

CARE

CALIFICADORA DE RIESGO

**ACTUALIZACIÓN DE
CALIFICACIÓN DE RIESGO DE
CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN
EN EL DOMINIO FIDUCIARIO
DEL FIDEICOMISO FINANCIERO
FONDO COMPASS
DESARROLLO INMOBILIARIO I**

Montevideo, abril de 2018

4	RESUMEN GENERAL
5	I INTRODUCCIÓN
10	II EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION
12	III LA ADMINISTRACION
17	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
21	V EL ENTORNO
28	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

**ACTUALIZACIÓN DE CALIFICACIÓN DE RIESGO C.P.
" FF FONDO COMPASS DESARROLLO INMOBILIARIO I"
16- de abril-2018**

Plazo:	7 años
Monto de Emisión:	\$ 2.100.000.000
Fecha de Emisión	en agosto de 2014.
Emisor y Fiduciario:	República AFISA Administrador: Compass Group Uruguay Investment Advisors
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
Entidad Representante y Registrante:	BEVSA
Administración y pago:	República AFISA
Vigencia de la actualización:	hasta el 30 de noviembre de 2018.
Comité de Calificación:	Ing. Julio Preve, Cr. Martín Durán e Ing. Agr. Adrián Tamber
Calificación de riesgo:	BBB- (uy)
Manual utilizado:	Manual Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros

Resumen General

CARE ha actualizado la calificación de los certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero “Fondo Compass Desarrollo Inmobiliario 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 aprecia en el informe jurídico adjunto a la calificación original¹.
- Un negocio que desde el punto de vista económico-financiero para el inversor soporta los stresses ajenos al mismo a los que razonablemente la emisora y la calificadora han sometido el proyecto.
- Un negocio que continúa ofreciendo bajo ciertos supuestos una rentabilidad satisfactoria para el inversor, tal como para múltiples circunstancias fuera analizado por CARE en el momento de la calificación y que hasta el momento continúan vigentes. No obstante y como se señalara en la actualización anterior, existen una serie de factores que reducen los retornos esperados de la mayoría de los proyectos, en general por la extensión de los plazos.
- De modo especial se evaluó oportunamente la capacidad de gestión de la empresa administradora del proyecto, Compass Group Uruguay. La empresa continúa demostrando capacidad de llevar adelante el proyecto. Si bien han aparecido ciertas dificultades en la ejecución del plan de negocios que afectan negativamente la TIR esperada, los mismos se están empezando a mitigar.
- El segmento socioeconómico elegido para los proyectos en cartera presenta una demanda no satisfecha. Según se destaca en el informe sectorial que dispone CARE, tanto las tipologías elegidas como los métodos constructivos, son adecuados. Para complementar dicho informe, y con el fin de caracterizar y dimensionar el mercado objetivo, CARE mantiene contratados los servicios de Research International Uruguay, empresa que provee una encuesta continua sobre el mercado inmobiliario actual. La información disponible a la fecha continúa ratificando lo antedicho.
- Según el último informe del Administrador, confirmado por el Comité de Vigilancia, en los últimos meses se han logrado avances importantes en los proyectos que registraban los mayores atrasos. En términos generales el avance de los proyectos se adecúa razonablemente a lo establecido en el Prospecto de Emisión.
- Resulta clave en este sentido 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. Especial atención deberán recibir aquellos proyectos de gran magnitud que mayor incidencia tienen en los ingresos esperados (Distrito M y la Caleta).

- La TIR global para todos los proyectos (estimadas por el Administrador) es de 17,8%, inferior a la proyectada en las planillas adjuntas al Prospecto de Emisión, consecuencia de un menor ritmo de ventas, y una devaluación e inflación menor a la proyectada.
- 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 persiste en el mercado laboral, en la disponibilidad de crédito y en la evolución de las tasas de interés del crédito hipotecario. Esto hace 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 los certificados de participación en el dominio fiduciario del fideicomiso financiero denominado "Fideicomiso Financiero Fondo Compass Desarrollo Inmobiliario I".

La calificación de riesgo y sus respectivas actualizaciones, suponen 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 actualización 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 siguientes 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 depende estrictamente del alcance de las TIR calculadas en el proyecto ni de los costos de oportunidad del capital de los inversores porque es diferente en cada caso. En definitiva, la nota seguirá entre otros criterios el cumplimiento del proyecto y el alcance de una rentabilidad mínima que se juzgue aceptable en ocasión de cada recalificación.

CARE Calificadora de Riesgo es una calificadora con registros y manuales aprobados por el Banco Central del Uruguay a partir del 3 de abril de 1998. Califica conforme a su metodología oportunamente aprobada por dicha autoridad, seleccionando los profesionales necesarios para integrar en cada caso el comité de calificación, el que juzga en función de sus manuales. Estos, su código de ética, registros y antecedentes se encuentran disponibles en el sitio web: **www.care.com.uy** así como en el del regulador: **www.bcu.gub.uy**. El comité de calificación estuvo integrado en este caso por el Cr. Martín Durán Martínez, el Ing. Julio Preve y el Ing. Agr. Adrián Tambler.

¹. (Ver www.care.com.uy)

La vigencia de esta actualización de la calificación es hasta el 30 de noviembre de 2018. No obstante la misma puede variar ante la aparición de hechos relevantes.

