

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

Montevideo, abril de 2019

4	RESUMEN GENERAL
6	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
22	V EL ENTORNO
33	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

**ACTUALIZACIÓN DE CALIFICACIÓN DE RIESGO DE LOS CPs DEL FIDEICOMISO FINANCIERO
FONDO COMPASS DESARROLLO INMOBILIARIO I
23-abril- 2019**

Plazo:	8 años.
Monto de Emisión:	hasta \$ 2.100.000.000
Fecha de primera emisión:	setiembre de 2014.
Emisor Administrador:	Compass Group Uruguay Investment Advisors y Fiduciario: República AFISA
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 2019
Comité de Calificación:	Ing. Julio Preve, Cr. Martín Durán e Ing. Agr. Adrián Tambler
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 soportó los stresses ajenos al mismo a los que razonablemente la emisora y la calificadora sometieron al proyecto en la calificación original.
- Un negocio que ofrece bajo ciertos supuestos una rentabilidad aceptable a juicio de CARE, tal como para múltiples circunstancias fuera analizado en el momento de la calificación. No obstante y como se señalara en anteriores actualizaciones, existen una serie de factores que vienen reduciendo los retornos esperados de la mayoría de los proyectos, en general por la extensión de los plazos; lo que estaría comenzando a mitigarse. Según el último informe del Administrador, confirmado por el Comité de Vigilancia, en los últimos meses se han logrado avances significativos en los proyectos que registraban los mayores atrasos. En términos generales el avance de los proyectos empieza a adecuarse razonablemente a lo establecido en el Prospecto de Emisión, aunque la TIR esperada seguramente será inferior a la proyectada originalmente.
- 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 afectaron negativamente la TIR esperada, las mismas se han comenzado a mitigar con el avance y concreción de proyectos presumiblemente más rentables.
- Resulta clave en este sentido el cumplimiento en tiempo y forma de los proyectos en ejecución y los recientemente 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 los certificados de participación al 31 de diciembre 2018 y en base a las proyecciones realizadas por el Administrador es de 12,4% en pesos uruguayos. Descontada la inflación esperada estaría generando una tasa de interés real del entorno al 4,2%. Es menor a la estimada en el prospecto, pero mejor a la verificada en alguna de las anteriores calificaciones.

¹. (Ver www.care.com.uy)

- La demanda “por consumo” de este tipo de vivienda está íntimamente relacionada con el crédito hipotecario. La readecuación de las inversiones y proyectos hacia segmentos socioeconómicos de ingresos más altos mejoran las perspectivas del negocio.
- El público objetivo al que se está dirigido la campaña de comercialización de las unidades de vivienda presenta una demanda no satisfecha. Según se destaca en el informe sectorial actualizado a diciembre de 2018 que dispone CARE, tanto las tipologías elegidas como los métodos constructivos, siguen siendo adecuados. Dicho informe se complementa con los resultados obtenidos de la encuesta semestral realizada por Research International Uruguay, en diciembre de 2018 que permiten fortalecer las conclusiones.
- Como se describe en profundidad en la Sección V, la demanda para la compra de viviendas (y cualquier otro bien duradero) se ha enlentecido en el año 2018 y en lo que va del 2019 como consecuencia del aumento del dólar, la fragilidad del mercado laboral, las turbulencias regionales, y las dificultades para el acceso al crédito hipotecario. En consecuencia se han desacoplado los precios de compra de inmuebles con los de alquiler, lo que favorece la opción de los arrendamientos por sobre las compras. En este marco, es probable que en el corto plazo se mantenga lenta la venta de inmuebles, la que se irá recuperando en la medida que se vaya superando la coyuntura adversa.
- 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 lo anterior, en los últimos años, se han realizado modificaciones con información contradictoria para los agentes, relativos a ajustes en la instrumentación del régimen promocional de la Ley de Vivienda de Interés Social, que si bien no aplicarían totalmente en este caso, éstos pueden contribuir a generar un clima de inversión inestable dados los cambios en los beneficios fiscales para los inversores. 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 en su momento 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 vinculan 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 sigue entre otros criterios el cumplimiento del proyecto y el alcance de objetivos constructivos y comerciales que se juzguen aceptables en ocasión de cada recalificación y que signifiquen un retorno razonable al inversor.

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

La vigencia de esta actualización de la calificación es hasta el 30 de noviembre de 2019. No obstante la misma puede variar ante la aparición de hechos relevantes.

2. Hechos salientes del período

- Se realizó un nuevo ajuste en el organigrama del Fondo de Desarrollo Inmobiliario Uruguay I, responsable de la gobernanza del Fideicomiso. Este ajuste se realizó a los efectos de ejecutar los cambios propuestos en la última modificación del contrato de Fideicomiso. Los principales cambios, que ya se comentaron en extenso en la anterior calificación, refieren a mejoras en el control de las contrataciones, aumentar las exigencias necesarias para la adquisición de nuevos proyectos y la extensión por un año más del período de inversiones (8 años).
- Los proyectos en ejecución son 6: Distrito M (tres torres), Escollera, Julio Cesar II, Torre Centra, Chaná y La Caleta (iniciando), Los que totalizan 702 unidades a ser vendidas. El Administrador informa que a diciembre de 2018 se cuenta con aproximadamente 250 unidades reservadas (35%). Sin considerar la torre 3 de Distrito M y La Caleta que recién se han comenzado a comercializar, sobre un total de 511 unidades se ha comercializado el 47%.
- El resto de los proyectos adquiridos: Tres Cruces, Blue Sky y Benito Blanco, se dieron de baja, y se siguen buscando alternativas de desinversión.
- A continuación, se actualiza el estado de cada uno de los proyectos al 31 de diciembre de 2018, según la información suministrada por el Administrador:

- **Proyecto Escollera**

Esta compuesto por dos edificios, uno alto y uno bajo, con un total de 110 apartamentos. La obra actualmente tiene un avance económico de 96,2% y se está trabajando en la fachada, espacios comunes y actividades de terminación. Ya se han comenzado a entregar las primeras unidades de acuerdo a los compromisos asumidos; hay 29 unidades reservadas de las cuales 19 ya firmaron el contrato de compraventa. Finalmente se aprobó la nueva presentación del proyecto ante la Comisión Especial Permanente de Ciudad Vieja por lo que se está gestionando la inscripción en la Dirección Nacional de Catastro de los nuevos planos.

