosechas del Litoral SA empresa que no realiza operaciones y que es propietaria de tierras que arrienda a ADL SA para su explotación.

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

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

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

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

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

### **Situación económica y financiera**

Su solvencia económica se sigue a través de sus EE CC. La firma cierra ejercicio el 30 de junio de cada año siguiendo la lógica de los ejercicios agropecuarios. El último disponible fue al cierre del 30/06/2025 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, cosa que ya ha ocurrido en alguna oportunidad. 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 al 31/12/2025.

<b>Cuadro 7: Estado de Situación Fideicomiso (miles USD)</b>			
<b>Concepto</b>	<b>31/12/2025</b>	<b>31/12/2024</b>	<b>31/12/2023</b>
<b>Activo</b>	<b>110.133</b>	<b>109.896</b>	<b>103.500</b>
Activo Corriente	3.827	9.116	6.278
Activo no Corriente	106.306	100.779	97.222
<b>Pasivo</b>	<b>27.313</b>	<b>28.848</b>	<b>27.017</b>
Pasivo Corriente	2.365	2.376	3.572
Pasivo no Corriente	24.948	26.472	23.445
<b>Patrimonio</b>	<b>82.820</b>	<b>81.047</b>	<b>76.483</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>110.133</b>	<b>109.896</b>	<b>103.500</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>1,62</b>	<b>3,84</b>	<b>1,76</b>

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 82.8 millones.

<b>Cuadro 8: Estado de Resultados Fideicomiso (miles USD)</b>			
<b>Concepto</b>	<b>31/12/2025</b>	<b>31/12/2024</b>	<b>31/12/2023</b>
Ingresos por actividades ordinarias	2.336	2.338	1.663
Cambio de valor en propiedades	1.464	1.023	3.838
<b>Resultado Operativo</b>	<b>3.800</b>	<b>3.361</b>	<b>5.502</b>
Gastos de administración y ventas	(1.542)	(739)	(745)
Resultados financieros	(1.292)	(1.093)	(976)
Otros ingresos	50	66	-
<b>Resultados antes de Impuestos</b>	<b>1.016</b>	<b>1.594</b>	<b>3.781</b>
Impuesto a la Renta	1.694		
<b>Resultado del Periodo</b>	<b>2.710</b>	<b>1.594</b>	<b>3.781</b>
Otros resultados integrales	-	-	-
<b>Resultado integral del periodo</b>	<b>2.710</b>	<b>1.594</b>	<b>3.781</b>

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Los ingresos por operaciones son muy similares a las del año anterior pero muy superiores a las registradas en 2023 cuando todavía se transitaba el período de inversiones. Se destaca el incremento del valor de las propiedades según tasaciones practicadas a fin del ejercicio tal como es usual. Esto se analiza en profundidad en otra sección de este informe.

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.

En el ejercicio se registra una distribución de utilidades por USD 936.953, mayormente en concepto de intereses por el componente deuda de los títulos emitidos.

#### 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 oportunidad de la anterior calificación se contó una actualización de la proyección del flujo financiero con información actualizada a fines de 2024 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 iniciales esperados son compartibles y están basados en los promedios de FUCREA y la propia información de ADL para las zonas y los tipos de campo que el Fideicomiso. Se proyecta que los rindes crezcan 2% anual que es una tasa de crecimiento razonable de largo plazo. En los últimos 20 años los incrementos anuales en la producción por hectárea fueron entre 2 y 3.5% según diferentes cultivos.
  - o Los precios iniciales se establecieron sobre la base del promedio 2012-2024 incrementados en un 12,5%, para cubrir la inflación ya que el promedio de 13 años es sobre la base de valores nominales. Asimismo, se proyecta un crecimiento de 3,0% anual, lo que sí parece un poco elevado ya que la información internacional disponible coincide en que los precios de los granos crecerán en la próxima década en valores nominales, pero muy probablemente por debajo de la inflación del dólar, manteniéndose o cayendo en términos reales<sup>4</sup>.

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

- o 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 será de 21% si el precio es menor de 384,7 USD/ton, del 23% si el precio es mayor a 466,5 USD/ton y de 22% si el precio se ubica entre 384,8 y 454,4 USD/ton. Se establece un pago mínimo de 500 kilos de soja por hectárea agrícola.
- o Se estima un ingreso por arrendamiento de 45 Kg/año de vaca gorda para las áreas ganaderas y de 175 USD/ha para el área forestal.
- **Incremento anual del valor de los campos del fideicomiso.** 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 7,01%, 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.