2. Hechos salientes del período e información analizada

Hechos salientes del período

- El Administrador hizo llegar a CARE la nueva estructura de gobernanza del Fideicomiso. Fue necesaria la modificación del contrato del Fideicomiso, el cual ya cuenta con la aprobación por parte del BCU. Dentro de las principales acciones ya implementadas en su mayor parte bajo el nuevo esquema de gobierno corporativo se destacan las siguientes:
 - o **A nivel de contrataciones:** la salida del gerente de proyectos, la incorporación de un arquitecto con experiencia local y la incorporación de un auditor de obra para dar soporte al comité de vigilancia.
 - o **A nivel operativo para incorporar nuevos inmuebles :** necesidad de contar con una tasación, contar con la aprobación previa del Comité de Vigilancia, un nuevo procedimiento de contratación de empresas constructoras, obtener el visto bueno del CV y del fideicomiso para cada contratación mayor a 500.000 dólares, utilizar estudios de renombre para servicios notariales y legales
 - o **Otras modificaciones:** extensión de un año adicional al período de inversiones (se extiende a 8 años) e informar de todas las contrataciones de proyectos en las rendiciones trimestrales.
- Se puso en funcionamiento la nueva estructura Comercial y Marketing, la cual comenzó a operar en el mes de setiembre de 2017. El equipo se encuentra integrado por un gerente comercial (Gustavo Bonfiglio), 2 vendedores (Leonard Deniz y Eder Canabal) y 1 administrativo (Vanessa Juarez). Este equipo comercial trabaja junto con el Administrador y los terceros desarrolladores en la definición de las estrategias de comercialización de los proyectos. Desde el inicio de las operaciones de la estructura comercial propia se realizaron 76 ventas de las cuales 49 fueron realizadas directamente por el equipo y el resto a través de inmobiliarias.
- Se modificaron los documentos de reservas de unidades buscando acelerar los tiempos de ventas, introduciendo una “oferta de compra” que firma el cliente (dejando una seña) previo al proceso de lavado de activos. En la misma búsqueda de acelerar el proceso de ventas, se incorporó un recurso de back office a la estructura comercial que pueda hacer seguimiento a los procesos involucrados (cliente, lavado Compass, lavado Rafisa, escribanos, Rafisa).
- Los proyectos activos son 5: “Distrito M”, “Escollera”, “Julio Cesar II”, “Torre Centra” y “Chaná”, los que totalizan 511 unidades a la venta. El Administrador informa que a marzo de 2018 se cuenta con 174 unidades reservadas (34%).
- Los proyectos adquiridos pero aún sin empezar son 4: “La Caleta”, “Tres Cruces”, “Benito Blanco” y “Blue Sky C” (recientemente dado de baja).

- Próximamente se lanzarán 120 unidades del proyecto “La Caleta”, llegando a 627 unidades comercializables por el Fondo.
- A continuación, se describen las características salientes de cada uno de ellos a la fecha de esta actualización:

Cuadro 1: Proyectos adquiridos					
Proyecto	Ubicación	Segmento	ANV	Avance de Obra (%)	
				Económico	Físico
Escollera	Montevideo	Medio	SI	74,8%	66,0%
La Caleta	Canelones	Medio-Alta	NO	**	**
Distrito M	Montevideo	Medio	SI	22,1%	8,2%
Julio César II	Montevideo	Medio	NO	100,0%	100,0%
Tres Cruces	Montevideo	Medio-Baja	SI	**	**
Blue Sky C	Canelones	Medio	NO	**	**
Torre Centra	Montevideo	Medio	SI	**	**
Benito Blanco	Montevideo	Medio	NO	**	**
Chaná	Montevideo	Medio	SI	100,0%	100,0%

*Proyectada por el Administrador

** Obras aún no comenzadas

Fuente: CARE en base a información del Administrador.

- Como puede apreciarse en el cuadro anterior, la mayoría de los proyectos adquiridos tienen como destino la producción de Vivienda de Interés Social (VIS) y están situados en los departamentos de Montevideo y Canelones. La distribución de proyectos es consistente con las proyecciones asumidas en los supuestos con los que se confeccionó el flujo de fondos proyectado presentado en las planillas anexas al Prospecto de Emisión. No obstante, los plazos son mayores y los retornos son inferiores a los proyectados.
- El paquete de documentos a suscribir con el estudio TEGS (rescisión acuerdo original, acuerdo de remuneración, acuerdo por unidades de Julio Cesar, contrato de dirección de obra Torre Centra, contrato de desarrollo) se encuentra en etapas finales. Posteriormente deberán ser aprobados los que correspondan por el Fiduciario y el CV para luego entrar en el BCU.
- El comité de inversiones aprobó el acuerdo por las 4 unidades que sufrieron la demolición parcial del proyecto “Julio Cesar”. Una de las unidades se encuentra en proceso de comercialización por lo que el acuerdo será por 3 unidades, “restando” las condiciones comerciales de la unidad comercializada.
- En busca de dinamizar las ventas de “Julio Cesar” y “Escollera”, se cambió la estrategia de precios.
- Se realizó el lanzamiento comercial de “Torre Centra” (ex VIX) llegando un 39% de unidades reservadas previo al lanzamiento de la obra. El permiso de construcción fue obtenido en febrero de 2018 y el inicio de obras sería a mediados de abril.
- El Proyecto, “Distrito M”, ya registra un 22% de avance económico² acumulado de obra; se ha vendido el 19% de los apartamentos y se reservaron un 12%.