Es un proyecto ubicado en Montevideo, destinado al segmento socioeconómico medio.

- **Proyecto La Caleta**

En el mes de noviembre de 2018 se aprobó el permiso de construcción por la secretaría de gestión territorial de la IM de Canelones. También en ese mismo mes se aprobó el permiso de reparcelamiento y se realizó su correspondiente registro en Catastro.

Este proyecto está ubicado en Canelones y está destinado al segmento socioeconómico medio-alto. En este caso, el Fondo proyecta el desarrollo y comercialización de la primera torre y la venta de la Torre 2 y del remanente de tierra en función del acuerdo preliminar con otra empresa desarrolladora.

Se viene trabajando en los ajustes finales al proyecto, en la solicitud de las conexiones de UTE y OSE y ya se ha comenzado a realizar el muro colado que

se realizaría en el primer semestre de 2019.

Se está desarrollando actividades de marketing, desde el lanzamiento en octubre de 2018, con diversas actividades. Al fin del año 2018 había ya 9 unidades pre-reservadas.

- **Proyecto Distrito M Torres 1 y 2.**

El Proyecto ya registra un 47,5% de avance económico acumulado de obra y al 30 de diciembre de 2018 ya se han reservado el 48% de las unidades (128) Está dirigido al segmento de clase media, está ubicado en Montevideo y consta de 268 apartamentos en sus dos torres. Se ha decidido comenzar con la torre 3, que agregará 73 unidades adicionales.

Según informa el operador, se mantiene una importante actividad de marketing y promociones.

- **Proyecto Julio Cesar II.**

Este proyecto se encuentra terminado, consta de 23 unidades destinadas a un público del segmento medio, está ubicado en Montevideo.

Se están realizando los últimos trámites finales de obra. Se obtuvieron dos aprobaciones que son parte integrante de la documentación necesaria para ingresar el trámite en la IMM:

- Inspección final de obras sanitarias, expedido por el Servicio de Contralor de la Edificación
- Inspección final del BPS, acorde al decreto-ley 14.441

Durante el primer trimestre de 2019 se firmó el reglamento del proyecto y el mismo se incorporó a la Ley de Propiedad Horizontal.

Se están realizando diversas actividades de promoción y marketing digital en redes y portales y presencia en radios de Montevideo e Interior.

Se comenzó con la comercialización de los apartamentos. En el último trimestre se realizaron 2 nuevas reservas, y se firmaron 2 compromisos de compraventa y 3 boletos de reserva.

- **Proyecto Chana**

Este proyecto se encuentra terminado y hacia fines del año 2018 quedaba una sola unidad para comercializar, la cual se reservó y se entregó en el primer trimestre de 2019. Es un edificio de 15 apartamentos y está orientado hacia el segmento de clase media.

- **Proyecto Torre Centra**

Es un proyecto para la construcción de 95 unidades destinadas al segmento de clase media.

El avance de obra económico de este proyecto al 31 de diciembre de 2018 es del 17%.

Se ha logrado un avance importante en el proceso de comercialización, ya que a fin del año 2018 se habían reservado 57 unidades que representan el 60% de la oferta. Del total de unidades reservadas, 37 fueron comercializadas por la estructura de ventas directa del Fondo, 10 provienen del canal de inmobiliarias y las restantes 10 unidades se corresponden con las unidades a canje con la empresa constructora CEAOSA y la reserva de ACSA.

- **Proyecto Benito Blanco**

Se continúa en a búsqueda de alternativas de desinversión del inmueble.

- **Proyecto Tres Cruces**

Si bien se obtuvo la aprobación municipal para desarrollar 38 unidades, existe una diferencia con la Intendencia de Montevideo para definir el monto por mayor aprovechamiento. La Comisión Permanente del Plan Montevideo se expidió en forma negativa respecto a reducir el porcentaje de mayor aprovechamiento a pagar por la obtención de mayor altura y se sigue negociando. Este proyecto está dirigido al segmento medio bajo.

Por el momento, se ha decidido no desarrollar el proyecto y buscar alternativas de desinversión del inmueble.

- La mayoría de los proyectos adquiridos tienen como destino la producción de Vivienda de Interés Social (VIS), con excepción de La Caleta, 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.

3. Información analizada

La nueva información analizada en esta oportunidad fue la siguiente:

- Informe del Administrador a diciembre de 2018
- Entrevista al Comité de Vigilancia.
- Entrevista con el Administrador.
- Estados Contables del Fiduciario al 31 de diciembre de 2018.
- Estados Contables del Fideicomiso al 31 de diciembre de 2018.

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 emitidos: 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 31/12/2018 la firma alcanza un patrimonio contable de miles de \$ 585.164. Esto supone un incremento del orden del 5,34 % respecto al que tenía al 31/12/2017. La liquidez, medida como la razón corriente (activo corriente/pasivo corriente) mantiene guarismos muy altos. Un resumen del estado de situación patrimonial y su comparativo con los dos ejercicios anteriores se expone en el cuadro siguiente.

