

**ACTUALIZACIÓN DE LA
CALIFICACIÓN DE RIESGO DE
CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN
EN EL DOMINIO FIDUCIARIO
DEL FIDEICOMISO FINANCIERO
CASASURU DE DESARROLLO DE
VIVIENDAS DE INTERÉS SOCIAL I**

Montevideo, abril de 2018

4	RESUMEN GENERAL
6	I INTRODUCCIÓN
11	II EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION
13	III LA ADMINISTRACION, EL FIDUCIARIO Y EL OPERADOR
18	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
22	V EL ENTORNO
29	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

**Actualización de la calificación de CPs de la emisión del
"Fideicomiso Financiero CASASURU desarrollo de viviendas de interés social"
13-de abril -2018**

CPs Serie A	por hasta UI 135.000.000 (Unidades Indexadas ciento treinta y cinco millones).
Distribuciones:	Según resultados acumulados realizados según procedimiento establecido.
Activo Fideicomitado:	Bienes inmuebles (proyectos), fondos líquidos e instrumentos financieros adquiridos o mantenidos en propiedad fiduciaria por el fideicomiso.
Fideicomitentes:	Suscriptores iniciales de los CP's Mulery SA y Nurwoly SA
Emisor y Fiduciario:	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión.
Administrador:	CASASURU S.A.
Entidad Representante y Registrante:	BEVSA
Administración y pago:	EF Asset Management
Vigencia de la calificación:	hasta el 30 de noviembre de 2018.
Comité de Calificación:	Ing. Julio Preve, Ing.Agr. Adrián Tamber y Cr. Martín Durán
Calificación de riesgo de CP:	BBB-. Uy
Manual utilizado:	Manual de Calificación de Finanzas estructuradas administradas por terceros

Resumen General

CARE ha actualizado la calificación de los certificados de participación Serie A en el dominio fiduciario del "Fideicomiso Financiero CASASURU de desarrollo de vivienda de interés social I" manteniendo la calificación BBB- (uy) de grado inversor.

A modo de resumen, los aspectos salientes de la calificación así como de sus actualizaciones son:

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico ofrece las garantías necesarias tal como se describió en el informe jurídico que se adjuntó en la calificación original. (véase Anexo I de la calificación original).
- Se ha evaluado oportunamente la capacidad de gestión de la empresa administradora del proyecto, CASASURU SA, que resulta crucial para el mismo. La empresa continúa demostrando capacidad de llevar adelante el proyecto, a pesar de los atrasos evidenciados. y de que, en algún caso, haya sido necesario apartarse del modelo original.
- 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.
- Se presenta una nueva estimación de TIR para el inversor en los CP serie A, la cual se sigue corrigiendo a la baja y según las últimas modificaciones realizadas en el modelo de negocios; ésta sería ahora del 12% para el proyecto. Los proyectos involucrados en las proyecciones contienen rendimientos que varían entre 6% y 50%, según las previsiones del administrador.
- A la fecha de la presente actualización, la mayoría de los proyectos se encuentran atrasados respecto al cronograma definido en el prospecto de Emisión. Vale la pena mencionar que el atraso refiere a dilaciones en el comienzo de las obras y no a atrasos en la construcción. El aumento en los precios de las unidades del Fideicomiso como consecuencia del aumento de la UI expresada en dólares, sumado a que el mercado inmobiliario recién empieza lentamente a recuperarse, viene retrasando la comercialización en los proyectos con ubicaciones que lo segmentaban a un público con ingresos familiares situados en los quintiles medios.
- Resulta clave el cumplimiento en tiempo y forma de los proyectos en ejecución y los aún no iniciados a los efectos de que no se siga deteriorando la rentabilidad esperada.
- El resultado económico global del Fideicomiso se concentra en dos proyectos, ya que explican más del 79% de los ingresos brutos esperados. Estos son los denominados "Interlagos" y "Lagomar Sur".

- Los segmentos socioeconómicos elegidos como público objetivo de las viviendas desarrolladas por el Fideicomiso presentan una demanda no satisfecha y las tipologías elegidas en el proyecto, así como los métodos constructivos, son adecuados. Esto se corrobora, tanto en el informe sectorial del mercado inmobiliario que realiza CARE, como en la Encuesta semestral sobre dicho mercado contratada por CARE a Research Internacional.
- La demanda “por consumo” de este tipo de vivienda está íntimamente relacionada con el crédito hipotecario. El administrador manifiesta una estrategia clara para adecuar a los promitentes compradores, con las exigencias provenientes de las regulaciones bancarias para el otorgamiento de créditos hipotecarios. La readecuación de las inversiones y proyectos hacia segmentos socioeconómicos más altos mitigan el efecto anterior.
- La leve mejora de las expectativas económicas respecto al mismo período del año anterior, la persistencia en el tiempo de bajos rendimientos de activos financieros sumado a la apreciación de la moneda respecto al dólar han generado un campo más favorable en la actividad inmobiliaria. No obstante lo anterior, la incertidumbre que persistió en el mercado laboral, disponibilidad de crédito y evolución de las tasas de interés hipotecario hacen que los promitentes compradores enlentezcan sus decisiones de consumo de vivienda. La demanda por motivo inversión es la que más se ha dinamizado en este último semestre.
- En cuanto a las políticas públicas sectoriales, existe buena aceptación del espectro político nacional, sobre la consolidación de estímulos tanto a la oferta como a la demanda de vivienda en el segmento socioeconómico que focaliza el negocio en cuestión. No obstante, cabe recordar que el decreto 34/017 de 6 de febrero de 2017 introduce modificaciones en los beneficios fiscales y habilita a la fijación de precios máximos para las Viviendas de Interés Social, lo que en principio no afecta a proyectos ya aprobados, pero sí a los futuros. En este último período no han surgido cambios normativos/administrativos relevantes que afecten el modelo de negocios del Fideicomiso.

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para actualizar la calificación de riesgo de los certificados de participación en el dominio fiduciario del fideicomiso financiero denominado "Fideicomiso Financiero Fondo CASASURU de desarrollo de vivienda de interés social I".

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 (en adelante BCU), que realiza la supervisión y control del sistema financiero, así como de las calificadoras de riesgo. La nota obtenida no representa no obstante una recomendación 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 o al plan de negocios que la administración está mandatada a realizar, pudiendo modificarlo solo con arreglo a determinados procedimientos. Admitido el rango de Tasas Internas de Retorno (en adelante TIR) derivado de múltiples simulaciones realizadas por CARE como razonables para el proyecto en la primera calificación, las futuras no se vincularán estrictamente con la obtención de estas cifras. En efecto, no se trata en este caso de una emisión con compromiso de rentabilidad fijo. Por tanto la nota no dependerá estrictamente del alcance de las TIR 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 con fecha 3 de abril de 1998. Califica conforme a su metodología oportunamente aprobada por dicha autoridad, seleccionando los profesionales necesarios para integrar en cada caso el comité de calificación, el que juzga en función de sus manuales. Estos, su código de ética, registros y antecedentes se encuentran disponibles en el sitio web: www.care.com.uy así como en el del regulador: www.bcu.gub.uy. El comité de calificación estuvo integrado en este caso por el Cr. Martín Durán Martínez, el Ing. Adrián Tamber y el Ing. Julio Preve.