### a) Replanteo del Flujo de Fondos

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

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			
	0,0%	2,0%	3,0%	4,0%
0,00%	3,4%	4,7%	5,3%	5,9%
2,00%	3,6%	4,9%	5,4%	6,0%
3,00%	3,7%	5,0%	5,6%	6,1%

Fuente: CARE en base al modelo financiero

Los resultados muestran que incluso en la situación extrema de que no haya incrementos en los precios de la tierra ni en el de los granos, la TIR tendría valores positivos. También puede observarse en el cuadro que la evolución del precio de la tierra tiene un mayor impacto en la TIR que los granos. En el escenario que se consideran los criterios de CARE para realizar proyecciones de mediano y largo plazo (aumento del 2% en los precios de los productos y un 3-4% en el precio de la tierra), la TIR se ubicaría entre un 5,4 y 6,0%.

Importa destacar finalmente que la fortaleza para este fideicomiso implica la inexistencia de vacancia en la explotación de los campos, ya que desde el inicio y durante toda la vigencia del proyecto, los predios son explotados por el operador bajo la forma de aparcería, aunque podría haber hasta un 25% de la superficie agrícola bajo arrendamiento.

## b) Análisis de riesgo, escenario volátil.

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

Para definir la variables a sensibilizar se optó por considerar aquellas más relevantes dentro los ingresos, y más específicamente sobre los precios, en la medida que son las variables en las que el proyecto no tiene incidencia. En este sentido, se definieron como variables claves del proyecto a la tasa de crecimiento de los precios de venta de los granos así como la tasa de crecimiento del precio de venta de la tierra. Para ambas variables se asume una distribución triangular.

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

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

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

**Cuadro 10. Rentabilidad del Proyecto simulada**

VARIABLE	Mínimo	Promedio	Máximo
TIR (%)	4.90%	6.53%	8.16%

Fuente: CARE

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

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

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

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

Para estimar el costo de oportunidad del capital, CARE utiliza el modelo de valoración CAPM (Capital Asset Pricing Model)<sup>6</sup>, que relaciona la tasa libre de riesgo, la prima de riesgo del mercado y la prima de riesgo asignado al sistema de producción específico, en este caso la producción agrícola. Para evitar variaciones bruscas en la tasa, y tener una visión de mediano plazo, se consideraron valores promedios de los últimos 5 años en todas las variables.

<sup>5</sup> Costo de oportunidad calculado por CARE al momento de realizada la sensibilización.

<sup>6</sup> El modelo de valoración de activos financieros, denominado en inglés Capital Asset Pricing Model (CAPM) es un modelo utilizado para calcular la rentabilidad que un inversor debe exigir al realizar un inversión en un activo financiero, en función del riesgo que está asumiendo

Para considerar el riesgo sistémico se utiliza el “beta”<sup>7</sup> promedio de empresas de producción agrícola en mercados emergentes, el cual se ubica en 0,9, lo que indica que la inversión en la actividad tiene un menor riesgo y variabilidad que el promedio de todas las actividades en ese mercado. Para la tasa libre de riesgo se considera el rendimiento de los Treasury Bonds a 10 años de EEUU (3,42%), para el riesgo país (índice UBI) se consideraron 90<sup>8</sup> puntos básicos y para la prima de riesgo del mercado accionario se consideró 5,3%.

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 6,0%. Este valor está razonablemente en línea con la TIR esperada del inversor para el escenario que considera los criterios de CARE (5,4-6,0%), lo que nos indicaría que la tasa prevista está muy cercana a la teórica.

En la coyuntura actual, la tasa libre de riesgo es mayor al promedio de los últimos 5 años, pero en contrapartida el riesgo país es menor al período considerado. En consecuencia, si se aplican los valores actuales, el costo de oportunidad del capital sería levemente mayor (5,83%).

Otros indicadores con los que podría compararse la TIR esperada del Fideicomiso podrían ser las curvas de rendimiento, que serían opciones posibles de inversión ya que están estimadas para el caso del Uruguay<sup>9</sup>. En la actualidad (octubre 2025) la curva en dólares (CUD) a 10 años está en 5,0%. En este caso, la TIR esperada supera con claridad a la curva en dólares.

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

#### 4.- Tasación de la Tierra

En diciembre de 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 explotación agrícola-ganadera sin los beneficios del riego (pero considerando las rotaciones actuales) referidos a una tasa de corte de 3,5%<sup>10</sup>, 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.

<sup>7</sup>. Valor proporcionado por Damodaran.

<sup>8</sup>. Refiere a un promedio de 5 años, en marzo 2026 el riesgo país varía en el entorno de 70 puntos básicos

<sup>9</sup>. Curva Spot de Rendimientos de Títulos Soberanos Uruguayos emitidos en moneda nacional indexada a la inflación o en dólares, según sea el caso

<sup>10</sup>. 3,5% es la referencia en el mercado para las inversiones en tierra en el mediano-largo plazo.

**Cuadro 11. Tasaciones de los campos del Fideicomiso**

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*

## 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.

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.