Cuadro 1: Estado de Situación Patrimonial (miles de \$)			
Concepto	31-Dec-18	31-Dec-17	31-Dec-16
Activo	705.262	637.392	636.880
Activo Corriente	261.447	249.236	219.778
Activo no Corriente	443.815	388.155	417.102
Pasivo	120.097	81.887	78.969
Pasivo Corriente	101.326	57.829	58.536
Pasivo no Corriente	18.772	24.058	20.433
Patrimonio	585.164	555.505	557.910
Pasivo y Patrimonio	705.262	637.392	636.880
Razón Corriente	2,58	4,31	3,75

Fuente: EE.CC RAFISA

En lo que tiene que ver con el estado de resultados, la firma muestra una situación similar en el periodo cerrado a diciembre de 2018 respecto a igual período del año anterior. Los resultados operativos disminuyen producto del crecimiento de los gastos administrativos. Esto se ve compensado por un fuerte crecimiento en los resultados financieros.

En el cuadro siguiente se exponen resumida y comparativamente los resultados obtenidos a diciembre de 2018 y su comparativo con ejercicios anteriores.

Cuadro 2: Estado de Resultados (miles de \$)			
Concepto	31-Dec-18	31-Dec-17	31-Dec-16
Ingresos Operativos	290.623	270.590	307.513
Gastos de Adm y Ventas	(283.795)	(225.274)	(217.054)
Resultado Operativo	6.828	45.316	90.458
Resultados Diversos	56	622	84
Resultados Financieros	53.691	17.636	29.802
IRAE	(15.910)	(16.323)	(31.299)
Resultados del periodo	44.665	47.251	89.044

Fuente: EE.CC RAFISA

En definitiva la firma sigue mostrando niveles de solvencia y liquidez muy sólidos.

Al 31 de diciembre de 2018, 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 diera cuenta en anterior informe.

En lo que respecta a su situación económica financiera, el último balance disponible, que incluye informe de auditoría independiente, fue el cerrado al 31/12/17. La firma sigue mostrando una condición que no permite suponer 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 la fecha se han realizado integraciones de CP's por un monto total acumulado de \$ 1.540 millones, equivalente al 73,33 % del total suscripto. La primera de las cuales ocurrió inmediatamente después de la suscripción de los CP's por \$ 420 millones en setiembre de 2014, seguida por \$ 315 millones en abril de 2015. Posteriormente, haciendo uso de la facultad (solicitada oportunamente) de modificar el cronograma de integraciones, se produce una pausa hasta marzo de 2017 en que se integran \$ 210 millones y de ahí en adelante se producen varias integraciones hasta la última registrada el 26/12/18 por \$ 70 millones.

Situación económica financiera

En los EE.CC del Fideicomiso 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)- Suspendido
- c. Baulan S.A (proyecto Distrito M- Av. Italia, Malvín)
- d. Dinegan S.A (proyecto Escollera en Ciudad Vieja)
- e. Taberinos SA (proyecto Torre Centra- ACSA II)
- f. Conceptor SA (proyecto Tres Cruces)- Suspendido
- g. Verdiplan SA (proyecto Sky Blue C - Suspendido)
- h. Framilux SA (proyecto Julio César II)

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. El Fideicomiso ha desistido la ejecución de tres de ellos, Demiluz SA; Conceptor SA y Verdiplan SA. los que se encuentran a estudio de desinversión.

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 2018.

Cuadro 3: Estado de Situación del fideicomiso (miles de \$)			
Concepto	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016
Activo	1.460.638	1.122.032	758.924
Activo Corriente	111.063	119.302	122.571
Activo no Corriente	1.349.576	1.002.730	636.353
Pasivo	53.147	7.611	5.062
Pasivo Corriente	52.997	6.894	5.062
Pasivo no Corriente	150	717	-
Patrimonio	1.407.492	1.114.422	753.862
Total Pasivo y Patrimonio	1.460.638	1.122.032	758.924
Razón Corriente	2,10	17,31	24,21

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.

El patrimonio contable al 31/12/18, según cotización de cierre (32,406), asciende a USD 43.4 millones. En moneda nacional, el patrimonio contable es algo menor a las emisiones realizadas (aproximadamente 10%).

Cuadro 4: Resultados del fideicomiso (miles \$)

Concepto	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016
Ingreso por venta de inmuebles	27.485		
Costo por venta de inmuebles	(26.376)		
Cambios de valor en inversiones inmob.	-	2.867	42.066
Ingresos por cesión contratos compra vta.	-	3.547	-
Costos directos por inv. en inmuebles	-	(740)	-
Cambios valor en subsidiarias no consol.	(34.047)	(2.823)	-
Resultados inversiones financieras	460	842	2.581
Ingresos varios	-	24	-
Resultados Operativos	(32.478)	3.719	44.648
Gastos de Administración	(63.823)	(58.586)	(53.415)
Resultados Financieros	3.926	(3.837)	(11.599)
Resultados antes IRAE	(92.375)	(58.705)	(20.366)
IRAE	445	(735)	(116)
Resultado integral del período	(91.930)	(59.440)	(20.482)

Fuente: EE.CC fideicomiso

Puede comprobarse que persisten los resultados negativos. Es de esperar que en la medida que se vayan terminando los diferentes proyectos, y comience la comercialización en forma relevante, estos resultados se reviertan.

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 enlentecimiento 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

En 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. En esta oportunidad la administradora presenta un nuevo flujo actualizado al 31 de diciembre de 2018.

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

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. La TIR media esperada se podía ubicar en el entorno del 17%.