La vigencia de esta actualización es hasta el 30 de noviembre de 2018. No obstante la misma puede variar ante la aparición de hechos relevantes. Se consideran hechos relevantes la evolución de la marcha de los proyectos y de su comercialización.

2. Hechos salientes del período.

Durante el último semestre se continuó avanzando con la construcción de viviendas correspondientes al emprendimiento Aires de Lagomar Sur de acuerdo a lo programado, se comenzó la construcción de la fase de Infraestructura del emprendimiento Aires del Norte, y se realizó la presentación del proyecto Interlagos ante la Agencia Nacional de Viviendas y la Intendencia de Canelones.

Se está evaluando una modificación del contrato de fideicomiso básicamente en lo que refiere a la posibilidad del manejo de los precios a los efectos de dar mayor flexibilidad al momento de fijar los mismos y modificarlos al alza o a la baja.

A continuación, se actualiza el estado de cada uno de los proyectos a la fecha, según la información suministrada por el Administrador:

- **Proyecto Salto – Fase I.-**

- o El proyecto inicial de 64 unidades se subdividió en 3 etapas. La primera etapa de 16 unidades se terminó de ejecutar el 15 de febrero del año 2017. Las obras no se retomarán hasta tanto el proceso de venta refleje un volumen razonable de comercialización de las unidades.
- o El Administrador ha llevado a cabo una serie de acciones procurando estimular las ventas de las unidades construidas. A tales efectos, se montó un showroom y se celebró un acuerdo comercial con una de las inmobiliarias más importantes del departamento.

- **Proyecto Aires de Lagomar Sur.-**

- o La obra de la primera etapa (60 unidades) se divide en dos fases. La primera, correspondiente a la infraestructura, fue terminada por la empresa Márquez Alonso S.A. La segunda, correspondiente a la construcción de las viviendas, fue adjudicada a la empresa Norte S.A.
- o El avance global de la primera fase de 60 viviendas es a fin de diciembre de 2017 del 83,1%. El avance de la obra en infraestructura a fines de diciembre de 2017 es del 100%, mientras que el de viviendas es de 81%, de acuerdo a lo proyectado. Se entregaron las seis primeras viviendas (Tira A) el 06 de octubre de 2017 sobre la avenida General Artigas. Se entregaron a su vez las 8 viviendas de la Tira B sobre Filadelfia el 15 de diciembre de 2017. Las seis viviendas de la tira C se entregarán en el primer semestre de 2018. El avance de la tira D y los bloques F, G y H, se mantiene acorde al plan de trabajo. Por otro lado, se está trabajando en la consolidación de todos los espacios exteriores, caminerías, iluminación exterior, estacionamientos, etc.
- o Se logró que la Intendencia de Canelones modificara su cronograma de trabajos para comenzar en prioridad con la ejecución de calles en tosca y base para los futuros asfaltos entorno al complejo Aires de Lagomar. Las conversaciones continúan pero existe el compromiso de la IMC de avanzar con cunetas sobre las calles Filadelfia y Zorrilla de San Martín así como asfalto en General Artigas próximamente.

- **Proyecto Aires del Pinar.**

- o El proyecto fue culminado a fines de marzo 2018 por la empresa Marquez Alonso S.A. La obra fue cerrada ante el BPS y actualmente está en curso la confección de los planos definitivos de propiedad horizontal y el cierre de obra ante la Intendencia de Canelones.
- o Gran parte de las viviendas se encuentran ocupadas por los usuarios finales.

- **Proyecto Las Piedras.**

- o Las modificaciones en la Ley 18.795 impuestas por su cambio reglamentario y el bajo nivel de transacciones que hay en el sector inmobiliario y especialmente en el interior del país llevaron al Administrador a demorar el inicio de esta obra.
- o Con fecha 30 de Noviembre de 2017 se presentó ante la CAIVIS una carta solicitando la prórroga del permiso de construcción por 12 meses para así poder continuar con las gestiones necesarias buscando la mejor forma de optimizar el uso del terreno.

- **Proyecto Aires del Norte.**

- o El proyecto contempla 30 unidades con tipologías de dos y tres dormitorios similares a las ya ejecutadas en el proyecto Aires del Pinar. La construcción se prevé realizar con los mismos Moldes de Aluminio utilizados en dicho emprendimiento. Se encuentran aprobadas por la Junta Departamental la Viabilidad de Uso y cuenta con la declaratoria promocional de la ANV. El Permiso de Construcción fue presentado ante la Intendencia de Canelones el 11 de julio de 2017 y se obtuvo la aprobación el 04 de octubre de 2017.
- o Se conformaron los pliegos y se realizaron dos licitaciones, una por la Infraestructura y otra por las viviendas. Se firmó el contrato de obra por los trabajos de Infraestructura con la empresa Marquez Alonso el 18 de septiembre de 2017. Se firmó el acta de inicio de obra el 23 de octubre de 2017, el avance de la obra de Infraestructura a fines de diciembre de 2017 fue del 62,1%. Se realizó a la fecha la construcción de muros de contención, movimiento de suelos, ejecución de fosas sépticas y depósitos impermeables, cunetas, parte de redes de saneamiento entre otros, estimándose que podrían terminarse las obras en el correr del primer semestre de 2018.

- **Proyecto Interlagos.**

- o El proyecto contempla cuatro edificios de 37 apartamentos cada uno y un quinto edificio de 32 apartamentos lo que da un total de 180 apartamentos. Además se prevé la construcción de 180 sitios de estacionamiento. Cada edificio contará con unidades de 1, 2 y 3 dormitorios.

- o Por resolución de la Junta Departamental número 0525/17 se obtuvo la anuencia a la Intendencia de Canelones para otorgar la Viabilidad de Uso, la cual fue confirmada por resolución del Intendente en octubre de 2017. Se estuvo trabajando con el Estudio Barriola y asesores en la conformación del proyecto y en paralelo en las presentaciones necesarias para la obtención de diversos permisos necesarios para la construcción.
- o Se realizó el fraccionamiento del padrón madre en 5 fracciones lo que permitirá realizar el primer edificio en la fracción uno, y sucesivamente ir realizando un edificio por fracción. En caso que no se realice algún edificio las fracciones sin construcción podrán ser automáticamente vendidas.
- o El 22 de diciembre de 2017 fue ingresado el proyecto ante la Agencia Nacional de Viviendas.
- o Fue aprobado el Permiso de Construcción por parte de la Intendencia de Canelones y se proyecta comenzar la obra entre los meses de mayo y junio de 2018.