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.

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. Riesgo Económico y de Mercado**

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

### **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 para alimentar la población mundial hacia el 2050, la producción agrícola debería aumentar considerablemente, ya que la población mundial será más numerosa (más de 9 mil millones de habitantes), con mayor poder adquisitivo y 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 deberá 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 está 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.

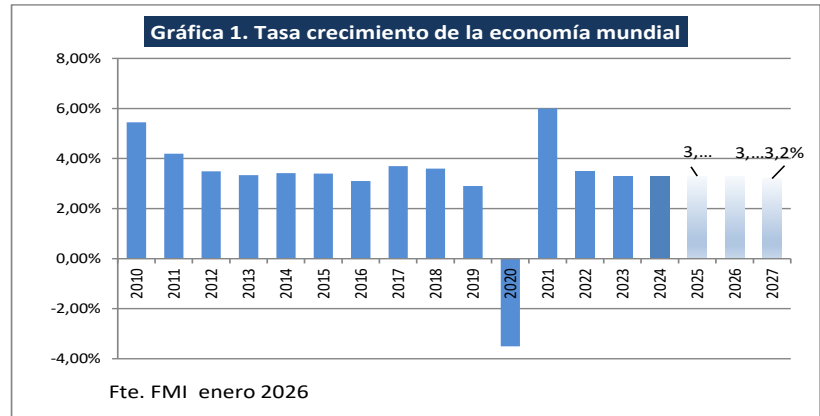
En base a este panorama, puede concluirse que la tendencia de largo plazo esperada para los precios de los productos alimenticios indica que los precios deberían mostrar una tendencia creciente, al menos en valores nominales.

### ***Perspectivas de crecimiento de la economía mundial***

El Fondo Monetario Internacional en su informe de enero de 2026 proyectó tasas de crecimiento mundial del 3,3% para 2025 y 2026 y de 3,2% para 2027, una ligera revisión al alza respecto del informe de octubre 2025. La inversión en tecnología, el apoyo monetario y fiscal, las condiciones financieras favorables y la adaptabilidad del sector privado contrarrestarían los cambios en las políticas comerciales. Las economías avanzadas crecerán alrededor del 1,8% en 2026 mientras que las economías de mercados emergentes y en desarrollo lo harán al 4,2%. Se prevé que la inflación siga disminuyendo a

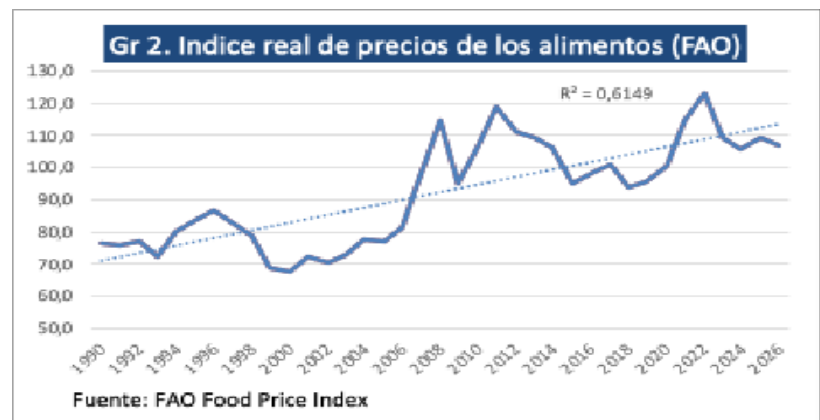
nivel mundial, aunque con diferencias entre países. La tasa de crecimiento se mantiene por debajo de la media histórica (2000–19) del 3,7%.

Las perspectivas están expuestas a factores adversos ya que el repunte de las tasas arancelarias efectivas podría frenar el crecimiento y la elevada incertidumbre podría frenar más la actividad.



### **Evolución histórica de los precios**

Los precios de los alimentos medidos a través del índice de precios de la FAO<sup>11</sup>, en términos 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.



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

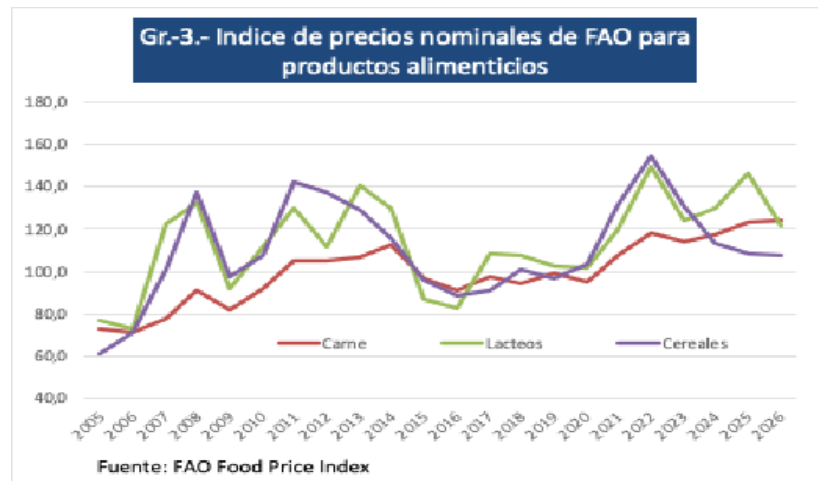
Las principales causas que impulsaron los precios al alza hasta el 2013 no se mantuvieron y el panorama cambió, los precios cayeron y los valores se mantuvieron deprimidos hasta mediados de 2020.