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 con relación a la propuesta original. Esta disminución obedece a la reducción del ritmo de ventas y al enlentecimiento en la ejecución de los proyectos, motivo por el cual son estos conceptos en los cuales hay que prestar particular atención. Por su parte, el enlentecimiento de las integraciones ha mitigado los efectos adversos anteriores.

Cuadro 5: Potencial total de Proyectos

Proyecto	en unidades		en metros cuadrados	
	número	Pocentaje	Mts vendibles	Porcentaje
Escollera	110	16%	5.975	14%
La Caleta (*)	118	17%	11.948	28%
Distrito M (**)	341	49%	17.791	41%
Julio César	23	3%	1.193	3%
Chaná	15	2%	846	2%
Torre Centra	95	14%	5.137	12%
Totales	702	100%	42.890	100%

(*) Proyecto recién iniciando

(**) incluye las tres torres

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 35% de las viviendas disponibles a la venta. Asimismo, buena parte de las viviendas reservadas responden a proyectos que recién estarían empezando a ejecutarse en este año.

El Administrador vuelve a ajustar el flujo financiero en esta oportunidad al 31 de diciembre de 2018 y una nueva TIR del fondo, comparándola con la proyectada en setiembre de 2015. La estimación contempla un período de 8 años para el fideicomiso, lo que fuera acordado en la medida que no se fueron cumpliendo los plazos proyectados.

La TIR esperada para el fondo es ahora del 12,4% con los supuestos ajustados a la realidad actual frente al 25,4% que fue la estimada y proyectada a setiembre de 2015. No obstante, la TIR a diciembre es mayor que la que fuera estimada por el administrador para un año atrás (11% a diciembre de 2017). Esta tasas tienen la limitación de que refieren a pesos corrientes, a lo cual debe descontarse la inversión, como se comenta más adelante.

Como ya fuera comentado líneas arriba y marcado en anteriores actualizaciones, existen dos elementos que están contribuyendo a la disminución de la rentabilidad esperada de los negocios inmobiliarios: el enlentecimiento de las ventas y el inicio de los proyectos constructivos. Esto ha sido en parte mitigado por la posibilidad de enlentecer las integraciones diferidas de los fondos, ya que de lo contrario los resultados esperados serían aún mas bajos.

Los criterios considerados en esta oportunidad, y que en general son compartidos por CARE, fueron los siguientes:

- Forma de pago proyectos ANV: 20% en el compromiso de compraventa, 80% contra la ocupación.
- Forma de pago proyectos no ANV: 30% en el compromiso de compraventa, 60% en cuotas durante la obra, 10% contra la ocupación.
- Incremento de precios en dólares, la inflación de EEUU.
- Incremento de costos en pesos, un 20% por encima de inflación.
- Venta de tierras remanentes de Caleta de acuerdo a la propuesta de Fortune Latam.
- Preventa y Venta en obra el 55% de las unidades.
- Costos de construcción proyectos ANV no lanzados: USD 1200 / m².
- Costos de construcción proyectos no ANV no lanzados: USD 1250 / m².

Con la base de los datos reales hasta diciembre de 2018 y proyectando los siguientes el administrador estimó un nuevo flujo financiero y una nueva TIR. Esta supone la concreción de los proyectos que recién se están iniciando y su venta, lo cual a juicio de CARE parece relativamente optimista, ya que al menos hasta el momento el fideicomiso ha mostrado atrasos y dificultades en

prácticamente todos los proyectos. Por otra parte, el proyecto que más va a incidir en la TIR final es La Caleta, qué recién está en su etapa inicial.

En los siguientes cuadros se presentan las estimaciones del nuevo flujo financiero y el cálculo de la nueva TIR del proyecto.

Cuadro 6. Flujo Financiero del Proyecto

En miles de pesos uruguayos	Años				
	2014-2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022
Flujo de caja de los proyectos	-1.081.379	-256.984	966.626	914.012	285.883
Otros ingresos/egresos	-587.962	118.274	323.022	737.696	-1.838
Flujo de caja antes de distribución	-1.669.341	-138.710	1.289.648	1.651.708	284.045
Aporte de capital (emisión)	1.640.000	460.000			
Distribuciones			-562.354	-2.603.879	-351.115
Flujo	-29.341	321.290	727.294	-952.171	-67.070
Flujo Acumulado	-29.341	291.949	1.019.243	67.072	2

Fte. Administrador

Cuadro 7. Flujo de Fondos y cálculo de la Tasa interna de retorno de los CPs.

En miles de pesos uruguayos	Año 2014	Año 2015	Año 2016	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	Año 2021	Año 2022
Aportes de Capital (emisión)	-420.000	-315.000		-520.000	-385.000	-460.000			
Distribuciones							562.354	2.603.879	351.115
Flujo	-420.000	-315.000	-	-520.000	-385.000	-460.000	562.354	2.603.879	351.115

TASA INTERNA DE RETORNO DE CPs 12,4%

Fte. Administrador

El fideicomiso comenzaría a distribuir utilidades a partir del año 2020 y de acuerdo a las fechas de integración del capital y las distribuciones de la Tasa Interna de Retorno de los certificados de participación sería de 12,4% en pesos nominales.

Los efectos depresivos sobre la TIR no se explican exclusivamente por los atrasos en los flujos proyectados en la construcción y en las ventas, sino que también incidió negativamente el comportamiento de la devaluación, ya que se proyectaron niveles devaluación del peso mayores a la inflación.

Si se hubiera cumplido la proyección original (setiembre 2015) de obras y ventas de unidades, la TIR del fondo hubiera sido hoy del 15,9%, esto es manteniendo la inflación y la devaluación ocurrida en el período. Es decir, en 2015 se preveía otro ritmo de ventas y avance de obras de todos los proyectos que actualmente no ha sucedido y eso ha impactado en la TIR del fondo.