- **Situación comercial.**

- o Las principales acciones comerciales del último semestre de 2017 se focalizaron en buscar una aceleración de ventas en Aires del Pinar, Aires de Lagomar Sur y Aires del Laurel, así como iniciar las ventas de Aires del Norte y avanzar en la planificación comercial del proyecto Interlagos.
- o En Aires del Laurel a los efectos de reactivar las ventas se realizó una fuerte campaña publicitaria (televisión, prensa y radio local, internet, redes, etc.) con la agencia Key conjuntamente con la agencia Publinter radicada en Salto. Como consecuencia se han obtenido una gran cantidad de consultas y visitas, no obstante, no se han concretado ventas. El motivo principal es la falta de ahorros previo, por lo que se está analizando realizar una campaña basada en Alquiler con Opción a Compra (por 24 meses).
- o En Aires del Pinar se realizaron ventas en forma regular y se realizó una campaña digital ofreciendo unidades dúplex a un precio especial.
- o En Aires de Lagomar Sur se montó una sala de ventas en el predio con equipamiento provisto por las empresas Bertoni y Barraca Europa y se contrató a una decoradora. Se realizó una campaña de mailing, en las radios, las redes sociales y cartelería.
- o En Aires del Norte se hizo un lanzamiento comercial conjuntamente con el inicio de las obras (mailing, campaña digital, cartelería).
- o Para el proyecto Interlagos se está trabajando con una agencia de publicidad en el desarrollo del logo, materiales de marketing, campaña a realizar y materiales comerciales de venta. El objetivo es iniciar la comercialización en el primer semestre del corriente año.

- o También se realizaron acciones genéricas: campaña en infocajas, carteles (Totem) en el BHU, folletería, etc.

En el siguiente cuadro se detallan los porcentajes de avance de cada uno de los proyectos en ejecución, así como también las reservas (preventas) realizadas a la fecha:

Cuadro 1: Proyectos en Ejecución				
Proyecto	Avance de obra/etapa	Unidades / por Etapa	Reservas	Escrituras realizadas
Proyecto 1	100%	30	3	19
Proyecto 2	100%	16		
Proyecto 3	83%	60	23	9
Proyecto 4	62% *	30	5	
TOTAL		136	31	28

* Refiere a la etapa de infraestructura

Fuente: CARE en base a información proporcionada por el Administrador.

3. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- Informe del Administrador No 9 de enero de 2018.
- Entrevista al Comité de Vigilancia
- Estados Contables auditados del Fiduciario al 31/12/17
- Estados Contables auditados del Fideicomiso al 31/12/17
- Estados Contables del Administrador al 31/8/17 e intermedios al 28/02/2018

II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

Se ofrecieron en oferta pública certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero CASASURU de desarrollo de vivienda de interés social I, creado por contrato correspondiente de fideicomiso financiero. Este contrato, los certificados y los demás contratos citados se analizan en la presente sección.

1. Descripción general

Denominación: Fideicomiso Financiero CASASURU de desarrollo de vivienda de interés social.

Fiduciario: EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión (en adelante EF).

Administrador: CASASURU S.A

Entidad

Representante: Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.

Títulos a emitirse:

Certificados de Participación Serie A de oferta pública por UI 135.000.000. Importe de la emisión que se califica.
Certificados de Participación Serie B de oferta privada por hasta UI 5.500.000 (en esta oportunidad no se califican)

Activos del

Fideicomiso: Bienes Inmuebles (Proyectos), Fondos Líquidos del Fideicomiso e Instrumentos Financieros adquiridos o mantenidos en propiedad fiduciaria por el Fideicomiso.

Moneda: Unidades Indexadas

Importe de la Emisión:

UI 135.000.000 (unidades indexadas ciento treinta y cinco millones).

Distribuciones: Los pagos serán realizados en forma trimestral, en la medida que existan Fondos Netos Distribuibles

Calificación

de Riesgo: BBB- (uy)

2. El análisis jurídico

El análisis jurídico agregado en el Anexo I de la calificación original descartó cualquier eventualidad de conflictos derivados por ejemplo de la construcción jurídica, los contratos respectivos, el cumplimiento con normas vigentes, etc. (Véase en www.care.com.uy).

3. Riesgos considerados

Riesgo jurídico de estructura. Comprende el análisis de la eventualidad de incumplimientos en el pago a los beneficiarios, derivado de defectos en la estructura jurídica por no cumplir con alguna norma vigente, así como eventualmente por la aplicación de sentencias judiciales derivadas de demandas de eventuales perjudicados por la creación oportunamente descrita. Visto el informe antes mencionado y dado el tiempo transcurrido sin conflictos se concluye que el *riesgo jurídico de estructura se considera casi nulo*.

Riesgo por iliquidez. Los certificados 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 imposible de determinar y en algunos casos podría ocasionar una pérdida de parte del capital invertido. *El riesgo es bajo*.

III. LA ADMINISTRACIÓN

Las características de la emisión hacen necesario analizar dos empresas administradoras: EF Asset Management (EFAM) en su condición de emisora y fiduciaria del fideicomiso financiero, y CasasUru S.A en su condición de operadora del proyecto.

1. Ef Asset Management (EFAM) (El Fiduciario)

La empresa administradora o fiduciaria es EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A (EFAM). Se trata de una sociedad anónima cerrada que tiene por objeto la administración de fondos de inversión y fideicomisos de cualquier naturaleza. Fue inscrita en el Registro Nacional de Comercio el 7 de abril de 2003 con el N° 2014 – Rut: 214769530012.

El 20 de agosto de 2003, el Banco Central del Uruguay (BCU) autorizó a la sociedad a funcionar en el marco de la Ley de Fondos de Inversión No. 16.774 del 27 de setiembre de 1996 y su modificación posterior en la Ley No. 17.202 de fecha 24 de setiembre de 1999.

El 9 de julio de 2004, el BCU (comunicación No. 2004/188) autorizó a la firma a actuar como Fiduciario Financiero en el marco de la Ley No. 17.703 de fecha 27 de octubre de 2003. Asimismo, en dicha fecha, la sociedad fue inscrita en el Registro de Mercado de Valores del BCU como Fiduciario Financiero.

El 23 de mayo de 2005, el BCU la autorizó a actuar como Fiduciario Profesional en el marco de la citada ley (17.703). En la misma fecha, la sociedad fue inscrita en el Registro de Fiduciarios Profesionales, Sección Fiduciarios Generales que lleva el BCU.

Situación económica y financiera

El análisis de los EE.CC al 31 de diciembre de 2017 sigue mostrando una sólida situación de solvencia. Como se ilustra en los cuadros siguientes, el patrimonio contable al cierre del último ejercicio siendo positivo. El ratio de liquidez se mantiene por debajo de la unidad. Cabe mencionar que el activo no corriente se compone en buena medida por los depósitos en garantía a que está obligada la firma, según normativa vigente, por los fideicomisos que administra y en consecuencia son de disponibilidad restringida. Esto explica los pasivos financieros, que son contraídos para constituir estas garantías y que una vez liberadas, los mismos son cancelados. En cuanto a la eventual necesidad temporal de fondos para atender obligaciones de corto plazo, la firma cuenta con financiamiento con partes relacionadas por lo que el riesgo de liquidez es muy acotado.

