

CARE

CALIFICADORA DE RIESGO

**ACTUALIZACIÓN DE
CALIFICACIÓN DE RIESGO DE
TÍTULOS MIXTOS
DEL“FIDEICOMISO FINANCIERO
DE INVERSIONES Y RENTAS
INMOBILIARIAS”**

Montevideo, abril de 2019

4	RESUMEN GENERAL
6	I INTRODUCCIÓN
9	II EL FIDEICOMISO Y LOS TITULOS MIXTOS
11	III LA ADMINISTRACION
16	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
21	V EL ENTORNO
26	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

Actualización de Calificación Oferta Pública 09-abril-2019

Fecha de Emisión:	Mayo de 2012
Denominación:	Fideicomiso Financiero de Inversiones y Rentas Inmobiliarias.
Fiduciario:	EFAsset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Agente de Registro y Pago:	EFAsset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Entidad Representante:	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.
Títulos:	Títulos Mixtos con interés fijo del 2% e interés variable.
Moneda:	Dólares americanos
Importe de la emisión:	USD 60.000.000 (sesenta millones de dólares).
Administrador:	ICP Uruguay S.A.
Activos del Fideicomiso:	Inmuebles, contratos relativos a los inmuebles y todos sus producidos incluyendo el precio de venta de los mismos y los derechos reales que surjan de inversiones en vehículos cuyo fin específico sea invertir en inmuebles junto con activos financieros.
Estructura:	Ferrere Abogados (asesor legal)
Comité de Calificación:	Julio Preve Folle y Martín Durán Martínez.
Calificación de Riesgo:	BBB + (uy)
Vigencia de la calificación:	30 de noviembre de 2019.
Manual utilizado:	Manual Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros

Resumen General

CARE ha actualizado la calificación de los Títulos Mixtos emitidos por el Fideicomiso Financiero de Inversión y Rentas Inmobiliarias incrementando la nota BBB + (uy) de grado inversor.

Este ligero incremento de la nota -tal como se desarrolla más adelante- responde básicamente al hecho de haberse completado una etapa crucial del plan de negocios, a que los ingresos esperados por los arrendamientos superan largamente las obligaciones de interés fijo y gastos del fideicomiso y, finalmente, al verificarse que la tasación actual de los activos ya supera al monto de la emisión.

La Calificación otorgada refiere a la probabilidad de pago de los intereses fijos únicamente y a la devolución del capital a la fecha del vencimiento legal del Fideicomiso.

A modo de resumen, los aspectos salientes de la calificación son:

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico ofrece las garantías necesarias. Esto fue ratificado por el informe jurídico de CARE¹ en la calificación de 2015.
- De modo especial se ha evaluado la capacidad de gestión del Administrador del proyecto, teniendo en cuenta el asesoramiento que le brinda la empresa chilena Independencia S.A. Administradora de Fondos de Inversión. Esta evaluación pondera de modo significativo en la calificación realizada y continúa siendo favorable.
- Se trata de un negocio que desde el punto de vista económico financiero para el inversor soporta los stresses endógenos y exógenos a los que razonablemente la calificadora sometió al proyecto en su momento. En dicha oportunidad se supusieron tres escenarios adversos alternativos haciendo variar el precio de los alquileres, la tasa de vacancia y buscando cuál es el nivel de ingresos mínimos necesarios para el Fideicomiso.
- El Fideicomiso adquirió, al 31 de diciembre del 2018, inmuebles cuyo valor supera en un 4% los fondos emitidos en 2012. Continúa mejorando los ingresos producto de los contratos de alquiler y ha más que duplicado las necesidades financieras requeridas para cubrir el flujo que aquí se califica.
- El Fideicomiso cuenta desde la emisión hasta el 31 de diciembre del 2018, con inversiones inmobiliarias por un monto de 49,7 millones de dólares aproximadamente según valor de compra. No obstante lo anterior, según la última tasación realizada de los inmuebles, con fecha 31 de diciembre de 2018, los activos superan los 62,6 millones de dólares. Esta última tasación incorpora el último inmueble adquirido el 21 de diciembre de 2018 en el que CARE no tuvo objeciones sobre la inversión planteada². Este informe de “no objecions” señala que la inversión proyectada no modifica la nota asignada a los valores.

¹. Disponible en care@care.com.uy

². Modificación del contrato de Fideicomiso del 28 de agosto de 2015.

- Al momento de efectuar la presente actualización, el Fideicomiso ha culminado el proceso de concreción de una nueva compra, con la que CARE no tuvo objeciones sobre la inversión planteada, en el sentido detallado en el punto anterior.
- Las inversiones realizadas desde la constitución del Fondo, se adecuan al modelo de negocios y revisten una eficiente diversificación geográfica, de tipologías, usos y subsectores económicos cumpliendo con el modelo de negocios del Prospecto de Emisión. Los arrendamientos, están diversificados con empresas medias y grandes que tienen vínculos comerciales con la región, el resto del mundo y el mercado doméstico. Esta diversificación mitiga el riesgo inducido por la volatilidad del ciclo económico doméstico y su efecto en los contratos de arrendamiento con empresas cuyo ingreso proviene exclusivamente del mercado interno.
- El Administrador ha informado a CARE sobre los Cap Rate³ de los negocios adquiridos por parte del Fideicomiso. Estos se adecuan a los proyectados en el Prospecto de Emisión en la mayoría de los casos.
- Se ha consolidado un flujo de ingresos que reduce al mínimo el riesgo de generación de flujos en lo que respecta al pago de los intereses fijos. En efecto, la vacancia es mínima y la cadencia de los vencimientos de los contratos vuelven robustos los ingresos del Fideicomiso, en lo que respecta a generar los ingresos para cubrir lo que aquí se califica.
- En lo que refiere al mercado de oficinas, se ratifica lo mencionado en el informe anterior. Carrasco y Punta Carretas aparecen como nuevos nodos de oficinas comerciales en Montevideo. Por su parte, la tasa de vacancia continúa registrando una tendencia a la baja. La modificación de precios relativos experimentada durante el 2018, detuvo la tendencia al alza de los precios de los alquiler expresados en dólares. No obstante, esta modificación de precios, no afecta los ingresos del Fideicomiso, ya que los inmuebles adquiridos se encuentran prácticamente en el 100% de ocupación. Asimismo, los contratos de alquiler están pactados en un 42% dólares y un 58% en pesos uruguayos indexados.
- En lo que refiere a las políticas públicas, el mercado objeto de las inversiones del Fideicomiso, no parece revestir en la actualidad algún riesgo vinculado a este aspecto. A su vez, en la historia de los últimos 30 años, no ha habido injerencia de disposiciones de política pública que alteren las reglas de juego de dicho mercado.