² Incluye acopio de contrato

- El Proyecto “Escollera” registra un avance de obra acumulado del 74.8%. La comercialización de este proyecto se vio enlentecida por la existencia de discrepancias entre los planos de catastro y de la Intendencia Municipal de Montevideo (IMM). A la fecha (marzo 2018) se ha vendido el 4% y reservado el 11%.
- En Noviembre 2017 se finalizaron los trabajos de construcción del Proyecto “Julio Cesar II” y se entregaron las primeras unidades. Se aprobó el acuerdo de resarcimiento al fondo por las unidades que sufrieron la demolición parcial. El proyecto participará del evento Move Montevideo III buscando dinamizar las ventas.
- En el caso del proyecto “La Caleta” las negociaciones con el desarrollador se encuentran muy avanzadas. En febrero se recibió la oferta final, que será sometida a aprobación del comité de inversiones junto con el plan de negocios del proyecto. En Diciembre de 2017 se presentó el proyecto ante la COMAP para contar con las exoneraciones fiscales de proyectos de gran dimensión económica y en esa misma fecha se ingresó el permiso de construcción por las primeras 2 torres. Una vez realizada la demolición se aprobará el reparcelamiento y permiso de construcción. Se realizó un desayuno de pre lanzamiento con potenciales compradores inversores, buscando completar el primer escalón de precios del proyecto.
- Se decidió dar de baja el proyecto “Blue Sky C”.
- Del proyecto “Tres Cruces”, se obtuvo la aprobación municipal para desarrollar 38 unidades. Resta definir el monto por mayor aprovechamiento.
- Como han ocurrido algunas dificultades en el proceso de licitación del proyecto “Benito Blanco”, se ha resuelto el replanteo de este emprendimiento.
- Respecto al proyecto “Chana”, se comercializaron el 80% de las unidades construidas (12 en 15). La etapa de construcción del proyecto se encuentra culminada.

Información analizada

La información analizada en esta oportunidad fue la siguiente:

- Informe del Administrador a marzo de 2018
- Entrevista al Comité de Vigilancia.
- Entrevista con el Administrador.
- Estados Contables auditados del Fiduciario al 31 de diciembre 2017.
- Estados Contables auditados del Fideicomiso al 31 de diciembre de 2017.
- Versión preliminar de los EE.CC de CGU al 31/12/17

II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

Se ofrecieron en oferta pública certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero Fondo Compass Desarrollo Inmobiliario I, creado por contrato correspondiente de fideicomiso financiero. Este contrato, los certificados y los demás contratos citados fueron analizados en la Calificación original.

1. Descripción general

Denominación: Fideicomiso Financiero Fondo Compass Desarrollo Inmobiliario.

Fiduciario: República Administradora de Fondos de Inversión (en adelante República AFISA).

Administrador: Compass Group Uruguay Investment Advisors

Entidad

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

Títulos a

emitirse: Certificados de participación.

Activos del

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

Moneda: Pesos uruguayos

Importe de

la Emisión: \$ 2.100.000.000 (pesos uruguayos dos mil cien millones) con integración diferida según contrato de fideicomiso en cláusula 10.1.

Distribuciones: Anualmente según Resultados Acumulados Realizados según procedimiento establecido.

Calificación

de Riesgo: BBB- (uy)

2. El análisis jurídico

El análisis jurídico agregado en el Anexo I de la calificación original y de la actualización de abril de 2014, descartaron cualquier eventualidad de conflictos derivados por ejemplo de la construcción jurídica, los contratos respectivos, el cumplimiento con normas vigentes, etc. (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. *El riesgo es bajo.*

III. LA ADMINISTRACIÓN

Las características de la emisión hacen necesario analizar dos empresas administradoras: REPUBLICA AFISA S.A. ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN en su condición de emisora y fiduciaria del fideicomiso financiero, y COMPASS GROUP URUGUAY en su capacidad de gestionar el proyecto. Ambas componen el contrato de fideicomiso financiero.

1. La Fiduciaria

La empresa administradora o fiduciaria es República Administradora de Fondos de Inversión S.A. (República AFISA)

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 de fideicomiso. Integra este análisis el ajuste de República AFISA a las disposiciones jurídicas vigentes.

REPÚBLICA AFISA es una Sociedad Administradora de Fondos de Inversión, facultada a actuar como Fiduciario Financiero profesional e inscrita como tal en el Registro de Entidades y Valores del Banco Central del Uruguay con fecha 02/08/2004. Su objeto exclusivo es la administración de fondos de inversión de conformidad con la Ley 16.774, sus modificativas y complementarias, y se encuentra expresamente facultada para actuar como fiduciaria en fideicomisos financieros según lo dispuesto por el art. 26 de la Ley 17.703 de octubre de 2003.

Según EE.CC al cierre del 31/12/2017 la firma alcanza un patrimonio de miles de \$ 555.505, prácticamente igual que el año anterior. La liquidez, medida como la razón corriente (activo corriente/pasivo corriente) mantiene guarismos muy altos, en este caso es 4,31. Un resumen del estado de situación patrimonial y su comparativo con los dos ejercicios anteriores se expone en el cuadro siguiente.