Cuadro 2: Datos del Estado de Situación de EFAM (miles de \$)

Concepto	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015
Activo Corriente	9.391	12.515	8.892
Activo no Corriente	81.968	79.870	51.122
Total Activo	91.360	92.385	60.013
Pasivo Corriente	13.068	12.998	5.161
Pasivo no Corriente	52.817	55.330	32.069
Total Pasivo	65.885	68.328	37.230
Patrimonio	25.474	24.056	22.784
Total Pasivo y Patrimonio	91.360	92.385	60.013
Razon Corriente	0,72	0,96	1,72

Fuente: EE.CC EFAM

Los resultados parciales de la firma a diciembre de 2017, si bien positivos, disminuyen respecto al mismo período del año anterior.

Cuadro 3: Estado de Resultados de EFAM (miles de \$)

Concepto	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015
Ingresos Operativos	38.189	31.697	22.426
Gastos Adm. y Vtas.	(33.804)	(26.921)	(17.546)
Resultado Operativo	4.385	4.776	4.880
Resultados Financieros	(1.647)	(1.852)	2.176
Resultados antes de impuestos	2.738	2.923	
IRAE	(1.040)	(1.132)	(1.956)
Resultado del período	1.699	1.792	5.100
Res Operativos/Ingresos	11,48%	15,07%	21,76%
Res Ejercicio/Ingresos	4,45%	5,65%	22,74%

Fuente: EE.CC de EFAM

Administra una importante cartera de fideicomisos, en cantidad y diversidad; por lo que su idoneidad para esta función no ofrece dudas.

2. Casas Uru S.A (Administradora u Operadora)

La empresa Operadora o Administradora es CasasUru S.A. (antes Viken International S.A) que adopta su nombre actual a partir del 28 de mayo de 2013 según consta en Acta de Asamblea General Extraordinaria en que se modifica el Estatuto Social en lo que tiene que ver con su denominación habiéndose realizado todas las formalidades del caso.

Se trata de una sociedad anónima cerrada, con acciones nominativas, constituida el 30 de setiembre de 2011 y su objeto principal es la inversión de capitales en sociedades que se dedican al desarrollo de proyectos inmobiliarios amparados en la Ley No. 18.795 de Promoción de Viviendas de Interés Social. Cierra ejercicio el 31 de agosto.

Responsables

Sigue siendo el Presidente del Directorio el Sr. Sebastián Sommer y principal responsable en el desarrollo inmobiliario que implica esta operación. Su idoneidad para ejecutar el plan de negocios propuesto ya fue analizada positivamente por parte de CARE al momento de la calificación original y nada ha ocurrido que hiciera modificar ese juicio.

También se mantiene, en lo esencial, el resto del directorio y el equipo técnico que lo acompaña por lo que el juicio general sobre la capacidad de la firma operadora sigue siendo favorable manteniendo una razonable distribución de actividades y en la toma de decisiones entre los distintos integrantes de su staff.

Como se ha venido señalando a lo largo de este informe, el modelo de negocios original ha tenido dificultades de distinta índole para su implementación en los términos previstos. Si bien es de destacar la capacidad demostrada por la administración en ofrecer alternativas ante un escenario cambiante, algunas de las cuales ya se están implementando, esto se ha traducido en demoras en los plazos con el consiguiente deterioro de la TIR global de los distintos proyectos que conforman el fideicomiso tal como se da cuenta en otra sección de este informe.

Situación económico financiera

Actualmente la firma tiene prácticamente como actividad exclusiva la administración de este fideicomiso.

La dirección de la empresa informa que se ha realizado una reestructuración de toda su deuda y achicado el inventario de casas de inversores lo que mejoraría el balance de la misma. Una versión preliminar de los EE.CC intermedios al 28/2/18 lo sugiere.

En definitiva nada hace suponer que, en este aspecto, la empresa pueda poner en riesgo su continuidad al frente del proyecto.

Fideicomiso

El fideicomiso se crea mediante contrato celebrado el 11 de diciembre de 2014, el cual fue modificado el 6 de mayo y 2 de junio de 2015, entre Mulery SA y Nurwoly (fideicomitentes) y EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión SA (fiduciaria).

El 1 de julio de 2015 el BCU autorizó su inscripción en el Registro del Mercado de Valores y la suscripción de valores fue realizada públicamente el 4 de agosto de 2015.

En total se suscribieron valores por UI 140.500.000 de los cuales UI 135.000.000 correspondieron a la serie A, mediante oferta pública y UI 5.500.000, correspondientes a la serie B, fueron emitidos a favor de Mulery SA y Nurwoly SA, los fideicomitentes, como forma de pago de los terrenos fideicomitados y que eran de su propiedad (Salto y Las Piedras).

Ya se ha integrado el 100 % de los CP's cumpliéndose así el cronograma previsto.

A continuación se brinda información resumida de los estados de situación y resultados del fideicomiso al 31/12/17 y su comparativo con el ejercicio cerrado a diciembre de 2016.

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

Concepto	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015
Activo	476.977	444.706	268.348
Activo Corriente	125.805	300.243	161.734
Activo no Corriente	351.172	144.463	106.614
Pasivo	12.470	29.854	88.821
Pasivo Corriente	12.470	29.854	88.821
Pasivo no Corriente	-	-	-
Patrimonio	464.506	414.851	179.527
Pasivo y Patrimonio	476.977	444.706	268.348
Razón Corriente	10,09	10,06	1,82

Fuente: EE.CC Fideicomiso
Patrimonio contable 16.124,76

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

Concepto	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015
Ingresos operativos	80.814	6.313	
Gastos adm y ventas	(28.405)	(19.113)	(12.280)
Resultados financieros	(2.884)	(19.922)	3.754
Resultados diversos	231	-	-
Resultados antes IRAE	49.756	(32.722)	(8.526)
IRAE	(101)	(68)	(16)
Resultados del ejercicio	49.655	(32.790)	(8.542)

Fuente: EE.CC Fideicomiso

El activo corriente está compuesto básicamente por las integraciones recibidas y aún no invertidas así como la inversión en obras que, en este caso, forman parte del inventario a vender.

Dado que el Fideicomiso cumple con las condiciones de entidad de inversión, la participación en subsidiarias no se consolida y en su lugar, dicha participación se presenta al valor razonable con cambio a resultados. Es el caso de Ezery SA cuyas acciones pertenecen al Fideicomiso; su directorio es integrado por EFAM que lo preside y su objeto es el mismo de CasasUru. Esta sociedad es la encargada de desarrollar el Barrio Santa Isabel en Lagomar Sur (Canelones). Al 31/12/17 su patrimonio contable era de \$ 102.229.019

En cuanto a los resultados, se puede comprobar un cambio sustancial respecto a lo que venía ocurriendo hasta ahora. El incremento en los ingresos operativos y su reflejo en las utilidades, se explica casi en su totalidad en el reconocimiento de aumento de valor de las propiedades.