³ Capitalization Rate o Tasa de Capitalización. es el cociente que se obtiene dividiendo el ingreso neto producido entre el valor de la propiedad.

I. INTRODUCCIÓN

Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para actualizar la calificación de los Títulos Mixtos del fideicomiso financiero nominado "Fideicomiso Financiero de Inversión y Rentas Inmobiliarias". El mismo fue emitido en mayo de 2012: la calificación original y las sucesivas actualizaciones posteriores, hasta setiembre de 2015, fueron realizadas por otra Calificadora de Riesgo.

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, que realiza la supervisión y control del sistema financiero, así como de las calificadoras de riesgo. La nota conferida no representa, no obstante, una recomendación de compra o una garantía de CARE para futuros inversores, y por tanto la calificación debe considerarse a los efectos de cualquier decisión como un punto de vista a considerar entre otros. CARE no audita ni verifica la exactitud de la información presentada, la que sin embargo procede de fuentes confiables a su juicio.

El marco conceptual de esta calificación supone un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica el desempeño esperado del fideicomiso, su capacidad de generar en el tiempo los intereses fijos y devolver el capital en el último año de ejercicio, conforme al proyecto de ejecución del negocio inmobiliario que consiste en esencia en identificar, adquirir y explotar inmuebles. En efecto, se trata en este caso de una emisión con compromiso de rentabilidad fijo y un eventual retorno variable (no calificado por CARE). En definitiva, la nota seguirá entre otros criterios el cumplimiento del proyecto y el pago del interés fijo del 2% que establece el contrato de Fideicomiso.

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 Ing. Julio Preve y el Cr. Martín Durán Martínez.

Esta actualización tiene vigencia hasta el 30 de noviembre de 2019. No obstante, la misma puede variar ante la aparición de hechos relevantes.

1. Antecedentes relevantes y hechos salientes del período

Antecedentes relevantes:

Se trata de una emisión de Títulos Mixtos con un valor nominal total de US\$ 60.000.000 (dólares estadounidenses sesenta millones), cuyo objeto principal fue obtener los recursos necesarios para ejecutar el plan de negocios del Fideicomiso, el de invertir y ser titular de derechos reales y/o personales que permitan la disposición efectiva y explotación por un plazo extenso de Inmuebles situados en Uruguay, incluido aquellos ubicados en regímenes de zona franca uruguaya habilitados por el Poder Ejecutivo.

Se trata de una estructura financiera de inversión a largo plazo respaldada por un activo tangible que aumenta de valor en el tiempo y un flujo de ingresos en base a contratos de alquiler.

El Fideicomiso Financiero de Inversión y Rentas Inmobiliarias tiene como objetivo proveer a los inversores retornos a corto y largo plazo logrados esencialmente a través del alquiler de los inmuebles adquiridos por el Fideicomiso, y a la vez, aunque en menor medida, de la valorización de estos en el tiempo. El plazo máximo de la inversión es de 30 años.

Hechos salientes del período

El 21 de diciembre de 2018, el Fideicomiso, adquirió una nueva propiedad ubicada en el Parque Industrial Zona Este. Esta propiedad presenta un porcentaje de ocupación del 100%, con un Cap Rate consistente con las proyecciones establecidas en el Prospecto de Emisión, transado a un precio conveniente y con una TIR proyectada aceptable, aún en los peores escenarios. Según informa el administrador, en el mes de marzo del presente año el Fideicomiso adquirió un nuevo proyecto en el Parque Industrial Zona Este en el que el Comité de Vigilancia manifestó su anuencia para modificar los límites establecidos para los tipos de inversiones del Fideicomiso, así como la posible fuente de financiamiento parcial de dicha adquisición.

Un resumen de las adquisiciones realizadas por el Fideicomiso se describe en el Cuadro siguiente.

Cuadro 1. Inversiones realizadas hasta diciembre de 2018

Propiedad	Porcentaje del Portafolio (%)	Ocupación
Propiedad 1	8%	83.33
Propiedad 2	12%	100
Propiedad 3	14%	100
Propiedad 4	9%	84.02
Propiedad 5	7%	100
Propiedad 6	12%	95.07
Propiedad 7	21%	100
Propiedad 8	5%	100
Propiedad 9	12%	100
	100%	97,69

Fuente: CARE en base a ICP Uruguay S.A.

*Este cuadro no incluye la adquisición de marzo de 2019.

Para las dos operaciones de inversión mencionadas párrafos arriba, CARE emitió un informe de no objeción según lo establece la modificación del contrato de Fideicomiso del 28 de agosto de 2015.

El 5 de febrero del corriente, se reunió la Asamblea de Titulares, modificando el contrato del Fideicomiso en lo referente a las funciones del Comité de Vigilancia. Acorde a este cambio, se procedió a la contratación de una empresa de servicios Property y Facility Management, con el fin de mejorar la operativa.

El pasado 28 de marzo se distribuyeron los fondos (para pago de intereses) generados durante el último cuatrimestre del 2018, cuya cifra fue un 183% superior a los requerimientos de interés fijo que aquí se califican. En este

¹. La tasa de capitalización o más conocida como CAPRATE es el cociente entre el ingreso neto producido por el alquiler y el valor de la propiedad

sentido, con los fondos generados en el año próximo pasado, se canceló el interés fijo adeudado, el correspondiente al 2018 y además se pagó interés contingente.

Como se mencionara en calificaciones anteriores, el proyecto ha avanzado de forma más lenta que lo estimado en el Prospecto de Emisión. No obstante lo anterior, el referido enlentecimiento ha sido contrapuesto con prudentes y adecuadas inversiones en activos inmobiliarios, aun restando un porcentaje menor de los fondos emitidos por invertir.