Cuadro 2: Estado de Situación Patrimonial (miles de \$)			
Concepto	31-Dec-17	31-Dec-16	31-Dec-15
Activo	637.392	636.880	714.204
Activo Corriente	249.236	219.778	457.830
Activo no Corriente	388.155	417.102	256.374
Pasivo	81.887	78.969	96.271
Pasivo Corriente	57.829	58.536	87.650
Pasivo no Corriente	24.058	20.433	8.621
Patrimonio	555.505	557.910	617.932
Pasivo y Patrimonio	637.392	636.880	714.204
Razón Corriente	4,31	3,75	5,22

Fuente: EE.CC RAFISA

En lo que tiene que ver con el estado de resultados, la firma muestra una disminución en su facturación del orden del 12 % respecto al ejercicio anterior. Esto se traduce en una caída de los resultados por el periodo mencionado ya que los gastos de administración y ventas se mantienen relativamente constantes. En el cuadro siguiente se exponen resumida y comparativamente los resultados parciales obtenidos a diciembre de 2017 y su comparativo con los dos ejercicios anteriores.

Cuadro 3: Estado de Resultados (miles de \$)			
Concepto	31-Dec-17	31-Dec-16	31-Dec-15
Ingresos Operativos	270.590	307.513	321.020
Gastos de Adm y Ventas	(225.274)	(217.054)	(206.613)
Resultado Operativo	45.316	90.458	114.408
Resultados Diversos	622	84	41
Resultados Financieros	17.636	29.802	84.555
IRAE	(16.323)	(31.299)	(49.938)
Resultados del Ejercicio	47.251	89.044	149.066

Fuente: EE.CC RAFISA

En definitiva y pese a la caída en los resultados, la firma sigue mostrando niveles de solvencia y liquidez muy sólidos.

Al 31 de diciembre de 2017, RAFISA mantenía la administración de una importante cantidad de fideicomisos en diversas áreas y de distinto tipo lo que garantiza su idoneidad para la función.

2. Compass Group Uruguay

El operador es Compass Group Uruguay Investment Advisors S.A (en adelante CGU); se trata de una sociedad anónima cerrada con acciones nominativas constituida en 2006 con el nombre de Dulbren S.A, que se dedica básicamente a desarrollar actividades inmobiliarias realizadas por retribución o contrato. Por acta de Asamblea Extraordinaria de Accionistas de fecha 16 de marzo de 2012 se resolvió reformar el Artículo 1 del Estatuto pasando a tener la actual denominación. En consecuencia, al referirnos al operador lo hacemos a CGU.

De acuerdo a la cláusula 13.4 del Contrato de Fideicomiso Financiero, el Administrador declara que la totalidad de las acciones emitidas y en circulación de Dulbren SA (ahora CGU) son propiedad de Compass Group Holding SA y se encuentran (y encontrarán) depositadas en una institución de intermediación financiera local o estudio jurídico local de primer nivel (El Custodio). El depositario elegido fue el estudio Guyer & Regules constituyéndose así en El Custodio.

Por lo tanto, interesa evaluar la capacidad de Compass Group. Así se hizo en oportunidad de la calificación original y sucesivas actualizaciones habiéndose llegado a la conclusión que desde el punto de vista de la idoneidad y solvencia la firma está capacitada para administrar este fideicomiso. En anteriores informes se daba cuenta de las diversas dificultades que ha tenido el administrador en la implementación del plan de negocio, no obstante, las mismas se han ido superando. En parte se debe a la nueva estructura organizacional y de la que se da cuenta con mayor detalle en otra sección de este informe.

En lo que respecta a su situación económica financiera, se contó con una versión preliminar de los EE.CC al 31/12/17. La firma sigue mostrando una condición que no permite prever dificultades en tal sentido; por otra parte se recuerda que cuenta con el respaldo del grupo a nivel internacional. Los resultados han sido positivos desde su constitución. CGU viene cumpliendo con su compromiso de integración de los CP's suscriptos.

3. El Fideicomiso

El 23 de setiembre de 2014, los inversores suscribieron certificados de participación por un monto total de \$ 2.100 millones (máxima emisión autorizada) de los cuales integraron \$ 420 millones, emitidos dos días después por la fiduciaria, esto es, el 20% del total tal cual se preveía en el programa de emisión. De acuerdo al cronograma de integración, 180 días corridos del cierre del período de suscripción se debía integrar el 15%, es decir \$ 315 millones, cosa que ocurrió el 23 de marzo de 2015. La totalidad de los CP's suscriptos debía cumplirse en sucesivas integraciones de 15%, 15% y 35% a los 360 días, 540 y 720 del cierre del período de suscripción respectivamente. Esto sin perjuicio de la modificación acordada en Asamblea del 2/9/15 en que se facultó al Administrador a anticipar o atrasar dicho cronograma por razones fundadas. Precisamente, haciendo uso de la facultad concedida, el Administrador resolvió atrasar, en sucesivas resoluciones las tres últimas integraciones.

Hasta el presente, incluyendo la última emisión e integración de CP's verificada el pasado 9/3/18 se llevan emitidos e integrados CP's por un total acumulado de \$ 1.260 millones, equivalente al 60 % del total suscripto.