<sup>11</sup>. FAO Food Price Index.

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

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

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



El índice de precios de los alimentos de la FAO (nominal) se situó en febrero de 2026 en 125,3, un 1,0% por debajo de su valor de hace un año y un 21,8% por debajo del nivel récord de marzo de 2022.

Por su parte, el índice de precios de los cereales de la FAO registró en febrero de 2026 un promedio de 108,6 puntos, esto un 3,5% menos que en febrero de 2025 y 37,4% menos que el récord histórico (mayo 2022).

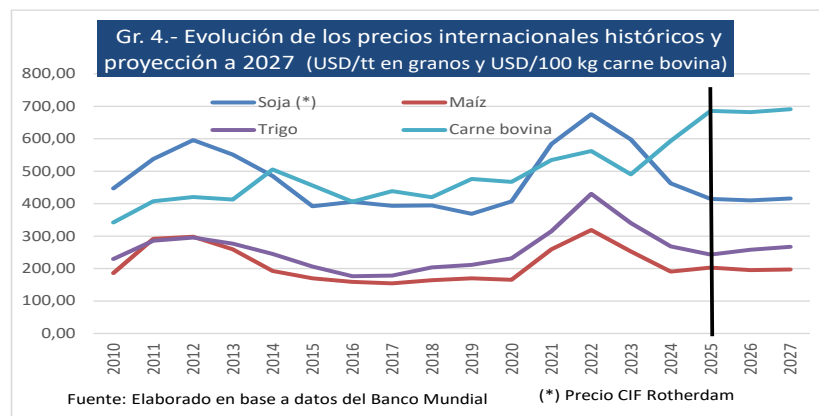
El índice de precios de la carne de la FAO registró en febrero 2026 un promedio de 126,2 puntos, esto es un 8,0% más que hace un año y se encuentra apenas 1,3% por debajo del récord de setiembre 2025.

## 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<sup>12</sup> en la que se observa la evolución reciente de precios comentada y una proyección al 2027.

El último informe del Banco Mundial presentado en octubre 2025 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 mostraría muy pequeños incrementos recién a partir de 2027, del orden del 1 al 2%. El arroz, cuyo precio cayó fuertemente en 2025, 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 mantendrían en los actuales valores, que por otra parte son elevados respecto de los históricos. Importa destacar, que con excepción de la carne vacuna, el resto de los productos agrícolas considerados (soja, maíz, trigo y arroz) se mantendrían en los próximos años en niveles similares o levemente por debajo del promedio anterior a la pandemia (2015-2019), en dólares corrientes.



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.

Según surge de la información sistematizada por el Consejo Internacional de Cereales (IGC por sus siglas en inglés)<sup>13</sup>, la producción total de cereales (trigo y cereales secundarios) está aumentando más rápido de lo previsto, estimándose que alcance un récord de 2461 millones de toneladas. Si bien unas 16 millones de toneladas adicionales podrían canalizarse al consumo, que se estima en 2416 millones, una cantidad casi igual podría sumarse a las existencias de fin de año, estimadas en 634 millones, dilatando de esta manera la recuperación de los precios.

Se espera que la superficie cosechada de trigo disminuya ligeramente en 2026/27. Suponiendo rendimientos promedio y con la demanda alcanzando un nuevo máximo, se prevé una ligera moderación de las existencias mundiales, aunque se estima que los inventarios agregados de los principales exportadores se mantengan en niveles elevados.