El Fideicomiso ha afectado los fondos disponibles en inversiones inmobiliarias y ya cuenta con inmuebles cuya tasación supera ampliamente el monto de la emisión. Las inversiones fueron más lentas de lo proyectado lo que redundó, en los primeros años del Fideicomiso, en resultados económicos inferiores a los previstos en el Prospecto de Emisión. No obstante lo anterior, los inmuebles adquiridos, los contratos de alquiler, y la cadencia de vencimientos de éstos, vuelven robustos los ingresos del Fideicomiso en lo que respecta a la generación de ingresos para cubrir lo que aquí se califica.

2. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- Informe de Gestión del cuarto trimestre de 2018 realizado por el Administrador.
- Informe del Comité de Vigilancia
- Acta de Asamblea de Titulares del 5 de febrero de 2019
- Estados Contables del Fideicomiso al 31 de diciembre de 2018
- Estados Contables del Fiduciario al 31 de diciembre de 2018
- No Objeción de CARE para la adquisición de inmuebles
- Calificaciones anteriores.

II. EL FIDEICOMISO Y LOS TÍTULOS MIXTOS

Se ofrecen en oferta pública de los Títulos de Mixtos en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero de Inversión y Rentas Inmobiliarias, creado por contrato correspondiente de fideicomiso financiero.

1. Descripción general

Denominación: Fideicomiso Financiero de Inversión y Rentas Inmobiliarias

Fiduciario: EFASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A.

Administrador: ICP Uruguay S.A.

Agente de Registro

y Pago: EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A.

Entidad

Representante: Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay.

Cotización

bursátil: Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay.

Títulos

emitidos: Títulos Mixtos con interés fijo de 2% e interés variable.

Activos del

Fideicomiso: Inmuebles, contratos relativos a los inmuebles y todos sus producidos incluyendo el precio de venta de los mismos y los derechos reales que surjan de inversiones en vehículos cuyo fin específico sea invertir en inmuebles junto con activos financieros.

Moneda: Dólares

Importe de

la Emisión: USD 60.000.000

Calificadora

de Riesgo: CARE calificadora de Riesgo

Calificación

de Riesgo: BBB + (uy)

Manual

utilizado Manual de calificación de finanzas estructuradas por terceros

2.El análisis jurídico

El análisis jurídico agregado en el Anexo I de la calificación del 2015 descartó cualquier eventualidad dificultades derivadas de los negocios realizados por el Fideicomiso. (Véase en www.care.com.uy).

Dicho análisis concluía:

“...no se advierten riesgos sustanciales asociados a contingencias jurídicas que sugieran el incumplimiento en el pago total y puntual de los valores.”

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, así como el tiempo transcurrido sin reclamos, se concluye que el riesgo jurídico de estructura se considera prácticamente inexistente. Riesgo bajo.*

Riesgo por iliquidez. Los Títulos se han diseñado para ser líquidos. Por este motivo, la liquidez puede considerarse adecuada dadas las características del mercado uruguayo. *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 e ICP Uruguay S.A en su condición de administradora del proyecto.

1. Ef Asset Management (EFAM) (La Fiduciaria)

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.

Autoridades

Son socios accionistas en partes iguales la Sra. Sandra Susana González Vila y Diego Rodríguez Castagno. Este último es a su vez el presidente de la firma siendo el Sr. Nelson Mendiburu Battisttesa el vicepresidente.

Situación económica y financiera

El análisis de los EE.CC al 31 de diciembre de 2018 sigue mostrando una sólida situación de solvencia. 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: Estado de Situación de EFAM (miles de \$)

Concepto	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016
Activo Corriente	9.167	9.391	12.515
Activo no Corriente	95.074	81.968	79.870
Total Activo	104.240	91.360	92.385
Pasivo Corriente	14.368	13.068	12.998
Pasivo no Corriente	63.040	52.817	55.330
Total Pasivo	77.408	65.885	68.328
Patrimonio	26.832	25.474	24.056
Total Pasivo y Patrimonio	104.240	91.360	92.385
Razon Corriente	0,64	0,72	0,96

Fuente: EE.CC EFAM

Los resultados de la firma a diciembre de 2018 muestran un panorama estable respecto a ejercicios anteriores aunque con una facturación creciente.

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

Concepto	31/12/2018	31/12/2017	31/12/16
Ingresos Operativos	45.176	38.189	31.697
Gastos Adm. y Vtas.	(41.745)	(33.804)	(26.921)
Resultado Operativo	3.431	4.385	4.776
Resultados Financieros	(682)	(1.647)	(1.852)
Resultados antes de impuestos	2.749	2.738	2.924
IRAE	(1.120)	(1.040)	(1.132)
Resultado del período	1.629	1.699	1.792
Res Operativos/Ingresos	7,59%	11,48%	15,07%
Res Ejercicio/Ingresos	3,61%	4,45%	5,65%

Fuente: EE.CC de EFAM

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

2. ICP Uruguay S.A (La Administradora)

ICP URUGUAY S.A. ("ICP") fue creada con el objeto de organizar y administrar el Fideicomiso Financiero de Inversiones y Rentas Inmobiliarias. ICP es responsable por la correcta administración de las operaciones del Fideicomiso, teniendo a su cargo las siguientes funciones y actividades: la búsqueda y selección de inmuebles a ser adquiridos por el Fideicomiso; la estructuración de las transacciones de adquisición de propiedades inmuebles o derechos sobre los mismo; llevar adelante el proceso de due diligence de los proyectos relacionados con las inversiones potenciales; la selección, negociación de los términos de contratación con arrendatarios; y el control de gestión de las propiedades; entre otras. Ya se han mencionado en los distintos informes de actualización las dificultades que tuvieron los administradores para implementar el plan de negocios. Con el tiempo esto se ha ido superando y a setiembre del corriente año, con el anuncio de la adquisición de un inmueble con contrato de arrendamiento por 10 años, prácticamente se habrán afectado la totalidad de los fondos disponibles.

ICP es una sociedad anónima uruguaya con acciones nominativas inscrita en el Registro Nacional de Comercio el 27 de agosto de 2007, bajo el número 19731. Dichas acciones pertenecen a Independencia Capital Partners S.A. Inició actividades el 11 de julio de 2007.