Situación económica financiera

En los EE.CC del Fideicomiso al 31/12/17 se da cuenta de su participación en ocho entidades estructuradas, sociedades anónimas a través de las cuales se llevan adelante los distintos proyectos. Se consideran, contablemente como entidades subsidiarias no consolidadas.

Dado que el Fideicomiso cumple con las condiciones de entidades de inversión, las participaciones en subsidiarias no se consolidan, según la excepción prevista en la NIIF 10, y en su lugar se presentan al valor razonable con cambio de resultados (Nota 3.3.c a los EE.CC)

En cuanto a la nómina de las sociedades no hay modificaciones respecto al informe anterior, en consecuencia siguen siendo:

- a. Maramax SA (proyecto La Caleta)
- b. Demiluz SA (proyecto Benito Blanco)
- c. Baulan S.A (proyecto Av. Italia, Malvín)
- d. Dinegan S.A (proyecto Escollera en Ciudad Vieja)
- e. Taberinos SA (proyecto Torre VIX- ACSA II)
- f. Conceptor SA (proyecto Tres Cruces)
- g. Verdiplan SA (proyecto Sky Blue C)
- h. Framilux SA (proyecto Julio César II)

Sobre finales de 2016 se incorporó un noveno proyecto denominado Chaná.

El estado de desarrollo de cada uno ha sido explicitado en otra sección de este informe; corresponde decir que el criterio contable seguido en su registro es el de valor razonable determinado por un perito independiente o, en caso de estar en construcción y no ser posible o confiable la determinación de su valor razonable de mercado se contabiliza por su costo de adquisición y de construcción. En general es el caso de la mayoría de los proyectos mencionados.

Lo anterior origina que el fideicomiso tenga activos de disponibilidad restringida en virtud de las reservas que se constituyen, calculada como el 5 % del patrimonio neto ajustado al cierre del ejercicio anterior.

Asimismo, el Fideicomiso ha constituido una reserva de construcción por cada proyecto en desarrollo; esta se compone del costo total de construcción, deducidas las inversiones ya realizadas más los créditos a cobrar por preventas. Dicha reserva podrá estar compuesta por fondos líquidos, instrumentos financieros e integraciones pendientes de ser realizadas por los titulares de los certificados de participación.

En los cuadros siguientes se exponen en forma resumida las principales partidas de los estados de situación patrimonial y de resultados del fideicomiso al 31 de diciembre de 2017.

Cuadro 4: Estado de Situación del fideicomiso (miles de \$)			
Concepto	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015
Activo	1.122.032	758.924	793.565
Activo Corriente	217.695	122.571	518.587
Activo no Corriente	904.337	636.353	274.978
Pasivo	7.611	5.062	19.220
Pasivo Corriente	6.894	5.062	19.221
Pasivo no Corriente	717	-	-
Patrimonio	1.114.422	753.862	774.344
Total Pasivo y Patrimonio	1.122.032	758.924	793.565
Razón Corriente	31,58	24,21	26,98

Fuente: EE.CC fideicomiso

El activo corriente está compuesto básicamente por efectivo e inversiones financieras temporales, mientras que el activo no corriente lo constituye fundamentalmente las inversiones inmobiliarias realizadas a través de las entidades estructuradas mencionadas; estas se componen de inmuebles adquiridos así como el avance de obra en los mismos. Se recuerda que en fecha posterior al cierre (9/3/18) se realizó una nueva emisión por \$ 105 millones.

El patrimonio contable al 31/12/17, según cotización de cierre (28,807), asciende a u\$s 38.7 millones. En moneda nacional, el patrimonio contable es consistente con las emisiones realizadas y los resultados obtenidos hasta ahora.

Cuadro 5: Resultados del fideicomiso (miles \$)			
Concepto	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015
Cambios de valor en inversiones inmob.	2.867	42.066	65.405
Ingresos por cesión contratos compra vta.	3.547		
Costos directos por inv. en inmuebles	(740)		
Cambios valor en subsidiarias no consol.	(2.823)		
Resultados inversiones financieras	842	2.581	14.435
Ingresos varios	24		
Resultados Operativos	3.719	44.648	79.842
Gastos de Administración	(58.586)	(53.415)	(55.609)
Resultados Financieros	(3.837)	(11.599)	41.032
Resultados antes IRAE	(58.705)	(20.366)	65.263
IRAE	(735)	(116)	(9.538)
Resultado integral del período	(59.440)	(20.482)	55.726

Fuente: EE.CC fideicomiso

Puede comprobarse que persisten los resultados negativos. El atraso en la concreción de negocios, principal causa de las dificultades señaladas exhaustivamente, ha ocasionado pérdidas al Fideicomiso producto, fundamentalmente, de los costos fijos que demanda su administración.