Riesgos Considerados

Riesgo jurídico, por incumplimiento de alguna disposición por parte del fiduciario o del administrador. El mismo se encuentra pormenorizadamente analizado y acotado en los contratos analizados. *Riesgo muy bajo.*

Riesgo administración, considerando la idoneidad para cumplir con la función de CasasUru S.A. y de EFAM, se considera que el riesgo de incumplimiento de la administradora y del fiduciario con las responsabilidades del proyecto está muy acotado. *Riesgo 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. El tiempo transcurrido sin que se hayan producido conflictos avala esta opinión. *Riesgo casi nulo.*

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

Riesgo por cambio de administrador, se encuentra también previsto en función de diversos resultados. *Riesgo bajo.*

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

En ocasión de la calificación original, se analizó la capacidad del activo subyacente de generar los recursos necesarios para cumplir con las obligaciones del Fideicomiso. En la actualización de octubre de 2016 y dadas las modificaciones en el plan de negocios, correspondió analizar los efectos de estas decisiones en la rentabilidad de la inversión y la tasa interna de retorno del proyecto. En la anterior actualización (noviembre de 2017) el Administrador presentó una nueva proyección financiera, la cual se vuelve a actualizar en oportunidad de esta actualización. Las sucesivas modificaciones de los flujos financieros y las TIRs van recogiendo las modificaciones que se van registrando en el modelo de negocios.

1. Bienes fideicomitados y aspectos descriptivos del proyecto

Según el contrato de Fideicomiso Financiero y el resumen recogido en el Prospecto de Emisión, el objeto principal del "Fideicomiso Financiero CASASURU de desarrollo de vivienda de interés social I" es el desarrollo de proyectos de vivienda de interés social y su comercialización.

En el momento de la emisión, las proyecciones se presentaban por un período igual a la duración de un ciclo de negocios, o sea 5 años. En la Asamblea celebrada en octubre del 2016 y conforme a las modificaciones mencionadas en los desarrollos inmobiliarios, el plazo se prorrogó tres años más.

El Fideicomiso tiene en cartera activa 5 proyectos. Cada uno de ellos presenta diferentes estadios de desarrollo. Algunos desarrollos ya han comenzado y se encuentran con importantes avances de obra y avanzada la comercialización de las unidades. Otros proyectos se encuentran en las primeras fases de construcción y otros en fase de anteproyecto. El cambio de rumbo en la localización de los desarrollos inmobiliarios, las exigencias de los organismos reguladores, así como los conflictos sindicales del sector, han dilatado los plazos del proyecto.

Como fuera advertido en las anteriores actualizaciones, el efecto en la demanda por las viviendas, aparece como la variable más relevante para el resultado del negocio. Esta dificultad advertida por CARE, es la principal amenaza del Proyecto. En este sentido, el Administrador ha tomado medidas en pro de mitigar dicha amenaza. Las medidas han sido: (a) la suspensión de los proyectos de Salto (segunda fase) y Las Piedras y (b) activar nuevos desarrollos inmobiliarios destinados a un público objetivo con ingresos mayores y una mayor resiliencia a situaciones macroeconómicas adversas (en especial Interlagos). A su vez, y como informa el Comité de Vigilancia, el Fideicomiso analiza la habilitación de nuevas modalidades de comercialización tales como alquiler con opción a compra y modalidad de descuento para ventas al por mayor, entre otras.

La flexibilización reciente en las condiciones en los otorgamientos de los créditos hipotecarios, está dando señales positivas al Fideicomiso. Las modificaciones en el modelo de negocio, intentan mitigar este escenario adverso descrito, en la medida que los proyectos involucran la construcción de viviendas a un público objetivo de mayor poder de compra y más apto para ser sujeto de créditos hipotecarios de la banca comercial.

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

La evaluación de la rentabilidad futura de la inversión y en especial de su TIR se compone de combinar escenarios adversos que inciden negativamente en el negocio y analizar el efecto que tendría el retorno del proyecto.

El Administrador presentó en esta oportunidad una nueva proyección de los flujos financieros a diciembre de 2017, sobre la base de la información real hasta el 15 de enero de 2018 y proyectando los meses y años siguientes sobre la base de los proyectos en marcha y a realizar. Esto supuso que la etapa II de Salto se iniciaría en febrero de 2019 y la etapa 3 en Junio de 2020. Los costos relativos al proyecto de Las Piedras fueron imputados al costo del Fideicomiso, considerándose la venta del terreno de Las Piedras en aproximadamente USD 1 millón a realizarse en junio del año 2021.

En el Cuadro 6 se presenta la última proyección del Flujo de Fondos del proyecto que recoge el estado de situación a diciembre de 2017 y proyecta el escenario más probable a juicio del Administrador, con supuestos en general compartibles.

Como era previsible la nueva Tasa Interna de Retorno muestra un nuevo ajuste a la baja pasando de 15 a 12% para la TIR consolidada del proyecto y del 12 al 10% para la TIR de los inversores de los CP de la serie A. A su vez, los desarrollos inmobiliarios evidencian retornos entre un 6% y 50%. La diferencia de retornos entre los desarrollos y el Fideicomiso se debe a que (a) los retornos de los desarrollos no tienen en cuenta los costos del Fideicomiso, (b) la inmovilización de los fondos por atrasos concomitantemente con el atraso del proceso de venta de las unidades, genera un impacto negativo en la TIR y (c) el manejo financiero cambiario produjo un perjuicio económico debido a las fluctuaciones del tipo de cambio.

De cumplirse estas previsiones y en tanto se alcance esa rentabilidad de la inversión, el guarismo igualmente sería razonable, aunque bastante menor al esperado en el prospecto original. En este sentido resulta clave el cumplimiento en tiempo y forma de los proyectos en ejecución y los aún no iniciados a los efectos de que no se siga deteriorando la rentabilidad esperada.

Cuadro 6 - FF Flujo proyectado								
REAL/PROYECTADO	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	TOTAL
COT UI	3,22	3,42	3,64	3,89	4,19	4,43	4,67	TOTAL
Ingresos por ventas	-	937	25.655	121.360	130.074	127.264	140.811	546.101
Costos de construcción	(388)	(28.255)	(35.045)	(69.500)	(92.020)	(106.604)	(45.855)	(377.667)
Cuotas Terrenos	(6.517)	(23.997)	(15.291)	(1.089)				(46.894)
Otros gastos (permisos)		(246)	(51)	(1.235)	(2.791)	(542)		(4.865)
Comisiones y costos venta			(223)	(2.746)	(3.624)	(4.108)	(3.679)	(14.380)
Costo del FF (incl. Las Piedras)	(4.279)	(8.854)	(8.426)	(6.840)	(6.840)	(6.840)	(6.840)	(48.919)
FF PRESUPUESTADO (MILES DE UI)	-11.184	-60.415	-33.381	39.950	24.799	9.170	84.437	53.376
FF ACUMULADO (MILES DE UI)	-11.184	-71.599	-104.980	-65.030	-40.231	-31.061	53.376	
TIR CONSOLIDADA	12%							
TIR CERT PART A	10%							
TIR CERT PART B	7%							

Fuente: Administrador

3. Sensibilizaciones

CARE realizó un análisis de sensibilidad del proyecto sobre la base de este último flujo con el objetivo de estudiar el efecto de la variable que más incidiría en el modelo de negocio, el timing de la venta. En este sentido se supuso un escenario "pesimista" en el que existen atrasos de 12 meses en las ventas en los diferentes desarrollos inmobiliarios, arrojando una TIR consolidada de 6%. También se calculó la TIR del proyecto para el caso de que los ingresos se redujeran en un 5%, y en ese caso la nueva TIR sería del 7%. En el hipotético caso de que se den ambas situaciones adversas al mismo tiempo (menor precio de venta y atraso de 12 meses), la TIR alcanzaría al 3,1%.