Con ocasión de la primera calificación realizada por CARE se analizó al detalle los vínculos de ICP Uruguay con el grupo chileno del mismo nombre en base a lo cual se verificó su idoneidad para realizar la tarea encomendada en esta operación. En tal sentido se recuerda que ICP Uruguay había firmado con fecha 30/11/11 un contrato de prestación de servicios (asesoramiento integral para la implementación del plan de negocios del presente fideicomiso) con Independencia Administradora General de Fondos SA, firma chilena especializada en la materia. Con fecha 26/4/18 esta última sociedad, cede en todos sus términos dicho contrato a la firma, también chilena, denominada Independencia Internacional SA. Se trata de un cambio dentro del mismo grupo empresarial por razones de orden interno que no modifica la sustancia del asunto.

Nada ha ocurrido desde entonces que hiciera cambiar la opinión de CARE al respecto. Su situación económica y financiera en este caso no es lo más relevante; sus ingresos dependen de la marcha del fideicomiso y, en última instancia, cuenta con el respaldo de sus accionistas del exterior.

3. El Fideicomiso

El Fideicomiso Financiero de Inversiones y Rentas Inmobiliarias se constituyó mediante contrato celebrado el 6 de junio de 2011. El 5 de agosto del mismo año el Banco Central del Uruguay (BCU) autorizó su inscripción en el Registro del Mercado de Valores (Comunicación No. 2011/132). Con fecha 15 de mayo de 2012 se realizó la suscripción de los títulos por USD 60 millones y posteriormente, los valores fueron emitidos en setiembre de 2012.

El fideicomiso clasifica las inversiones en inmuebles como propiedades de inversión ya que las mismas se destinan a obtener rentas a través de su alquiler. Ha adoptado el método del valor razonable con cambios en resultados, sustentando dichos valores mediante tasaciones independientes. Este criterio también se aplica para las sociedades subsidiarias las que no se consolidan sino que figuran según su valor patrimonial (es el caso de Obaland SA, propietaria de Art Carrasco Business)

Siguiendo el criterio mencionado en el párrafo precedente, al 31/12/18 el importe en libros de las propiedades de inversión alcanzan el valor equivalente de USD 51.704.121 incluyendo la adquisición realizada en diciembre último (depósito en Parque Industrial Zona Este) y la tasación del valor razonable que, en este caso, mereció un ajuste a la baja de USD 780.569. No se incluye obviamente un nuevo negocio concretado en fecha posterior al cierre, también en el Parque Industrial Zona Este. Tampoco se incluye, por razones de técnica contable, el valor de la propiedad adquirida a través de Obaland SA que, según informe de gestión del operador, al cierre pasado estaba tasada en USD 8.2 millones.

El estado patrimonial y financiero del Fideicomiso al 31/12/18 se refleja en los EE.CC que se exponen en los cuadros siguientes.

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

Concepto	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016
Activo	2.272.369	2.035.297	1.916.916
Activo Corriente	206.636	463.659	904.969
Activo no Corriente	2.065.734	1.571.637	1.011.946
Pasivo	2.676.819	2.284.857	2.256.417
Pasivo Corriente	57.900	18.323	114.561
Pasivo no Corriente	2.618.919	2.266.534	2.141.856
Patrimonio	(404.449)	(249.561)	(339.501)
Pasivo y Patrimonio	2.272.369	2.035.297	1.916.916
Razón Corriente	3,57	25,30	7,90

Nota: el pasivo no corriente incluye intereses contingentes

Fuente: EE.CC del Fideicomiso Financiero

Puede comprobarse que el patrimonio contable continúa siendo negativo. Es pertinente aclarar que, puesto que el compromiso a la emisión de títulos es la devolución de los mismos más un interés fijo mínimo del 2 % anual, ambos conceptos se contabilizan como pasivo del Fideicomiso. En este sentido, el fideicomiso se encuentra al día, habiendo cancelado los intereses fijos correspondientes a 2018, incluso, algo de los intereses contingentes. A este respecto, se recuerda que los intereses contingentes no tienen vencimiento y mientras no se cancelen se capitalizan para, eventualmente, pagarlos en la liquidación del fideicomiso junto con los títulos. Al 31/12/18, el pasivo a largo plazo (no corriente) arroja una cifra equivalente a USD 80.8 millones, USD 60 millones corresponden al importe de la emisión y USD 20.8 millones al acumulado de los intereses contingentes no cancelados; esto explica el saldo patrimonial negativo (USD 12.5 millones aproximadamente).

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

Concepto	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016
Ingresos por alquileres	125.286	93.129	75.767
Cambio de valor de las inversiones	157.535	147.516	35.040
Gastos Operativos	(46.084)	(41.375)	(36.624)
Resultado Operativo	236.738	199.271	74.183
Resultados Financieros	(391.492)	(109.195)	(100.319)
Resultado antes de impuestos	(154.755)	90.076	(26.136)
IRAE	(133)	(136)	(115)
Resultado Integral del periodo	(154.888)	89.940	(26.251)

Fuente: EE.CC del Fideicomiso Financiero

Los ingresos por alquileres del último ejercicio crecen un 34,5 % respecto al ejercicio anterior (en moneda nacional) lo que, sumado a la revaluación del valor de los inmuebles, arrojó un resultado operativo 18,8 % mayor. No se incluyen en estos ingresos los dos últimos inmuebles adquiridos por el fideicomiso (en diciembre de 2018 y marzo de 2019) ambos con importantes contratos de alquiler a 10 años de plazo. De esta forma se puede inferir confortablemente que el fideicomiso habrá asegurado un flujo de ingresos suficiente para, por lo menos, afrontar su compromiso de asegurar el pago de 2 % de interés fijo.

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, considerando la idoneidad para cumplir con la función de ICP Uruguay S.A. y de EFAM, así como su capacidad para promover cambios, particularmente por parte de la firma administradora, que mejoren las opciones de inversión, se considera que la administradora y el fiduciario están en condiciones de cumplir con las responsabilidades del proyecto. *Riesgo bajo.*

Riesgo de conflicto de intereses, este aspecto está adecuadamente contemplado en el Contrato de Fideicomiso entre el fiduciario y el administrador. **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 casi nulo.*

Riesgo por cambio del administrador, se encuentra también previsto en contrato respectivo. *Riesgo muy bajo*

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

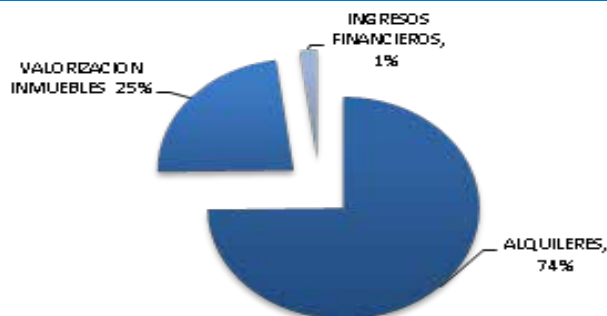
1. Bienes fideicomitidos y aspectos descriptivos del proyecto

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.