4. 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 casi nulo.*

Riesgo administración, la gestión del operador en la implementación del plan de negocios ha encontrado dificultades que, si bien, en términos generales se han ido superando, las mismas han ocasionado un entecimiento general en la marcha de los negocios en perjuicio de la TIR esperada. *Riesgo bajo.*

Riesgo constructivo, que supone la falta de idoneidad para realizar el tipo de proyectos que se plantea en las condiciones necesarias para su comercialización. La cobertura de este riesgo se encuentra acotada por el protocolo de realización de obras recogido en el prospecto y la idoneidad técnica de los involucrados. *Riesgo bajo.*

Riesgo de terminación (completion), que implica analizar la posibilidad de que cuando una obra es lanzada, la misma se termine en tiempo y forma, con independencia de factores comerciales, o de costos, o financieros vinculados a créditos a cobrar por unidades vendidas. El mismo se encuentra acotado por la disposición de normas recogidas en el prospecto acerca de inmovilizaciones de fondos líquidos que en conjunto permiten acotar al mínimo este riesgo. Estas inmovilizaciones son: La Reserva Principal, la Reserva de Construcción, la Regla de Inicio de Construcción y otros límites que dan satisfacción a la cobertura de este riesgo. *Riesgo bajo.*

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 Equipo Gestor, se encuentra también previsto en función de diversas contingencias.

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

Con ocasión de las calificaciones anteriores, se analizó la capacidad del activo subyacente de generar los recursos necesarios para cumplir con las obligaciones del Fideicomiso. Asimismo, los flujos fueron sensibilizados con diferentes niveles de stress para fortalecer el análisis, bajo los supuestos incurridos en el Prospecto de Emisión.

En el correr de los años se fueron presentando nuevas proyecciones a los efectos de ir adaptando las proyecciones iniciales a la realidad.

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

En esta oportunidad el Administrador presenta un nuevo flujo financiero al 31 de diciembre de 2017 y una nueva TIR del fondo, comparándola con proyectada en setiembre de 2015. La última TIR ya contempla un período de 8 años que fuera acordado en la medida que no se fueron cumpliendo los plazos proyectados.

En el cuadro 6 se presentan esas proyecciones y como era previsible muestra una reducción importante respecto de la situación proyectada a setiembre de 2015, pasando de 25,4 a 17,8%; igualmente una Tasa de retorno que de cumplirse seguiría siendo atractiva.

Al igual que en las actualizaciones anteriores, existen dos situaciones de signo contrario que afectan el retorno del proyecto. La combinación del enlentecimiento de las ventas así como del inicio de los proyectos constructivos disminuye la rentabilidad esperada de los negocios inmobiliarios. Con signo contrario, el enlentecimiento de las integraciones diferidas mitiga el impacto negativo expresado en el punto anterior.

Cuadro 6. Resumen de la operación del fondo

En millones de pesos	Escenario base setiembre 2015							TOTAL
	Año 2015	Año 2016	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020		
Flujo de Ventas	13	868	807	1.648	2.320	319	5.975	
Costo de construcción	-41	-332	-881	-1.082	-205	-	-2.541	
Otros costos	-67	-306	-310	-276	-186	-67	-1.212	
Inflación	10%	10%	10%	10%	10%	10%		
Devaluación	23%	12%	12%	12%	11%	9%		
Tasa interna de retorno	25,4%							
Fte. Administrador								

En millones de pesos	Escenario base diciembre de 2017								
	Año 2015	Año 2016	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022	TOTAL
Flujo de Ventas	-	-	201	767	1.368	1.944	1.000	58	5.338
Costo de construcción	-35	-141	-366	-797	-1.019	-528	-111	-1	-2.998
Otros costos	-60	-101	-113	-168	-145	-105	-26	-3	-721
Inflación	9%	8%	6%	7%	8%	9%	9%		
Devaluación	23%	-2%	-2%	8%	11%	10%	10%		
Tasa interna de retorno	17,8%								
Fte. Administrador									

Los efectos depresivos sobre la TIR se explican en gran medida por los atrasos en los flujos proyectados en la construcción y en las ventas. Pero también incidió negativamente el comportamiento de la inflación y la devaluación, ya que se proyectaron niveles de inflación mayores a los ocurridos y también se esperaba que la devaluación del peso fuera mayor a la inflación.

En la calificación original se detalló exhaustivamente el modelo de negocios del Proyecto así como la combinación de escenarios simulados en el Prospecto de Emisión.

Asimismo, CARE realizó oportunamente un análisis de sensibilidad apoyado en el método de simulación de Monte Carlo. En aquella oportunidad se concluyó que al combinar el análisis presentado en el plan de negocios del Prospecto, con el análisis de sensibilidad realizado por CARE, existe una alta probabilidad de alcanzar la rentabilidad del 10% y un 98% de probabilidad de que la TIR alcance valores mayores que cero.

Vale la pena mencionar que los proyectos elegidos por el Comité de Inversiones son consistentes con el modelo de negocios del Prospecto. El nivel constructivo elegido en los mismos, las ubicaciones geográficas de los proyectos y las tipologías elegidas, son adecuados y mitigan riesgos comerciales ante escenarios macroeconómicos adversos.

Se subraya que las tasas de retorno esperadas han venido disminuyendo año tras año. Esta disminución obedece a la reducción del ritmo de ventas y al enlentecimiento en la ejecución de los proyectos. Como fue mencionado anteriormente, el enlentecimiento de las integraciones ha mitigado los efectos adversos anteriores.