Como se mencionó anteriormente, el Administrador está en proceso de modificar el contrato para dotar al Fideicomiso de mayor flexibilidad y mayores instrumentos para concretar la comercialización de unidades.

4. Estimación del Costo de oportunidad del Capital

La forma de evaluar si una TIR es atractiva o no es compararla con el costo de oportunidad del capital, lo cual puede hacerse a través del cálculo del costo promedio ponderado del capital (WACC¹).

El punto fundamental para el cálculo del WACC, cuando no existe endeudamiento, es la estimación de la retribución de los fondos propios. Para esto se utilizó el modelo de valoración CAPM (Capital Asset Pricing Model) y, siguiendo a Damodaran² se adicionó a éste una prima que contempla el riesgo específico del mercado en el que se ejecuta el proyecto. En consecuencia para el cálculo del costo de los fondos propios se aplica la siguiente fórmula:

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

Donde:

E(ri): Tasa de retorno esperada del capital
 β_{im} : Riesgo sistemático propio respecto del riesgo de mercado³.
 rf: tasa libre de riesgo

¹ . Weighted Average Cost of Capital

² . A. Damodaran, "Estimating Equity Risk Premiums" Stern School of Business.

³ . Se consideraron los betas promedio de empresas de construcción de viviendas en mercados emergentes según A. Damodaram

E (Rm) – Rf: Prima de Riesgo país. Es el premio por riesgo específico al mercado que opera el proyecto.

Erp: Prima por riesgo específico a la compañía o proyecto evaluado

A los efectos de considerar la tasa libre de riesgo se consideran los rendimientos de los Treasury Bonds 10 Years de la Reserva Federal de los Estados Unidos, que en el momento actual se ubican en 2,43%, valor que ya refleja los incrementos de los últimos meses. Por su parte el riesgo país, medido a través del índice UBI de República AFAP, se consideró a un nivel de 123 puntos básicos. Y el parámetro “beta unlevered” de Damodaram, para la construcción de viviendas se ubica actualmente en 0,85.

En esta ocasión y a la luz de los valores referidos, se calculó la tasa de retorno esperada del capital para este tipo actividad la que se ubicaría en 4,71%. Este valor es sensiblemente inferior a la TIR esperada del inversor en CPs (10%), lo que nos indicaría que la tasa prevista para ellos es superior a la teórica. Si bien estas comparaciones no pueden tomarse en sentido estricto, constituyen una referencia que –entre otras- ayuda a conformar un juicio acerca del retorno proyectado de los CPs.

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

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 que el Fideicomiso está en proceso de modificar el contrato para dotar al Fideicomiso de mayor flexibilidad y mayores instrumentos para concretar la comercialización de unidades, se considera que existe un riesgo moderado y posible de ser controlado a tiempo. *Riesgo medio.*

Riesgo de descalce de monedas. Los ingresos y egresos más relevantes están previstos en la misma moneda, la UI. Estos se ajustan con índices que arbitran con los costos e ingresos del mercado. *Este riesgo por tanto es bajo.*

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, así como con el análisis de políticas públicas capaces de incidir directamente en el cumplimiento de los objetivos planteados. Este último aspecto, tiene que ver con disposiciones del gobierno en cualquier nivel de la Administración, que generen castigos o beneficios al proyecto. Incluyen por ejemplo, la política tributaria general, la particular del sector, la existencia de subsidios en el crédito de construcción, en el de compra de inmuebles, las disposiciones referidas al ordenamiento del territorio, etc.

En esta oportunidad CARE contó con la actualización de una encuesta contratada a Research Uruguay sobre las tendencias del mercado inmobiliario, así como también con una actualización a diciembre de 2017 del Informe Sectorial realizado para CARE. Las principales conclusiones de dichos informes fueron tenidos en cuenta en la realización de este análisis de entorno.

1. Mercado

El sector inmobiliario uruguayo presenta un stock de viviendas antiguo con necesidades de reciclajes, reparaciones y mejoras constructivas. Existen aproximadamente 1,2 millones de viviendas y casi un millón de hogares, lo que implica que aproximadamente 200 mil están vacías o son la segunda o la tercera vivienda del hogar (típicamente vivienda de balneario). Más del 60% del Stock de vivienda fue construido hace más de 40 años presentando características tipológicas y constructivas en vías de obsolescencia

Los drivers de la demanda de vivienda en general y en particular el segmento que involucra a los proyectos del Fideicomiso han experimentado una mejoría en lo que respecta a la demanda por inversión inmobiliaria y una leve mejoría en lo que respecta al consumo de servicios habitacionales o de vivienda.

El negocio inmobiliario tuvo un “ciclo de contracción” que se inició en el segundo semestre de 2014 y se extendió hasta la primera mitad de 2016. Durante el año 2017 y en lo que va de 2018 ya se nota una cierta recuperación del mercado y todo indica que se podría mantener en el corto plazo

Los activos inmobiliarios presentan dos características económicas marcadamente diferentes. Son bienes de uso, pero al mismo tiempo activos que conservan y aumentan el valor con el transcurso del tiempo. Según la literatura económica, los factores que más inciden en la demanda y en la formación del precio de los inmuebles, son el aumento de la población, el ingreso de los hogares, la tasa de interés real y el acceso a los créditos inmobiliarios.

En nuestro país el crecimiento de la población ha sido prácticamente nulo en los últimos 50 años y se espera que no tenga mayores variaciones en los próximos, por lo que los elementos que definirán la demanda por viviendas en el mediano plazo serán la tasa de interés real, el ingreso de los hogares y el monto de créditos. Teniendo en cuenta el esperado comportamiento de estos indicadores en el corto plazo, cabría esperar una cierta mejora para la

inversión inmobiliaria respecto de los últimos años.

Otros drivers propios de nuestro país y que seguramente tendrán incidencia positiva en el comportamiento futuro de la demanda inmobiliaria son la fragmentación de los hogares (disminución de los integrantes del hogar, mayor esperanza de vida, menor tasa de matrimonios, menos hijos), la obsolescencia del stock de viviendas y los cambios en el paradigma en lo que refiere al mercado de la vivienda (menor escala, mayor confort, etc.).