Según el contrato de Fideicomiso Financiero y el resumen recogido en el Prospecto de Emisión, el objeto principal del "Fideicomiso Financiero de Inversión y Rentas Inmobiliarias" es el de proveer a los inversores retornos a corto y largo plazo logrados esencialmente a través del alquiler de los inmuebles adquiridos por el Fideicomiso, y a la vez, aunque en menor medida, de la valorización de estos en el tiempo.

Las proyecciones económicas se presentan por un período igual a la duración del Fideicomiso, o sea 30 años. El flujo de fondos del Proyecto fue actualizado en 2018 por parte del Administrador y no incluyen las últimas adquisiciones mencionadas párrafos arriba. En este caso, los ingresos proyectados en el modelo de negocios los siguientes: (a) aproximadamente un 74% en ingresos por alquileres, (b) un 25% por valorización nominal de los inmuebles en el tiempo y (c) un 1% de ingresos financieros.

Gr. 1 Distribución Ingresos FF



Fuente: CARE en base al Administrador.

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

Según consta en la actualización realizada por el Administrador del Proyecto, la Tasa Interna de Retorno evidencia valores cercanos al 7%. Las variables clave en las proyecciones del fondo refieren a la evolución esperada del precio de los alquileres así como al cumplimiento del pago por parte de las empresas inquilinas y la tasa de vacancia de cada una de las inversiones inmobiliarias. Asimismo, incluye una hipótesis de valorización de los inmuebles relacionada con el incremento de largo plazo del precio de los alquileres.

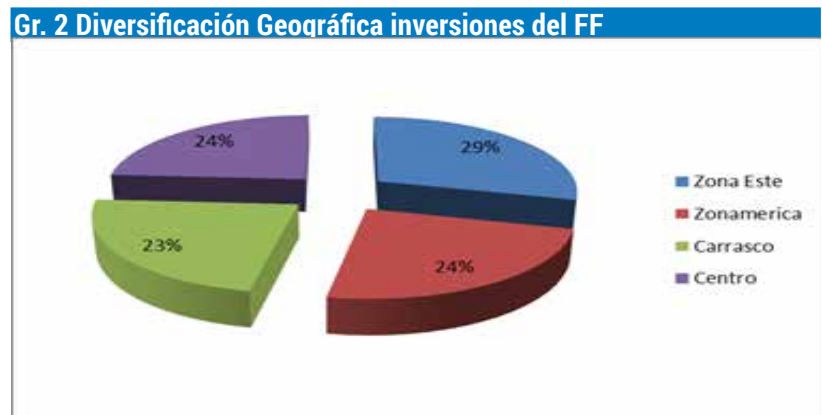
El Administrador informa trimestralmente a CARE sobre los Cap Rate⁴ de los negocios adquiridos (individual y global) por parte del Fideicomiso. Estos se adecuan a los proyectados en el Prospecto de Emisión en la mayoría de los casos.

⁴ Capitalization Rate o Tasa de Capitalización. es el cociente que se obtiene dividiendo el ingreso neto producido entre el valor de la propiedad.

Como fuera mencionado en actualizaciones pasadas, el administrador ha realizado acciones que mitigan riesgos inherentes al negocio inmobiliario y en particular al riesgo de generación de flujos del Fideicomiso. Cabe destacar:

- (a) una eficiente diversificación geográfica de los inmuebles adquiridos por el Fideicomiso,
- (b) los arrendamientos, están diversificados con empresas medias y grandes que tienen vínculos comerciales con la región, el resto del mundo y el mercado doméstico y
- (c) la cadencia de vencimientos de los contratos de alquiler y/o donde el inquilino tiene la opción de rescindir o renegociar las condiciones, son adecuadas para mitigar el riesgo de generación de flujos (Ver Gráfica 3.)

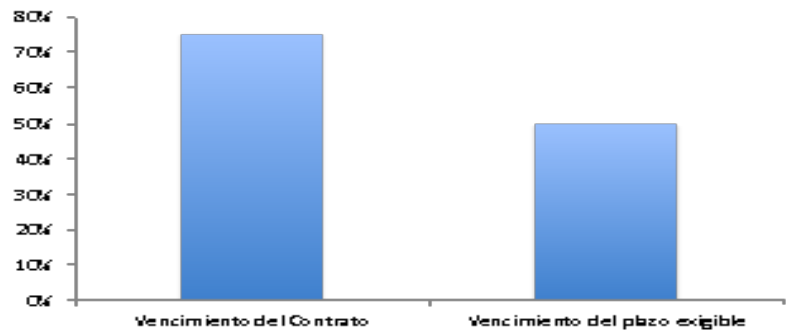
A su vez, el hecho de que el Fideicomiso esté expresado en dólares y la mayoría de los ingresos provenga de contratos de alquiler situados en Uruguay genera un descalce de moneda que es necesario mitigar. Esto se logra concentrando los contratos de alquiler en la moneda de la emisión (dólares) y eligiendo, en la medida que sea posible, empresas de primera línea y con ingresos no dependientes (en su mayoría) del mercado doméstico. No obstante lo anterior, las empresas al estar radicadas en Uruguay sentirían los efectos de coyunturas macroeconómicas adversas que incidirían en los contratos futuros. El plazo de 30 años del Fideicomiso sirve como un atenuante de dicho riesgo, dado que en el largo plazo, los contratos de alquiler tienden a aumentar en dólares corrientes. Las gráficas 2, 3, 4 y 5 describen el posicionamiento del Fideicomiso frente a los aspectos señalados anteriormente. Las mismas contemplan estimaciones realizadas por CARE en base a las adquisiciones realizadas por el Fideicomiso hasta diciembre de 2018⁵.