Cuadro 7: Potencial total de Proyectos

Proyecto	en unidades		en metros cuadrados	
	número	Porcentaje	Mts vendibles	Porcentaje
Escollera	110	16%	5.975	15%
La Caleta	120	17%	10.050	26%
Distrito M (Avenida Italia)	268	39%	12.984	34%
Julio César	23	3%	1.193	3%
Benito Blanco	20	3%	952	2%
Tres Cruces	38	6%	1.595	4%
Chaná	15	2%	846	2%
Torre Centra	95	14%	5.137	13%
Totales	689	100%	38.732	100%

Fuente: Administrador

En lo que respecta a la composición del portafolio y su distribución por montos de inversión, son coincidentes con el Plan de Inversiones del prospecto de emisión y están adecuadamente distribuidos geográficamente. Al estar todos situados en Montevideo y el Oeste de Canelones y destinados mayoritariamente a un público objetivo doméstico, no es posible aislar esta inversión de los efectos locales de shocks macroeconómicos adversos.

El ritmo de ventas hasta el momento ha sido lento, recogiendo la realidad de un mercado con una demanda deprimida, habiéndose comercializado aproximadamente el 25% de las viviendas disponibles a la venta. Asimismo, buena parte de las viviendas reservadas responden a proyectos que recién

estarían empezando a ejecutarse en 2018.

2. 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 (WACC³).

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 Damodaran⁴ 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:

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

Donde:

- E(ri): Tasa de retorno esperada del capital
- β_{im} : Riesgo sistemático propio respecto del riesgo de mercado⁵.
- rf: tasa libre de riesgo
- 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 (17,8%), 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.

³ Weighted Average Cost of Capital

⁴ . A. Damodaran, "Estimating Equity Risk Premiums" Stern School of Business.

⁵ . Se consideraron los betas promedio de empresas de construcción de viviendas en mercados emergentes según A. Damodaram

3. Estrategia financiera

Si bien los títulos están expresados en pesos uruguayos, la construcción financiera del Fideicomiso desde el momento de la emisión, realizó un adecuado diseño de portafolio que mitiga el riesgo de descalce de monedas en lo que refiere al riesgo completion. En este sentido, el Administrador ha instruido al Fiduciario en la compra de dólares en lo que respecta a los fondos proyectados para las inversiones en tierra y proyectos; y en letras de regulación monetaria en lo que respecta a los gastos proyectados en pesos uruguayos. Esta estrategia se adecua razonablemente a las necesidades financieras de los próximos meses.

A su vez, el Administrador se apalanca financieramente con créditos bancarios de corto plazo para mejorar la TIR de los proyectos. Esta estrategia ha sido elaborada en base a las necesidades de capital para la construcción, por moneda y plazos, minimizando el costo del crédito.

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 se hará al cumplimiento, *se considera que existe un riesgo bajo y pasible de ser controlado a tiempo.*

Riesgo de descalce de monedas. El manejo de la liquidez se corresponde con las necesidades planificadas del Proyecto en su respectivas monedas. *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.

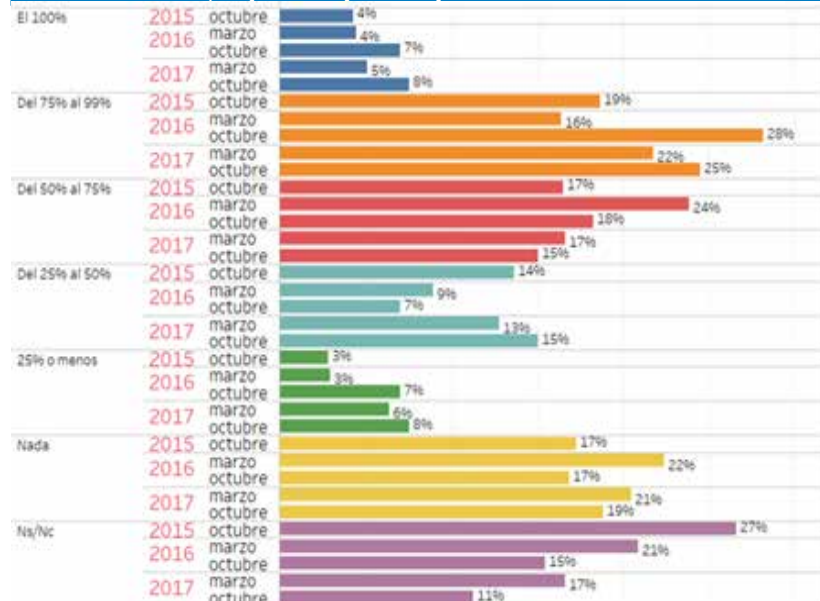
El ingreso de los hogares ha venido creciendo en los últimos 10 años. Esta mejora, ha repercutido en un mayor número de demandantes de viviendas concomitantemente con el incremento del precio medio del metro cuadrado.

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 1. Necesidad de financiamiento
Qué porción piensa que será financiado?