Incorporando en el modelo de 2015 sólo la proyección de devaluación actual, la TIR del fondo sería hoy 14,5%. Es decir, la devaluación es una de las variables que tiene más impacto en la TIR y su evolución desde 2015 hasta fines de 2018 ha afectado negativamente al Fondo, ya que los precios de los inmuebles han aumentado menos en pesos que lo esperado (al estar los precios fijados en dólares).

². Weighted Average Cost of Capital

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 (WACC²).

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 Damodaran³ 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 mercado⁴.

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 encuentra en 2,66%. El rendimiento de estos bonos ha venido creciendo en los años más recientes, superando el 3% en los últimos meses de 2018, consecuencia del aumento de la tasa de la FED. Sin embargo en los primeros meses de 2019 el rendimiento de los bonos ha bajado y muchos analistas estiman que el incremento de las tasas de la FED ya se estaría atenuando. En consecuencia, en el corto plazo no se debería esperar mayores crecimientos en las tasas de interés de los bonos y no resulta razonable esperar que las mismas alcancen niveles tan altos como en el pasado.

Por su parte el riesgo país, medido a través del índice UBI de República AFAP, se consideró a un nivel de 162 puntos básicos, un valor sensiblemente más bajo que en el pasado reciente, pero que responde a la realidad actual. Por su parte, el parámetro "beta unlevered" de Damodaram, para la construcción de viviendas se ubica actualmente en 0,67.

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 5,35%.

En este caso, la TIR esperada del inversor en CPs es de 12,4% en pesos nominales, pero descontada una inflación promedio del período del 8% implicaría una TIR en pesos constantes de 4,2%, que es la que debería compararse con el costo de oportunidad del capital. De esta forma, con la TIR real esperada actualmente para los CPs, no se estaría dando satisfacción a la comparación con este parámetro internacional, que constituye una referencia entre otras.

³ A. Damodaran, "Estimating Equity Risk Premiums" Stern School of Business.

⁴ 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 sus 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.

Como en las anteriores actualizaciones CARE contó en esta oportunidad con dos documentos especialmente elaborados para la calificadoradora, ambos informes son la base de la información utilizada para la realización de este análisis de entorno, estos son:

- La actualización a diciembre de 2018 de la investigación periódica que realiza RESEARCH Uruguay contratada por CARE, con el objetivo de analizar la oferta y la demanda de bienes inmobiliarios entre las personas que viven en ciertos barrios de las ciudades de Montevideo y de la Costa.
- La actualización a febrero de 2019 del Informe Sectorial Inmobiliario (Mercado de Viviendas) realizado por el E. Mayid Sader y la Ec. Serrana Calvette para CARE⁵.

1. Mercado inmobiliario: oferta y demanda

a. La oferta de inmuebles

El sector inmobiliario representa aproximadamente el 8% del PBI y ha venido aumentando su actividad de manera sostenida desde 2003 después de una profunda crisis sectorial entre 1999 y 2002. A partir del 2003, comienza una recuperación que evidenció al menos dos fases diferenciadas. Una primera de alto crecimiento (2003 – 2015), que comenzó con un boom inmobiliario sin precedentes desde la década de los 70 concentrado en importantes compras de campos agropecuarios y construcciones destinadas al sector Premium y luego se orienta hacia la construcción de vivienda destinada al sector medio y medio alto de la población, concomitantemente con una expansión moderada del crédito bancario sectorial. Posteriormente, se registró una segunda fase (2015 – 2017) en la que se aprecia un ciclo de crecimiento mínimo marcado con volatilidad. El 2017 fue un año bisagra en el que se revitalizó la inversión inmobiliaria de vivienda, con una clara concentración de proyectos nuevamente en las zonas más valorizadas de la ciudad de Montevideo y Punta del Este. Este proceso se enlentece a partir del mayo del 2018, producto de una coyuntura regional adversa, dado que el mercado de inversiones inmobiliarias en Uruguay presenta una alta dependencia frente a la evolución económica argentina.

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).

⁵ Ambos trabajos pueden solicitarse en care@care.com.uy

La aprobación de la Ley 18.795 (Ley de Acceso a la Vivienda de Interés Social), introdujo una serie de instrumentos de política pública de forma de seducir al inversor a que construya en zonas céntricas pero con baja oferta. Dicha medida de política ha aumentado sensiblemente la construcción de vivienda en zonas que antiguamente no se construía, ya que los emprendimientos inmobiliarios se desarrollaban básicamente en las zonas Premium. Como consecuencia de esta política, en los últimos años se ha evidenciado un incremento de desarrollos inmobiliarios destinados al público objetivo de nivel medio/alto situado en las cercanías de zonas Premium especialmente en aquellas que aprovechan los beneficios fiscales otorgados a partir de la Ley VIS. En los últimos años, la ANV ha promovido proyectos por aproximadamente 17.000 viviendas, de las cuales alrededor de 9.000 han culminado las obras. Esto indica que la medida de política pública fue acertada y otorgó estímulos en un segmento del mercado que lo demandaba.