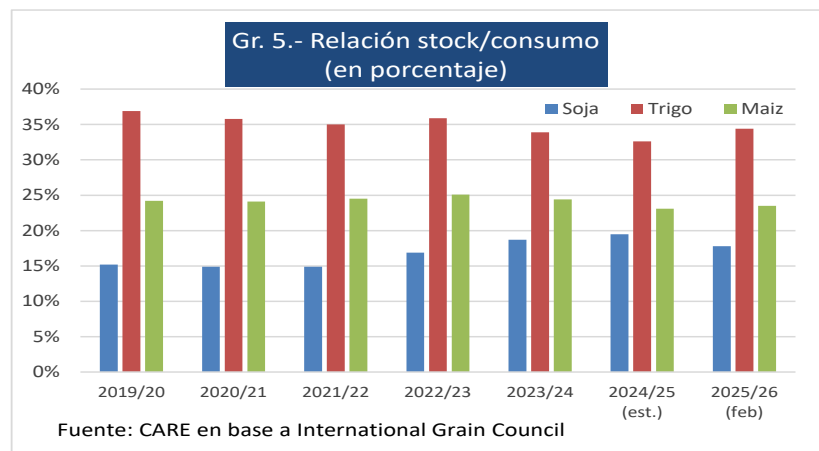
<sup>12</sup> Banco Mundial-Commodity Prices (agosto 2025) y Banco Mundial Commodity Price Data (agosto 2025).

<sup>13</sup> Grain Market Report. 21 de Agosto de 2025

La producción mundial de soja se sitúa ligeramente por debajo del máximo del año anterior, lo que acompañado de una mejora en las perspectivas de la demanda mundial, se prevé que los remanentes de final de temporada se reduzcan levemente, aunque se mantendrán por encima de la media histórica.

Las perspectivas para la producción mundial de arroz se mantienen prácticamente sin cambios respecto al nivel anterior. Con un consumo ligeramente inferior, sumado a mayores remanentes, los inventarios de final de temporada de 2025/26 aumentarían nuevamente.

En el cuadro siguiente se presenta la evolución de la relación del ratio stock/consumo y la proyección esperada para la zafra 2025/26, para los principales granos.



### Perspectivas de largo plazo

CARE consultó diversas fuentes de información<sup>14</sup>, 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 la devaluación del dólar, cayendo levemente en términos reales.**

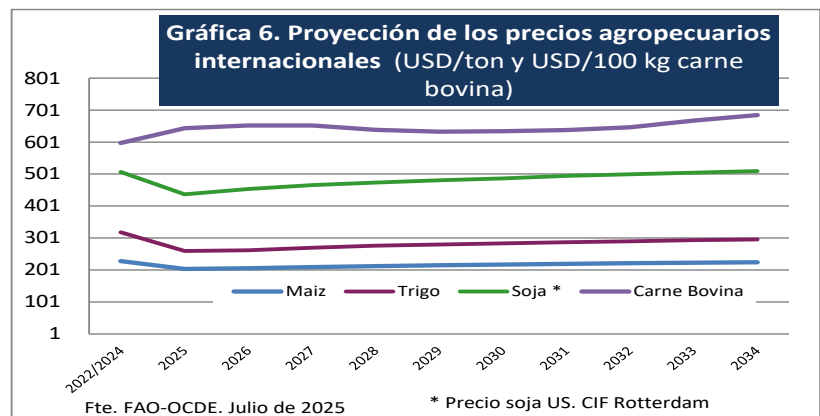
En julio de 2025 se publicaron “Las Perspectivas Agrícolas 2025-2034 de la OCDE y la FAO”, documento que ofrece una evaluación de las perspectivas a diez años para los mercados de productos básicos agrícolas. El informe analiza las tendencias de los factores demográficos y económicos que influyen en la oferta y la demanda de productos agrícolas. No obstante, el informe no incorpora los probables impactos de los acontecimientos recientes, incluidos los cambios en la política comercial y la mayor incertidumbre económica. Si estas incertidumbres persisten o se intensifican, podrían afectar a los mercados agrícolas mundiales en el mediano plazo a través de canales macroeconómicos como la inflación, el tipo de cambio y las trayectorias de crecimiento global.

<sup>14</sup>. Perspectivas Agrícolas FAO-OCDE 2025-2034 (julio de 2025); USDA Agricultural Projections to 2034 (febrero 2025); Banco Mundial-Commodity Prices (Agosto 2025) y FAO- Índice de Precios de los Alimentos.

Los principales contenidos de ese último informe son los siguientes:

- El consumo total de productos agrícolas y pesqueros se estima que crecería un 13 % con respecto a los niveles actuales para 2034, y casi la totalidad de este aumento se produciría en los países de ingresos bajos y medios. Mientras que la mitad del crecimiento del consumo en los países de ingresos medios se atribuye al aumento per cápita, tres cuartas partes del crecimiento en los países de ingresos bajos se basa en el crecimiento demográfico.
- Se espera que el aumento de los ingresos disponibles y la urbanización, en particular en los países de ingresos medios, provoquen cambios en los hábitos alimentarios hacia alimentos más diversos y nutritivos, incluidos los productos ganaderos y pesqueros.
- Para satisfacer la creciente demanda, se proyecta que la producción agrícola y pesquera mundial se expanda un 14 % durante la próxima década, y se espera que los países de ingresos medios sigan siendo las principales fuentes de expansión agrícola mundial. Estos cambios estructurales en la producción estarán impulsados por una combinación de la adopción gradual de tecnologías innovadoras y mejoradas, inversiones de capital y un uso más intensivo de fertilizantes, raciones y otros insumos. El crecimiento de la producción agrícola se basará principalmente en el aumento de la productividad, pero también se prevé una expansión de la superficie de cultivo y del stock ganadero, especialmente en África y el sur de Asia, donde persisten las limitaciones de acceso a tecnologías agrícolas modernas.
- La proyección a mediano plazo supone una modesta disminución de los precios reales anuales promedio de los productos agrícolas, como resultado de las continuas mejoras de la productividad promedio que reducen los costos de producción. La evolución de los precios reales también reflejará la volatilidad asociada a los impactos de las perturbaciones climáticas, las interrupciones de la cadena de suministro y las tensiones geopolíticas.

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.



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 muy similar al de FAO-OCDE. En general estiman que los precios del trigo, el maíz y arroz caerán 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 años y para carne 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.

FAO-OCDE y USDA proyectan precios a 2034, y según estas fuentes al final del período los valores estarían en niveles por debajo de los récords de 2022 y también del promedio de 2022-2024, con excepción de la carne bovina.

En el siguiente cuadro se presenta cual sería la evolución esperada en los precios según estas fuentes consultadas, partiendo de los niveles de 2024/25 para FAO-OCDE y de 2025/26 para USDA.

**Cuadro 12. Tasa anual de evolución de los precios proyectadas para los próximos 10 años**

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

Fuente: CARE en base a USDA y FAO-OCDE

**Nota:** Incremento acumulativo anual

FAO-OCDE son precios internacionales período 2025-2034

USDA son precios internos período 2026-2035.

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.

## 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.

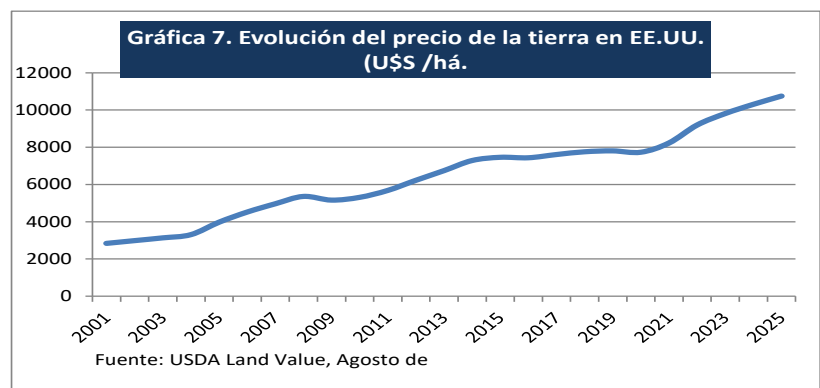
En este caso se actualiza el comportamiento de los precios en diferentes países considerados de importancia, en el entendido de que sus tendencias podrían generar información respecto de lo que podría ocurrir en nuestro país.

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

Durante el período 2000-2025, el incremento acumulativo anual del precio de la tierra en EEUU en dólares corrientes fue de un 5,69% anual, valor superior al de la inflación de la moneda norteamericana (2,55% anual en promedio), lo que determina un incremento real anual del 3,06% en los últimos 25 años.

El precio de la tierra (promedio) se había mantenido relativamente estable entre 2017 y 2020, con aumentos mínimos en el entorno a la inflación del dólar, pero en los últimos 5 años los valores se recuperan fuertemente mejorando en términos reales, y también acompañando la mayor inflación. Entre 2020 y 2025 el valor de la hectárea promedio lleva acumulado un aumento de un 39%; si se analizan por separado las tierras agrícolas de las ganaderas, las primeras tuvieron entre 2020 y 2025 un aumento del 43,5% mientras que las segundas un 37,1%.

El último informe del USDA<sup>15</sup> que reporta precios de 2025, da cuenta de un incremento de un 4,32% para el promedio de las tierras, respecto del año anterior. Por su parte, las tierras de uso agrícola aumentaron un 4,7% mientras que las de uso ganadero un 4,9%.



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 2025), muestra que los precios de las tierras irrigadas se ubican en el promedio de los últimos 5 años un 26% 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 particular, en 2025 las tierras sin riego aumentaron más ese año que las irrigadas (5,2% las de secano frente a un 2,5% de las regadas), reduciendo levemente el diferencial de precios.