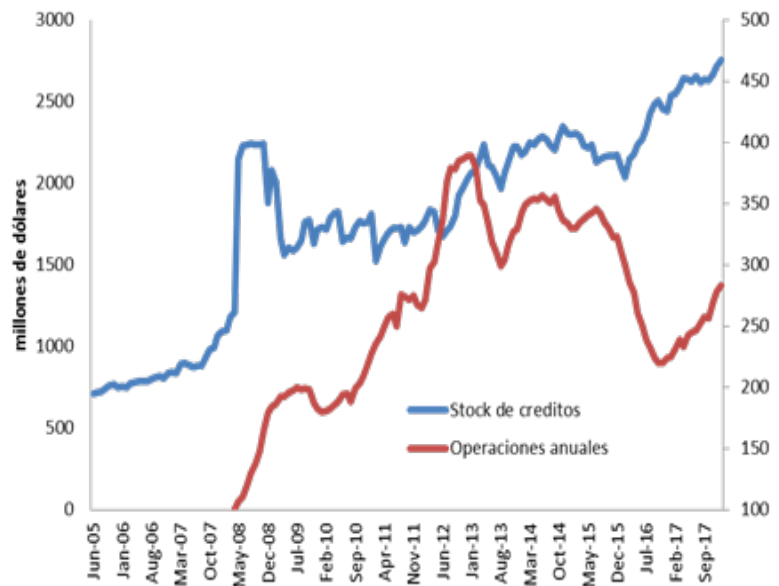


Pregunta: ¿Qué porcentaje, del valor de la casa o apartamento que quiere comprar, piensa que va a ser financiado?
Fuente: CARE en base a información de RIU.

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

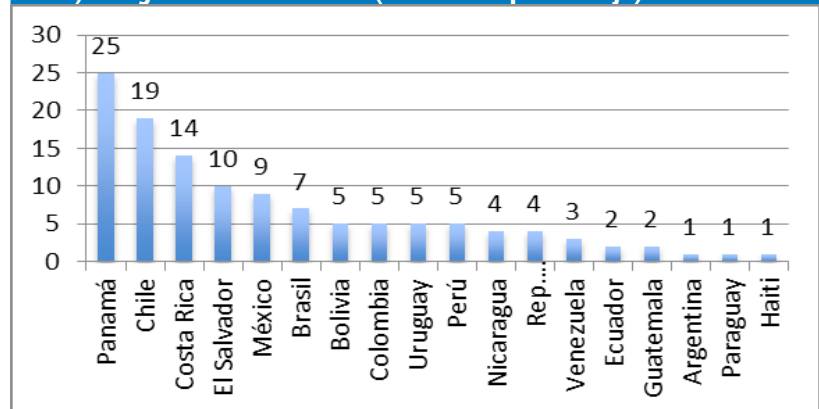


El coeficiente crédito hipotecario/PBI es reducido en relación a la región. Si bien se encuentra en una fase de crecimiento, se sitúa por debajo de los valores de la década del noventa y es exiguo para satisfacer la demanda potencial de vivienda.

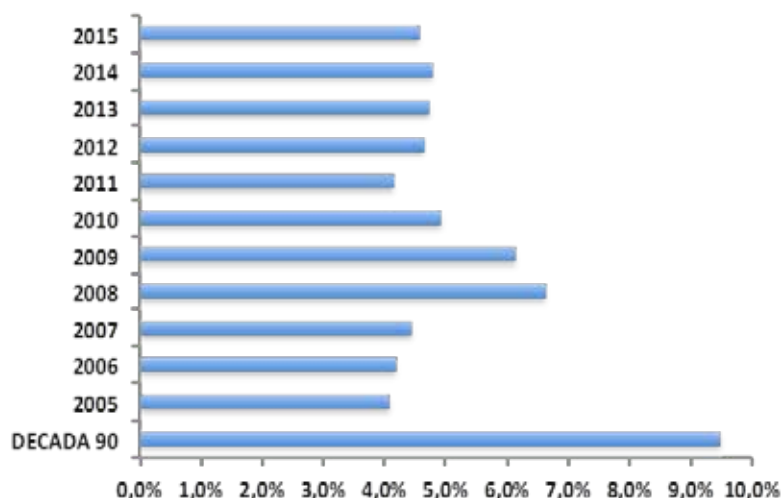
Mientras que en los países desarrollados el crédito hipotecario ha superado el 80% del PBI, en Latinoamérica dicho indicador se ha mantenido por debajo del 10%, con excepción de Chile y México. La gran volatilidad macroeconómica, combinada con episodios de alta inflación o hiperinflación, que ha experimentado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

Gráfica 3 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 8 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



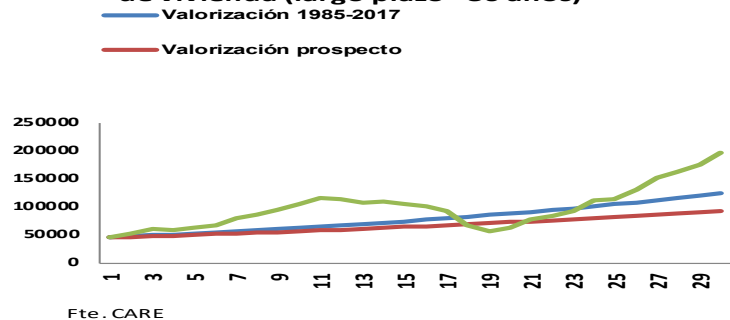
(iii) Sobre el precio de largo plazo de los activos inmobiliarios.

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



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 títulos recogen la calificación BBB- (uy)⁶ de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor. Grado de inversión mínimo.

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Sr. Martín Durán Martínez



Ing. Adrián Tambler

⁶ 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 (-) indica que la calificación se acerca más a la categoría inferior de acuerdo al puntaje. **Grado de inversión mínimo.**