En síntesis, la nueva oferta inmobiliaria, generada entre el 2003 - 2018 se ha gestado sin intervenciones distorsivas desde el sector público y se ha concentrado en las zonas donde habitan los hogares con mayores ingresos. Se construyen tipologías más reducidas en términos de metros cuadrados y de habitaciones por vivienda en relación con el stock existente, que es lo que prefiere la demanda. Las zonas geográficas elegidas siguen siendo Pocitos, Punta Carretas, Malvín y Carrasco, pero en los últimos años se ha sumado el Centro, Cordón y Tres Cruces aprovechando los beneficios fiscales de la Ley 18.795. El Decreto 329 del año 2016 que otorga beneficios a proyectos de gran impacto económico ha colaborado en dinamizar el mercado de vivienda en otro segmento diferente al de la Ley de Vivienda Promovida.

b. La demanda de inmuebles

El inmueble es un bien de uso y una reserva de valor al mismo tiempo, por lo tanto la demanda inmobiliaria se puede descomponer en un mercado para uso y un mercado de inversión. Los factores que más inciden en la demanda para uso son el aumento de la población, el ingreso de los hogares, la tasa de interés real y el acceso a los créditos inmobiliarios; mientras que los que más inciden en demanda para inversión, son la tasa de interés y su posible evolución.

o Factores que inciden en la demanda para uso

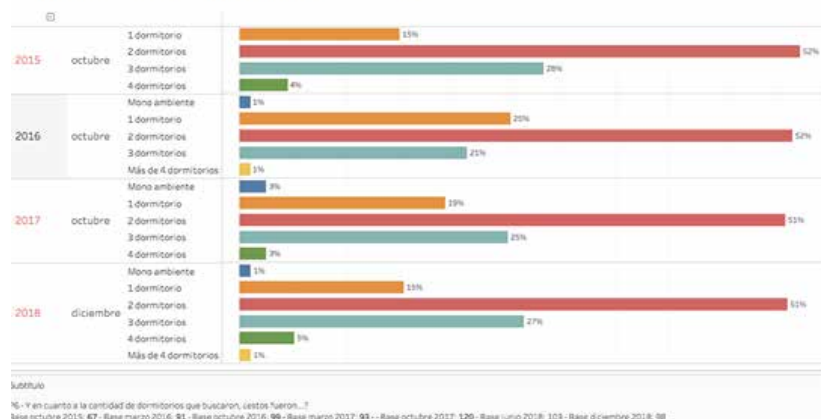
En nuestro país el **crecimiento de la población** ha sido prácticamente nulo en los últimos 50 años y no se espera que tenga mayores variaciones en los próximos, por lo que este factor no va a incidir en la demanda por viviendas.

No obstante, existen otros drivers propios de nuestro país que seguramente si tendrán incidencia positiva en la demanda por vivienda. El avance en la esperanza de vida, la creciente fragmentación del hogar, la disminución de la tasa de matrimonios, el progresivo aumento de jóvenes con estudios terciarios en el mercado laboral y el incremento de la inseguridad han cambiado el paradigma en el mercado de la vivienda. Esto genera una disociación entre el stock y la demanda por vivienda. En el año 2011 el 24% de los hogares estaban habitados por una sola persona mientras que en 1996 era el 17% (Censos de Población y Vivienda). En el sentido inverso, en 1996, la familia "tradicional" (hogar biparental con hijos) representaba valores cercanos al 40% de los hogares mientras que en el último Censo representó un 28,5%. 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.

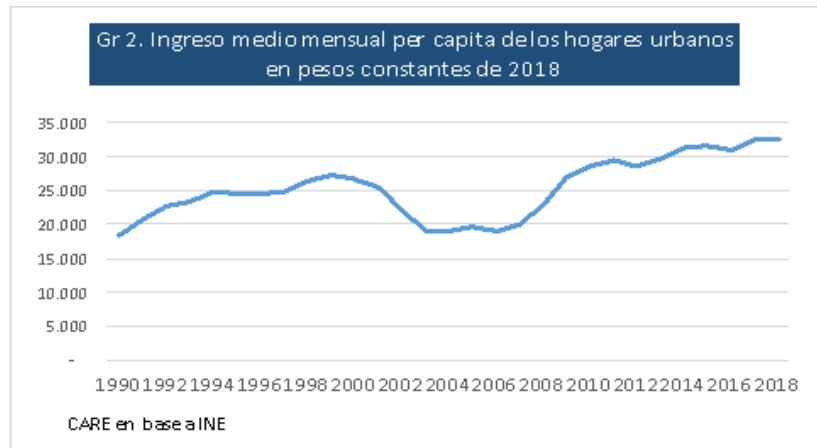
Por estos motivos, el mercado demanda tipologías constructivas cada vez más reducidas y en la franja costera el tamaño de los hogares se acerca a una relación de dos habitantes por vivienda. De cada tres nuevos hogares, dos son unipersonales. La nueva oferta edilicia muestra un cambio estructural en lo que refiere a una reducción en el tamaño de las viviendas en construcción en general y en el número de dormitorios por vivienda. Mientras que en la década del noventa, el promedio oscilaba valores de 2,5 dormitorios por vivienda, en la actualidad ese promedio se redujo a apenas 1,7. Esta reducción se verifica también por el aumento de las unidades monoambiente. La encuesta realizada por Research en el segundo semestre de 2018 entre quienes estuvieron buscando vivienda, muestra que el 67% lo hizo para comprar o alquilar inmuebles de dos o menos dormitorios. La reducción en el tamaño de las nuevas viviendas en construcción se verifica año tras año, al igual que el número de dormitorios por unidad de vivienda.

Grafica 1. Cantidad de Dormitorios demandados (%)
Cantidad de dormitorios buscados



Fuente: RESEARCH, Encuesta Diciembre de 2018

El **ingreso de los hogares** ha venido creciendo en los últimos 15 años después de la caída producto de la crisis económica y financiera de 2002. Esta mejora, ha repercutido en un mayor número de demandantes de viviendas concomitantemente con el incremento del precio medio del metro cuadrado. Sin embargo, las expectativas de mediano plazo son de un probable estancamiento en los ingresos reales de las familias, lo que sumado a un desempleo que en el mes de diciembre se ubica en un 8,42%, determina un cambio en las expectativas que seguramente contribuye al enfriamiento del sector.