<sup>15</sup>. USDA Land Prices, Agosto 2025

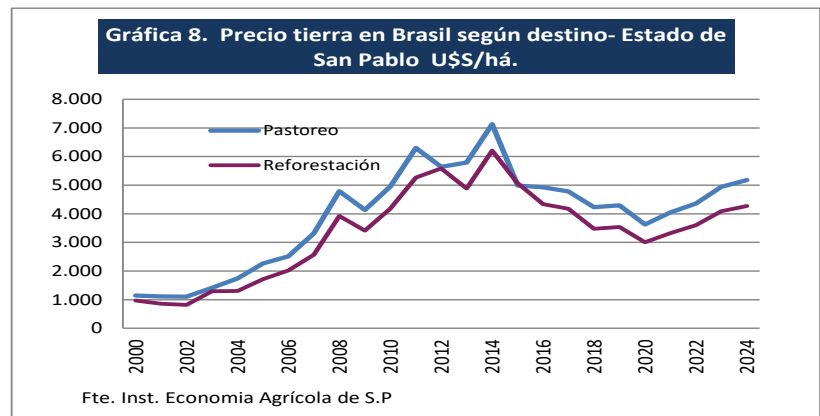
**Cuadro 13. Precio de la tierra regada y no regada en el Corn Belt de EEUU (USD/ha)**

	2021	2022	2023	2024	2025	Variación 2025/24
Regada	12.059	13.591	14.184	14.826	15.197	2,5%
No regada	9.291	10.576	11.392	11.861	12.479	5,2%
Variación en porcentaje	30%	29%	25%	25%	22%	

Fuente: elaborado en base a datos de USDA, Land Values, Agosto 2025

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 (12% en 2021, 8% en 2022 y 13% en 2023), pero aún se mantiene muy por debajo de los valores máximos.

En 2024, el Instituto de Economía Agraria de San Pablo reporta un incremento del precio de la tierra de un 9% en reales. No obstante cabe recordar que en los últimos meses de 2024 la moneda brasileña mostró una fuerte devaluación frente al dólar, motivo por el cual el valor al finalizar el año muy probablemente estuviera por debajo del año anterior (2023) en dólares. En el grafico se considera el valor promedio del año de la tierra y también el promedio del tipo de cambio, por lo que el 2024 sigue mostrando un leve aumento (aproximadamente un 5% en dolares).



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

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

acumulativo anual en términos reales. Tras un pico máximo de precios en 2012, los precios de la tierra agrícola experimentaron una caída hasta el periodo 2021/2022, con una pequeña recuperación en los últimos tres años (Fuente Cámara Argentina de Inmobiliarias Rurales), y actualmente estaría ubicado en valores muy similares a los de 2012.

Según información del periódico La Nación (julio 2025), tomando como referencia los precios promedio de los campos agrícolas de la zona núcleo (sur de Santa Fe y norte de Buenos Aires), caracterizados por una alta productividad, disponibilidad de infraestructura y rotación de cultivos, en 2012 alcanzaron un pico de 17.500 dólares la hectárea, luego bajaron en 2021/22 a unos 14-15 mil dólares, y hoy estarían valiendo aproximadamente 17.000 dólares la hectárea.

La Cámara Argentina de Inmobiliarias Rurales (CAIR), institución que analiza la evolución de ese mercado, informa que la actividad del mercado (no refiere a precios sino a transacciones) se ha venido recuperando en forma sostenida desde el 2024, como resultado directo del cambio de administración. El índice de actividad que estima la Cámara<sup>16</sup>, se ubicaba en diciembre de 2025 en 45,5 frente a los 21,5 puntos en que había cerrado en diciembre de 2023.

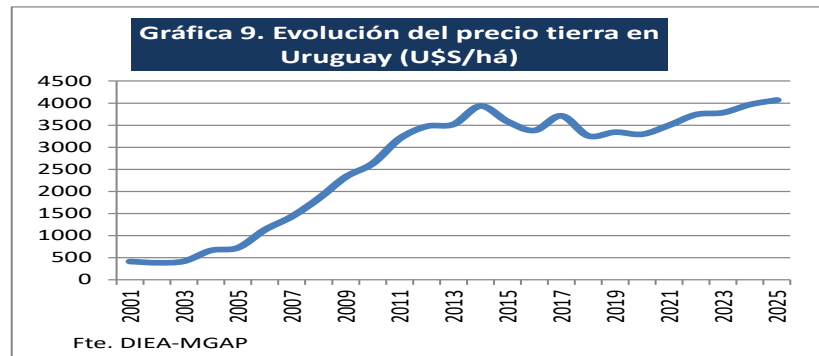
El mercado de campos en Argentina mantiene su atractivo, respaldado por la firmeza en la demanda, la diversificación de intereses y un entorno macroeconómico que, si se consolida, podría fortalecer aún más la ponderación de los activos rurales. La clave parece estar en garantizar la previsibilidad jurídica y estabilidad económica para sostener este proceso en el tiempo. Según informa la Cámara, algunas áreas ya presentan indicios de un proceso lento pero sostenido de revalorización paulatina. Esta tendencia se encuentra íntimamente ligada a las expectativas económicas y políticas del actual gobierno, siendo su alcance y duración dependientes del desempeño en estos ámbitos.