Fuente: Elaborado por CARE en base a ICP

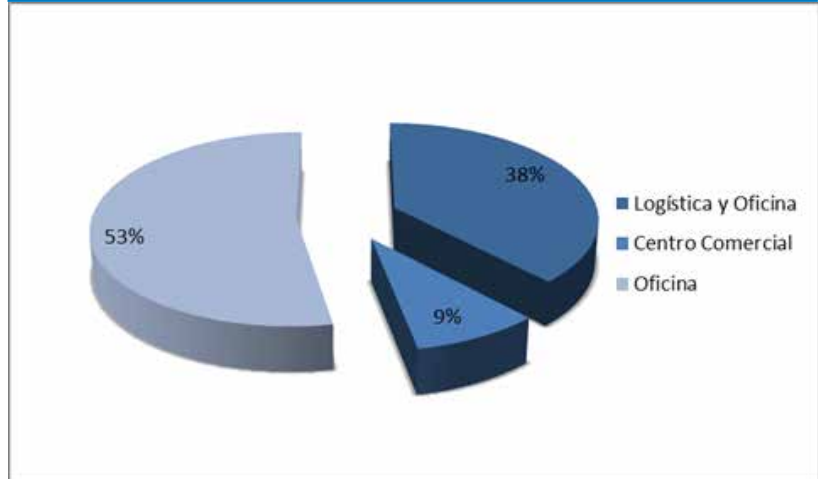
⁵ No incluye la adquisición de marzo del 2019.

Gr. 3 Porcentaje de Contratos (Valor) con vencimientos mayores a 5 años



Fuente: Elaborado por CARE en base a ICP

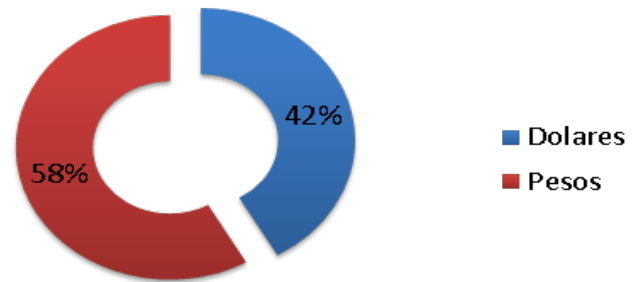
Gr. 4 Diversificación por destino inversiones del FF



Fuente. Elaborado por CARE en base a información de ICP.

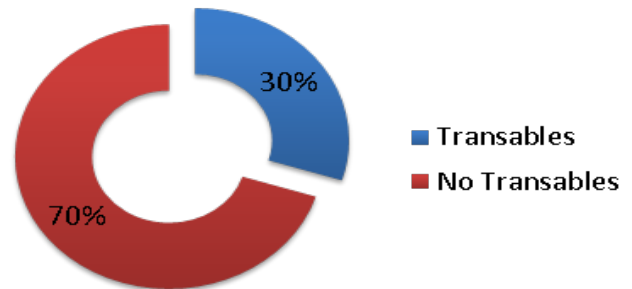
El Fideicomiso ha realizado una adecuada selección de activos y contratos de alquiler que permite atenuar el riesgo de descalce de moneda. El criterio de obtener inmuebles en territorio Franco mitiga en parte este riesgo, debido a que dichos inmuebles arbitran sus precios (del inmueble y del alquiler) en mayor medida con inmuebles con características homólogas en la región y el mundo. En este sentido, las gráficas 5 y 6 describen las monedas de los contratos de alquiler y qué tan expuesto, a la volatilidad doméstica, están los ingresos que perciben las empresas arrendatarias de los inmuebles del Fideicomiso.

Gr. 5 Diversificación por moneda de los contratos de alquiler del FF



Fuente. Elaborado por CARE en base a información de ICP

Gr. 6 Grado de exposición de los ingresos de los arrendatarios.



Fuente. Elaborado por CARE en base a información de ICP.

3. Generación de Flujos

Como fuera mencionado en la actualización pasada, el Fideicomiso ha honrado los compromisos de interés fijo y se generaron los recursos suficientes como para cubrir la obligación que se califica en esta oportunidad, en los montos y plazos acordados en el contrato. Con los nuevos ingresos de alquileres derivados de las adquisiciones y el nuevo contrato de alquiler, el Fideicomiso más que duplicaría los ingresos necesarios para cubrir el flujo que aquí se califica.

Cuadro 6. Resultado económico del Fideicomiso.

Concepto	Millones de dólares
Ingresos del FF*	6
Intereses fijos	-1,2
Gastos	-0,7
Resultado	4,1

* Valores aprox. (inc. adquisición del 21/12/18 y la de 3/2019)

Fte: Datos estimados por CARE

Según informa el Administrador en el cuarto trimestre del 2018, el Fideicomiso se encuentra con holgura financiera que le permite cumplir con sus compromisos que aquí se califican.

A modo de sensibilización, CARE estimó que aún cayendo los vencimientos de alquiler de los próximos años (de baja probabilidad), el Fideicomiso sería capaz de afrontar sus gastos y cumplir con el interés fijo.

En función de lo anteriormente mencionado, se puede considerar que el riesgo de generación de flujos para el pago de intereses fijos y mantenimiento del Fideicomiso es casi nulo.

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 el modelo de negocios planteado en el Proyecto, el avance del mismo descrito en los párrafos precedentes y el seguimiento que realizará la calificadora al cumplimiento en plazo y forma de los compromisos de compra y alquiler, se considera que existe un riesgo generación de los flujos bajo y posible de ser controlado a tiempo. *Riesgo muy bajo.*

Riesgo de descalce de monedas. Por lo anteriormente expuesto, se considera que este riesgo es *medio bajo.*