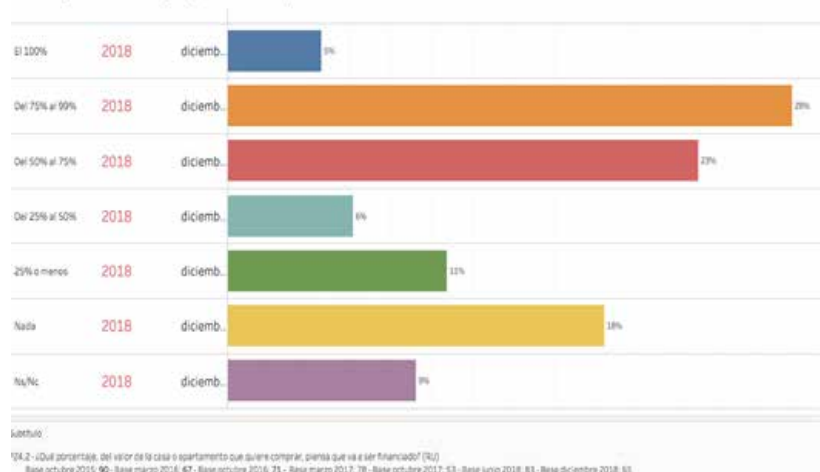


Fuente: Elaborado en base al INE.

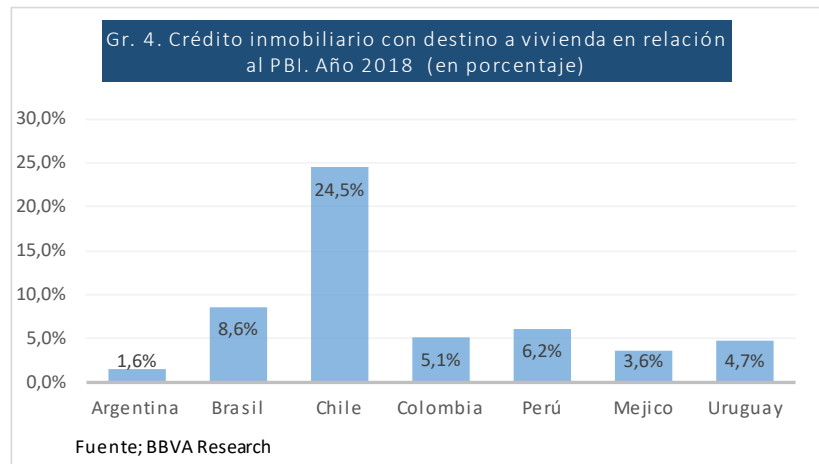
Por su parte, la compleja situación regional actual, las dudas que se plantean en cuanto al futuro y la devaluación del peso uruguayo, estarían generando expectativas poco favorables para el mercado inmobiliario, al menos para el corto plazo y para la concreción de compraventas.

La demanda por compra de vivienda para consumo depende en gran medida del acceso al crédito hipotecario. Esto se fundamenta en el hecho de que el 56% de las familias y personas demandan financiamiento por más de la mitad del valor de la vivienda, según la encuesta realizada por Research International (diciembre 2018) a solicitud de CARE.

Gráfica 3. Necesidad de financiamiento Qué porcentaje piensa que será financiado



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.



El coeficiente crédito hipotecario/PBI en el Uruguay es reducido en relación a la región. En la actualidad, considerando el promedio del saldo de colocaciones bancarias de la rama "crédito para familias para la adquisición de viviendas" con respecto al PBI del año 2018, el porcentaje es del 4,7%, el que se considera exiguo para satisfacer la demanda potencial de vivienda. Si bien el porcentaje actual se encuentra en el entorno del promedio de los últimos 15 años, está muy por debajo de los valores de la década del noventa, cuando se ubicaba en el entorno del 9,5%,

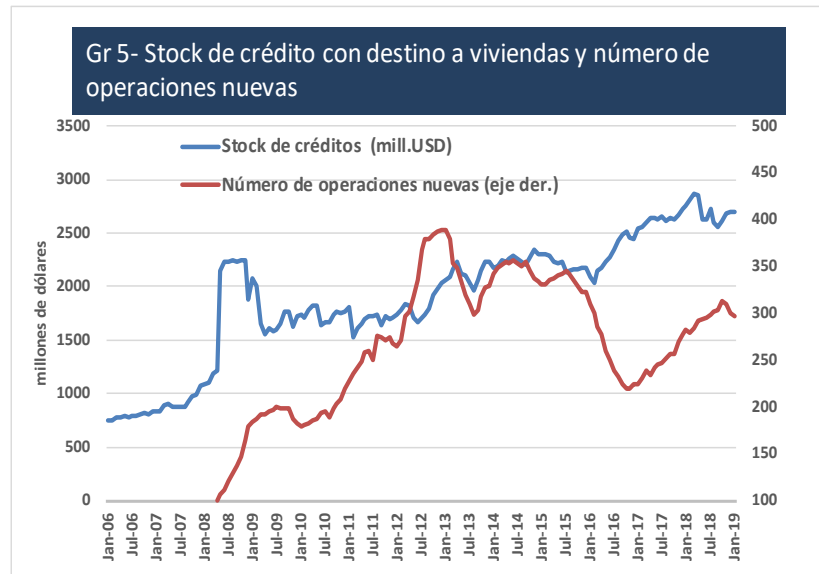
A partir del 2008, el crédito hipotecario bancario ha aumentado, en general nominado en UI (unidades indexadas al índice de precios al consumo) y con tasa de interés en el entorno del 6 al 8 por ciento. Según información del Banco Central del Uruguay (BCU), actualmente el crédito hipotecario a las familias (stock) se ubica en el entorno de los 2.700 millones de dólares y el crédito al sector construcción se sitúa en los 300 millones de dólares. Estas variables, al estar nominadas mayoritariamente en UI, tienen oscilaciones producto de los cambios en el tipo de cambio, además de las endógenas.