En lo que respecta a la fragmentación de los hogares, Uruguay presenta la mayor proporción de hogares unipersonales de América Latina, evidenciando valores comparables con ciudades europeas. Esta tendencia se está acentuando año tras año; mientras que en 1996 el 17% de los hogares eran unipersonales, en 2011 esta cifra alcanza valores cercanos al 24%.

El mercado demanda tipologías constructivas cada vez más reducidas y en la franja costera el tamaño de los hogares se acerca a una relación de dos habitantes por vivienda. De cada tres nuevos hogares, dos son unipersonales. Asimismo, el 72% de la demanda se concentra en unidades menores de tres dormitorios.

(i) Mercado para la compra de viviendas

El inmueble es un bien de uso y una reserva de valor al mismo tiempo. La demanda inmobiliaria se puede descomponer en un mercado de uso para vivienda y en un mercado de inversión.

Las variables económicas de mayor incidencia en la demanda por uso, son el ingreso de los hogares y la disponibilidad del crédito hipotecario. En el siguiente capítulo se describirá el comportamiento de estas variables en detalle.

El ingreso de los hogares ha venido creciendo en los últimos 10 años. Esta mejora, ha repercutido en un mayor número de demandantes de viviendas concomitantemente con el incremento del precio medio del metro cuadrado.

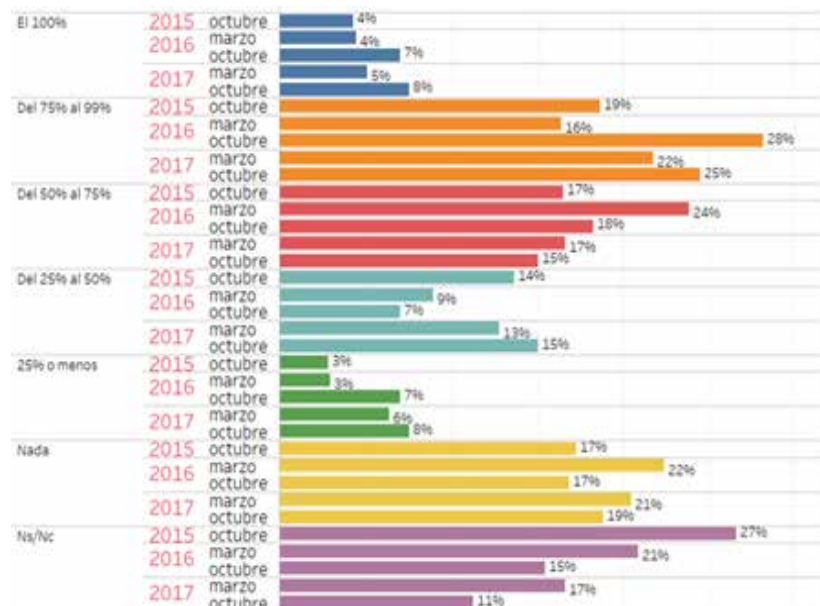
Las expectativas de evolución de la tasa de interés, del ingreso medio de los hogares y del acceso al crédito hipotecario presentan perspectivas más favorables (que en la actualización anterior) para el negocio inmobiliario en Uruguay. Este cambio de expectativas se fundamenta sobre la base de que se ha disipado el conjunto de incertidumbres que atravesaban las políticas macro monetarias globales y regionales así como los procesos políticos/económicos en Brasil y Argentina.

A su vez, la apreciación de las monedas locales respecto al dólar experimentada en la región en general, y en Uruguay en particular, ha permitido a los desarrolladores inmobiliarios defender el precio de venta de las viviendas (expresados en dólares). Al mercado lo ha dinamizado el sector inversor más que el consumidor de vivienda.

La demanda por compra de vivienda para consumo depende en gran medida del **acceso al crédito hipotecario**. Esto se fundamenta en que las personas y familias necesitarían financiamiento por aproximadamente el 50% del valor de la misma. Esto se infiere de la encuesta realizada por Research International a solicitud de CARE, que investigó los aspectos salientes de la demanda de vivienda por motivo "inversión" y por motivo "consumo" (alquiler y/o compra) en Montevideo y el suroeste del departamento de Canelones.

Gráfica 4. Necesidad de financiamiento

Qué porción piensa que será financiado?



Pregunta: ¿Qué porcentaje, del valor de la casa o apartamento que quiere comprar, piensa que va a ser financiado?
Fuente: CARE en base a información de RIU.

Si bien la predisposición del sistema financiero ha evolucionado favorablemente en el correr de 2017, aún no es posible inferir que haya tenido efecto. El dato positivo más relevante, es la reducción de tasas de interés de créditos hipotecarios. Por otro lado, la desmejora del mercado laboral y las perspectivas poco claras de evolución de este mercado en el mediano plazo, redundan en que un importante contingente de potenciales demandantes de vivienda, no cumpla con los requisitos del análisis para acceder a los créditos hipotecarios.

El crédito hipotecario de largo plazo se presenta en la actualidad como el cuello de botella del acceso a la vivienda. Según información del Banco Central del Uruguay (BCU), actualmente el crédito hipotecario a las familias (stock) se ubica en el entorno de los 2.500 millones de dólares y las operaciones nuevas se sitúan unas 2.000 por año y por aproximadamente 300 millones de dólares anuales. Esta cifra es reducida en términos de las necesidades crediticias de las personas y familias investigadas en la encuesta de Research International Uruguay. A su vez, los bancos no podrán incrementar en gran escala los créditos de largo plazo debido a que tendrían un problema de descalce de plazos entre sus operaciones activas y pasivas. Los Fondos de Pensión aparecen como los financiadores ideales de este tipo de operación crediticia.

Gráfica 5. Stock de Crédito con destino a Vivienda y valor de las operaciones nuevas (millones de dólares).



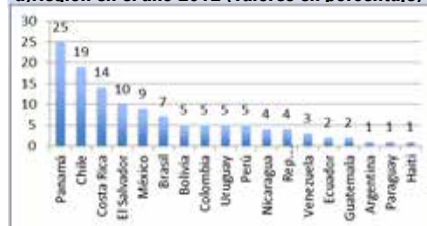
Fuente: Informe Sectorial CARE, en base a datos del BCU

El coeficiente crédito hipotecario/PBI es reducido en relación a la región. Si bien se encuentra en una fase de crecimiento, se sitúa por debajo de los valores de la década del noventa y es exiguo para satisfacer la demanda potencial de vivienda.