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 noviembre de 2025, se publicó el informe con los resultados de las compraventas del primer semestre de 2025, que muestra un nuevo ajuste al alza de los valores. El valor medio para el semestre estaría mostrando un aumento promedio del 4,1% respecto del mismo semestre de 2024, que resulta en un aumento de un 2,6% respecto del promedio de 2024. Cabe destacar, que el precio de la tierra en el primer semestre de 2025, en términos nominales, supera levemente (+3,5%) el récord histórico de 2014.

<sup>16</sup> El "Índice de actividad del mercado inmobiliario rural" (InCAIR) es un índice mensual que refleja la "actividad" del mercado. Se toma como base de referencia máxima 100 puntos, correspondientes al pico de máxima actividad histórica. No refleja precios/valores, solo actividad de mercado. Se comenzó a medir a partir del mes de noviembre del 2013.



Existen otras fuentes de información realizadas por consultoras y operadores del mercado<sup>17</sup>, que utilizando diferentes criterios de tasación estiman valores de campos de características similares y teniendo en cuenta los diferentes destinos productivos. Las metodologías más utilizadas son: la comparación de ventas reales de campos similares y la valuación según las rentas esperadas. En general el valor de mercado surge de la integración de ambas metodologías. Del estudio de varias tasaciones de campos a las cuales CARE tuvo acceso, los resultados obtenidos están alineados con la información suministrada por DIEA.

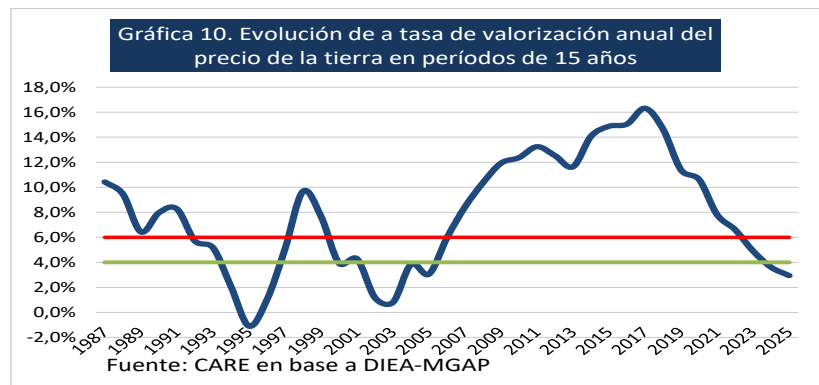
El informe del mercado de tierras del primer semestre de 2025 realizado por la consultora Agroclaro y publicado por El País, indica que se hicieron 62 negocios de compraventa de campos por un total de 66.500 hectáreas, incluyendo campos agrícolas, ganaderos y forestales. Según dicho informe, existiría una cierta estabilidad en los valores, aunque se observa una mayor demanda por campos con elevado potencial agrícola y buena ubicación en el litoral y litoral sur. Por otra parte, los campos ganaderos tienen menor presión de la demanda y a nivel general se han mantenido estables en sus valores durante el último año. Los campos forestales mantienen una buena demanda y se comercializan rápidamente.

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

Para ello CARE analizó con la información de los precios de la tierra (en dólares corrientes) de una serie de más de 50 años (1970 a 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 9 años en donde el aumento acumulativo anual en períodos 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 14 años (un 15%) en donde el aumento acumulativo anual en períodos de 15 años es menor al 6%. El último valor por debajo de 6% es en 2025 (2,9%)

<sup>17</sup>. SERAGRO, Agroclaro, Consur y operadores privados



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

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

## 2. Las políticas públicas, el riesgo político

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

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

## VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

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

*En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos - tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación BBB.uy<sup>18</sup> de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.*

Comité de Calificación



Ing. Julio Freve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrián Tamber

<sup>18</sup>. **BBB. uy.** Se trata de instrumentos que presentan un riesgo medio bajo para la inversión, ya que evidencian un desempeño aceptable y suficiente capacidad de pago en los términos pactados. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, y las características del entorno, dan en conjunto moderada satisfacción a los análisis practicados, sin perjuicio de alguna debilidad en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo. Podría incrementarse el riesgo del instrumento ante eventuales cambios previsibles en los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, o en la economía en su conjunto. La probabilidad de cambios desfavorables previsibles en el entorno es de baja a media baja, y compatible con la capacidad de la administradora de manejarlos aunque incrementando el riesgo algo más que en las categorías anteriores. **Grado de Inversión mínimo.**