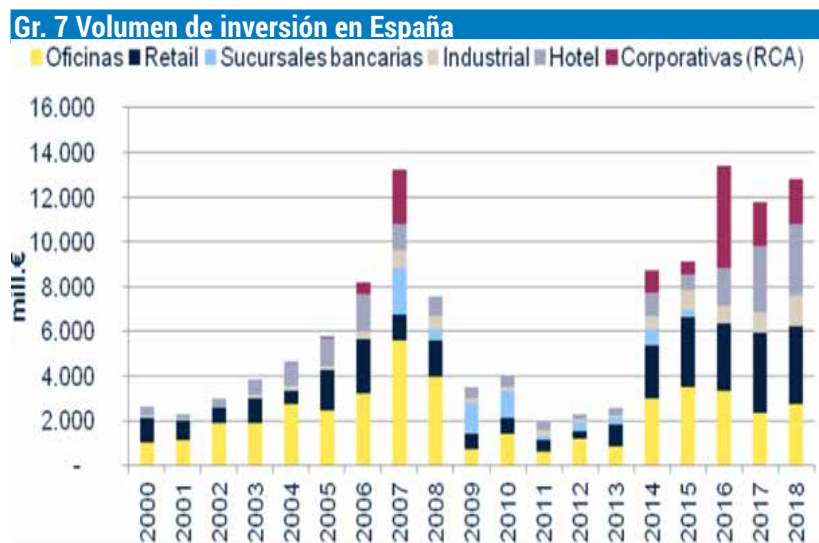
V. EL ENTORNO

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 interno, regional o internacional de oficinas y logística, así como con el análisis de políticas públicas capaces de incidir directamente en el cumplimiento de los objetivos planteados. Por políticas públicas se entiende no solo las domésticas sino las de los mercados que el país compite en lo que respecta a los incentivos o trabas para radicar empresas en el país.

Dado el plazo extendido de las proyecciones que se corresponde a la naturaleza del propio proyecto, el análisis de entorno se expresa en términos de grandes tendencias vinculadas a la evolución del precio de los alquileres y la valorización de los inmuebles en los años.

1 Riesgo Económico y de Mercado

El Fideicomiso ha invertido mayoritariamente en el mercado de oficinas (53%) según describe el Informe del Administrador con fecha diciembre de 2018 (ver Gráfica 4). Este segmento ha sido la gran vedette de las inversiones en Real Estate Comercial en los países desarrollados en las últimas décadas. Sin lugar a dudas, la coyuntura macro monetaria global de tasas de interés nominales cercanas a cero y reales negativas, configuró un escenario más que propicio a la inversión inmobiliaria en todos su estamentos. Y el mercado objeto de análisis no fue la excepción. El siguiente gráfico muestra la inversión en España (a título de ejemplo). La selección de este país obedece la disponibilidad de estadísticas al respecto. Después de los efectos de la crisis financiera de 2008, que se conjugó con un exceso de oferta, el mercado de oficinas en España logró absorber la oferta y comenzó un proceso de reactivación a partir del año 2014 con un quiebre de tendencia transitorio en 2017.



Fuente: CARE en base a Savills

El mercado de oficinas en Uruguay ha evidenciado un marcado dinamismo a partir de la crisis económica financiera del 2002 cambiando radicalmente el paradigma del mercado así como la oferta. A partir del año 2013 ha exhibido un marcado enlentecimiento hasta el año 2017 cuando da comienzo un período de reactivación. En el período 2005 – 2012, el país comenzó a recibir inversión extranjera directa para producir edificios de oficinas que se enmarcaron en lo que se denomina “servicios globales” y donde Uruguay parece tener condiciones de competitividad genuinas.

Dicha inversión se focalizó en oficinas en Montevideo construidas en edificios de categoría A y A+. Montevideo contaba en 2018 con 24 edificios categoría A y A+ (ver Cuadro 7), 182 mil metros cuadrado de oficinas de estas categoría. El mayor desarrollo se evidenció en los años 2009 y 2014 cuando ingresaron casi 60 mil metros cuadrados nuevos al mercado. Esta cifra fue sumamente importante dado que sumó un crecimiento de más del 200% respecto al stock existente a fines de 2008 (82.500 m2). Este crecimiento de la oferta no fue acompañado con un incremento en la demanda, motivo por el cual la vacancia evidenció un importante aumento en el período 2014 – 2016. No obstante, en 2017 y 2018 se reactivó el mercado de oficinas, tendencia que continúa hasta la fecha de confección del presente informe, por lo que la vacancia se ha reducido considerablemente.

Cuadro 7. Edificios A y A+ en Montevideo.

	Cantidad	Porcentaje
Ciudad Vieja	7	29%
Pocitos Nuevo	6	25%
Carrasco	3	13%
Punta Carretas	3	13%
Centro	2	8%
Rambla Sur	2	8%
Aguada	1	4%
	24	100%

Fte: CARE

Cuadro 8. Metros cuadrado de Edificios A y A+ en Montevideo.

	Metros2	Cat.	Metros2	Cat.
WTC 1	11036	A+ Torre Mapfre	5406	A
WTC 2	11042	A+ Columbus Center (Ferrere)	4811	A
WTC 3	18575	A+ Edificio Omega	3519	A
WTC 4	31450	A+ Colonia 950	2984	A
Aguada Park	18715	A+ IBM	2520	A
WTC Free Zone	16362	A+ Mercosur Business Center	2108	A
WTC Sector ABC	2105	A+ Marigot Office	1994	A
Victoria Plaza Office Tower	12500	A El Plata Corporate	1886	A
Torre de los Profesionales	11520	A Torre 58	1800	A
Punta Carretas Tower	7490	A Gamma Tower	1315	A
Art Carrasco Business	5500	A Costa Carrasco Building	1184	A
Imperium Building 1	5469	A Stella Park	800	A

Fte: CARE

En base a la información de la demanda, el nivel de absorción de oficinas en edificios A y A+ está situada entre los 17 y 21 mil metros cuadrados al año. O sea, la demanda se expandió a un ritmo en promedio de 1770 metros cuadrados por mes.

Con tan reducida información histórica, es complejo estimar una tendencia que explique la demanda futura. Asumiendo que los 1500 metros cuadrados es un valor de absorción mensual de equilibrio de largo plazo, se puede estimar que la oferta debería acompañar esta demanda con una producción (o refacción de stock existente) en 16.000 metros cuadrados anuales aproximadamente.

Pero es difícil argumentar, en base a datos históricos que esta demanda sea permanente. A modo de ejemplo, en 1999 se estrenó la primera torre de las WTC y en 2001 la segunda. El mercado absorbió la totalidad de la oferta recién en 2008. Es verdad que entre medio, el país vivió la crisis del 2002.