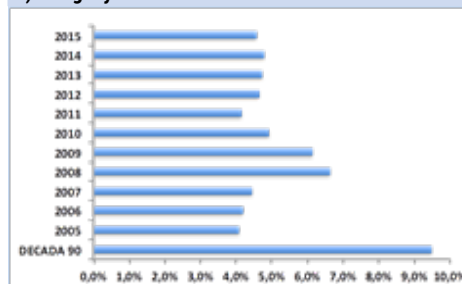
Mientras que en los países desarrollados el crédito hipotecario ha superado el 80% del PBI, en Latinoamérica dicho indicador se ha mantenido por debajo del 10%, con excepción de Chile y México. La gran volatilidad macroeconómica, combinada con episodios de alta inflación o hiperinflación, que ha experimentado la región en el pasado, han repercutido negativamente en el crédito hipotecario, ya que el mismo se concentra en operaciones de largo plazo.

Gr. 6 Crédito inmobiliario con destino a la vivienda en relación al PBI

a) Región en el año 2012 (valores en porcentaje)



b) Uruguay Evolución



Fuente: Informe Sectorial CARE en base MVOTMA y Banco Central del Uruguay

(ii) Mercado de los alquileres.

Las dificultades de acceso al crédito descritas en el punto anterior generan dificultades para la compra de vivienda y presiona sobre el mercado de los alquileres.

Para el caso de Uruguay en particular, el acceso a la vivienda parece ser más dificultoso en términos comparativos con otros países de la región, ya que el 40% de los hogares no es habitado por sus propietarios. En los últimos 30 años se ha evidenciado un crecimiento de los asentamientos informales a nivel nacional y en particular en la capital del país.

Cuadro. 7 Viviendas ocupadas por sus propietarios (%)

País	Valor
Argentina	67%
Brasil	69%
Chile	69%
Colombia	50%
Uruguay	59%

Fte: Inf. Sectorial CARE en base a (Housing Information Network)

Por otra parte, el mercado de alquileres en Montevideo se concentra sobre la zona central del departamento, donde se ubica la mayor parte de los nuevos emprendimientos inmobiliarios.

Proporción de hogares inquilinos según distribución geográfica. Montevideo



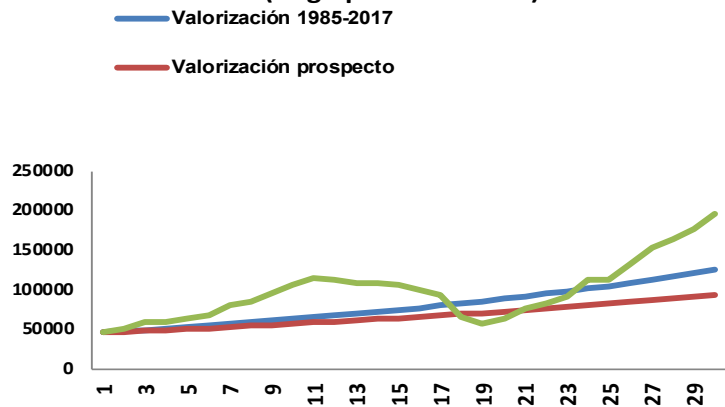
(iii) Sobre el precio de largo plazo de los activos inmobiliarios.

Corresponde ahora analizar la evolución del valor de los inmuebles. A continuación se presentan dos diferentes metodologías teóricas que tienen por objeto estimar la evolución futura de los precios de los inmuebles.

- (a) En moneda constante doméstica, el precio de los inmuebles (en promedio) tiende a crecer en el largo plazo una cifra similar a lo que creció la economía en promedio menos una depreciación teórica. Como generalmente las transacciones de los inmuebles se expresan en dólares, a este factor hay que sumarle la pérdida del valor del dólar promedio anual y restarle una depreciación por uso. A su vez, se podría suponer una tasa de depreciación de 2% si asumimos una vida útil del inmueble de 50 años.
- (b) Otra alternativa de razonamiento sería observar la evolución del ICC (índice del costo de la construcción) en dólares corrientes restándole la tasa de depreciación antes mencionada para el mismo período (1985-2015). Este índice captura la evolución del costo de reposición del inmueble en cuestión.

Los resultados de la aplicación de estos modelos teóricos muestran que considerando la opción (a) la tasa del aumento del valor en dólares sería del 3,5%, mientras que en la opción (b) sería del 4,7% promedio anual.

Gr. 7 Simulación de la valorización del stock de vivienda (largo plazo - 30 años)



Fte. CARE

En resumen

El mercado inmobiliario muestra una mejoría significativa en relación a las anteriores actualizaciones a pesar de que se mantienen algunas restricciones que derivan en una situación, que si bien es más favorable para el negocio, aún dista un poco de lo que fuera al momento de la calificación original.

La debilidad del dólar estaría contribuyendo a dinamizar la concreción de transacciones, pero ello aún no afectaría los precios al existir una importante oferta por parte de los desarrolladores.

En definitiva el riesgo se encuentra acotado. Por lo que se considera medio bajo.

2. Las políticas públicas

La política de vivienda generada a partir del 2005 ha recogido amplio consenso favorable en todos los sectores políticos. Dicha política crea una nueva institucionalidad e incentivos económicos que alientan la inversión sectorial. Estos incentivos atienden tanto la oferta de viviendas de forma muy eficiente e incentivos que atienden la demanda. Destaca la Ley 18.795 de acceso a la Vivienda de Interés Social, en tanto es el pilar fundamental de la política diseñada.

El consenso favorable a nivel político se evidenció ante una coyuntura de crecimiento económico, caída del desempleo y aumento del salario real. Este consenso político podría variar ante coyunturas de signo contrario.

Ha trascendido la posibilidad de proponer algún tipo de regulación sobre el mercado de alquileres. Por el momento estos trascendidos no parecen tener sustento, pero de concretarse probablemente tendrían un efecto negativo sobre este tipo de proyectos.

3. Conclusiones sobre el entorno

En lo que respecta a las políticas públicas, por el momento, más allá de lo que se mencionó líneas arriba, no se evidencian signos de intervenciones negativas.

El riesgo mercado *se encuentra acotado, en particular en la consideración, y por la extensión de plazos que permitirían contar con más chances de éxito, de registrarse contratiempos tanto en el sector como en la economía en su conjunto. Las disposiciones de gobierno corporativo, con una adecuada composición en los miembros de sus diferentes instancias de decisión, contribuyen en el mismo sentido. Riesgo bajo.*

El riesgo de políticas públicas. *Se encuentra acotado. No obstante lo anterior, existe un riesgo asociado a intervenciones negativas para la inversión en lo que refiere a las políticas públicas, por ejemplo en la regulación de los alquileres. Esto se debe a que el público objetivo consumidor de las inversiones del Fideicomiso es vulnerable a las crisis macroeconómicas y no habría que descartar intervenciones que afecten la rentabilidad futura de este modelo de negocios. Riesgo medio.*

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 la administradora, 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 Certificados de Participación de la Serie A recogen la calificación BBB- (uy)⁴ de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.

Comité de Calificación



Ing. Julio Prieto



Sr. Martín Durán Martínez



Ing. Adrián Tamber

⁴. 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. El signo - que acompaña a la nota indica que la calificación se acerca más a la categoría inferior de acuerdo al puntaje. **Grado de inversión mínimo.**