La proyección sobre la demanda y en definitiva sobre el precio de equilibrio radica en saber si la demanda internacional por oficinas de categoría A y A+ es transitoria o permanente. Cuanto más permanente sea el supuesto de demanda mayor será la absorción y por ende, el precio de equilibrio. La información disponible sugiere que, para el mercado de este tipo de oficinas, las dificultades serían transitorias y la tendencia de largo plazo sería de crecimiento de la demanda con oscilaciones marcadas por el ciclo económico. Las modificaciones en la reglamentación de usuarios de zonas francas constituyen un cambio estructural en la demanda doméstica por oficinas A+ ubicadas en territorio franco dentro de Montevideo. Esto se debe a que antiguamente los usuarios de zona franca debían de realizar su actividad sustantiva en la zona franca donde estaban radicados. A partir de la nueva reglamentación se les permite tener, por ejemplo, un depósito en una zona franca del interior del país y una oficina en una zona franca de Montevideo.

En el último año se ha apreciado un cambio de tendencia en lo que respecta a la oferta del mercado de oficinas. Parecería que la oferta de oficinas registra un nuevo impulso, similar al ocurrido en los años 2010 y 2013, evidenciado por la construcción de 4 importantes proyectos. Entre estos se destacan, el proyecto "Plaza Armenia", la segunda Torre del WTC free zone y el del WTC de Punta del Este, que evidencia la tendencia de desplazamiento de oficinas Premium asociadas a ecosistemas urbanos con alto poder adquisitivo.

En lo que respecta al mercado inmobiliario Industrial y de Logística, el desarrollo inmobiliario se ha trasladado fuera del departamento de Montevideo, situándose en los límites con Canelones y San José. Los principales ejes de transporte son la ruta 1, la ruta 5, la ruta 101 y 8 y la ruta 102 (perimetral). La imagen 1 describe los principales nodos o ecosistemas logísticos e Industriales. Asimismo, la Imagen 2 describe el grado de concentración de Industrias y ecosistemas logísticos conjuntamente con las principales vías de comunicación terrestre. En este sentido, la mayoría de las adquisiciones de los inmuebles del Fideicomiso se corresponden a los nodos inmobiliarios mencionados párrafos arriba.

Imagen 1. Principales nodos inmobiliarios Logísticos e Industriales.



Fuente: CBRE

Imagen 2. Concentración de Industrias instaladas en el Departamento de Canelones.



Fuente: CBRE

2 Sobre el precio de largo plazo de los activos inmobiliarios.

Según el modelo de negocios presentado en el Prospecto de Emisión, el retorno de la inversión se juega en la calidad del contrato de alquiler y en la valorización del inmueble en los años. El modelo de negocios supone una valorización anual del 2,5% (expresado en dólares) proyectado en el Flujo de Fondos.

En moneda constante local, el precio de los inmuebles tiende a crecer en el largo plazo, acompañando lo que creció la economía en promedio. Como el Fideicomiso está emitido en dólares, la valuación de la garantía colateral inmobiliaria se podría proyectar utilizando la variación del producto, sumarle la pérdida del valor del dólar promedio anual y restarle una depreciación por uso.

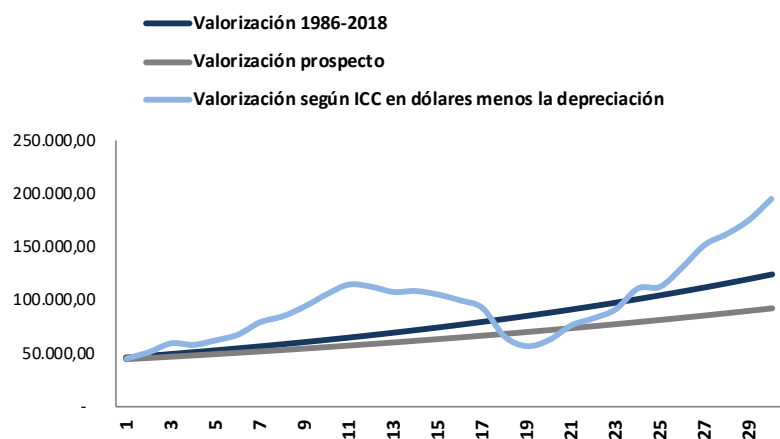
Siguiendo con el cálculo teórico, y tomando valores de largo plazo (30 años, desde 1986 - 2017), el valor en dólares de los activos inmobiliarios se tendría que haber apreciado en moneda local constante un 3% anual por el crecimiento del PIB y un 4,7% anual por la pérdida del valor del dólar en el tiempo. A su vez, se podría suponer una tasa de depreciación de 2%, si asumimos una vida útil del inmueble de 50 años. Este razonamiento teórico macro brinda una apreciación promedio de los inmuebles de 5,7% acumulativo anual.

Otra alternativa de razonamiento que permite comparar dicho supuesto 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. Este índice captura la evolución del costo de reposición del inmueble en cuestión. Este razonamiento teórico macro brinda una apreciación promedio de los inmuebles de 6,7% acumulativo anual (teniendo en cuenta el costo de reposición).

El Prospecto supone una valorización del 2,5% anual. Según los cálculos realizados tomando como marco de referencia la primer metodología expuesta, la valorización asciende al 5,7%. Suponiendo que el precio del inmueble sigue las variaciones de su costo de reposición, tiene como resultado una apreciación del 4,7% promedio anual.

La Gráfica 8 describe la evolución del valor de los inmuebles según las diferentes metodologías, la del Prospecto, la de estimación según el PBI y la evolución del costo reposición. En base a este razonamiento teórico, se podría defender la apreciación proyectada.

Gráf. 8. Tendencias Valorización inmuebles Largo Plazo



3 Las políticas públicas, el riesgo político

El riesgo de políticas públicas sería la amenaza, de parte del Estado, de actuar contra las modalidades de propiedad y explotación que propone el Fideicomiso. Históricamente los gobiernos del país no han intervenido en este sub sector inmobiliario.

Uruguay cuenta con un marco específico legal para el desarrollo de la actividad industrial y logística. Estas son: Ley de Zonas Francas, Ley de Parques Industriales y Ley de Inversiones, por citar las más importantes. Este marco normativo de política pública se ha mantenido durante décadas y es de muy baja probabilidad que se modifique de forma que afecta negativamente la actividad sectorial.

A la fecha de la presente actualización no se permite advertir ninguna amenaza seria en lo que respecta al riesgo político.

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

VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

El dictamen se construye a partir de la asignación de ponderadores y puntajes a los factores de riesgo que integran cada área de riesgo (los títulos, la fiduciaria y el administrador, 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 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.

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez

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 (+) significa que la calificación se acerca más a la categoría superior de acuerdo al puntaje. **Grado de Inversión mínimo.**