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.

El crédito hipotecario de largo plazo se presenta en la actualidad como el cuello de botella del acceso a la vivienda. Según el INE y el BHU, entre 1988 y 2002 dicho Banco financió en promedio, la construcción de 4.452 viviendas por año y realizaba 2.807 créditos de largo plazo para la compra de vivienda (promedio anual). En la actualidad, únicamente financia los créditos de largo plazo, no interviniendo en el crédito a la construcción de viviendas. En base a las citadas fuentes y asumiendo un promedio de operación de crédito por 100 mil dólares, existiría un déficit de crédito bancario a la vivienda (en términos históricos) de aproximadamente 280 millones de dólares por año.

A partir de 2017 comienzan a recuperarse el número de operaciones de crédito hipotecario, tendencia que parece comenzar a revertirse a partir de octubre de 2018. La financiación bancaria doméstica, que en otros países es vital en la formación de la demanda inmobiliaria, en Uruguay fue sumamente reducida en este último ciclo de expansión sectorial, evidenciando valores sensiblemente

inferiores a los observados en la década del noventa.



Entre las restricciones más importantes a la hora de acceder a una línea de crédito, se destacan: el poseer algún ahorro previo y un promedio de ingreso mensual no inferior a \$ 101.800 líquidos mensuales por núcleo familiar. Según datos del INE, este último monto es un 42% superior al ingreso promedio de un hogar montevideano.

Gráfica 6.- Ingreso promedio del hogar para acceder a un crédito de vivienda



* Préstamo a 25 años en UI con una tasa de 7% anual y seguro estándar del BSE asociado a préstamos del BHU. La restricción supone que la cuota mensual no supere el 30% del ingreso familiar. Ingresos a precios de junio de 2018.

o Factores que inciden en la demanda por inversión

Si se analiza la demanda por inmuebles por motivo inversión, las variables que más inciden son **la tasa de interés real y los flujos de capital**. Un factor cualitativo que afectó positivamente la demanda inmobiliaria por inversión en el país fue la inestabilidad del mercado financiero en Uruguay (crisis 2002) y en el mundo (crisis 2008). Tras la caída de Lehman Brothers y la crisis del 2008 en Estados Unidos, los inversores en Uruguay fueron vendiendo productos financieros globales para posicionarse en activos inmobiliarios domésticos. Hasta el 2017 las tasas de interés habían permanecido bajas (y hasta negativas en términos reales), luego empezaron a subir y en consecuencia los flujos de capital hacia los países

emergentes comienzan a reducirse. Actualmente hay indicios de que las tasas de interés internacionales atenuarían su crecimiento y en consecuencia podría revertirse la situación. Según los resultados de la encuesta de Research, un 3% de los entrevistados buscó vivienda por motivo inversión en el segundo semestre de 2018 y el 9% buscará en el corto plazo. Estos porcentajes no difieren mayormente del resultado de anteriores encuestas.

o Evolución de los precios

El precio del metro cuadrado expresado en pesos constantes, refleja más la realidad del mercado inmobiliario que el expresado en dólares. Los agentes transan y valoran los inmuebles en dólares (cálculo patrimonial), pero el precio de este activo se correlaciona de forma más eficiente con la unidad indexada/unidad reajutable que con el valor del dólar. Esto se debe a que,

- (i) la vivienda es un bien No Transable y por lo tanto se determina por la demanda y oferta doméstica, no arbitrando con inmuebles de terceros países, y
- (ii) aproximadamente el 80% del costo de producción de la vivienda también son bienes no transables y que se transan en moneda local. En el único momento donde el valor oscila de forma importante, es cuando la economía reviste shocks macroeconómicos de relevancia (como el de julio de 2002). Esto se debe a que, ante escenarios adversos, el precio del inmueble expresado en dólares reacciona más lentamente (a la baja) que el IPC o el IMS (índices de ajustes de la UI y de la UR respectivamente). Por este motivo, el precio del metro cuadrado en UI o en UR aumenta en 2002 y 2003 para después alcanzar un equilibrio a partir de 2005. Ha ocurrido lo mismo, aunque en menor magnitud, en el año 2015, donde el dólar aumentó sensiblemente pero los valores de transacción aún se mantuvieron en dólares corrientes.

Gráfica 7. Precios históricos del metro cuadrado (escriturado).



Fuente. Briq analytics

A su vez, el precio de los inmuebles expresados en UI conjuntamente con el cociente crédito bancario/monto total de transacciones, sirven para diagnosticar si el mercado está viviendo una burbuja. En este sentido, la estabilidad de precios en UI sumado a la baja penetración del crédito hipotecario en el sector inmobiliario, evidencian que los precios no estarían sobrevalorados.

o Mercado de los alquileres.

Actualmente el alquiler aparece como el gran protagonista del mercado inmobiliario. Es el que descomprime la disociación de precio existente entre lo que quiere y puede pagar el público demandante de vivienda y el precio que quiere recibir el público que quiere vender su propiedad. Así lo demuestra la evolución de la encuesta de Research International: son cada vez más personas las que han conseguido alquilar, mientras que las que han logrado comprar se mantienen en los mismos valores año tras año. En 2015 de cada 100 personas que buscaban, 10 compraron y 18 alquilaron, mientras que en la última encuesta de 2018 de cada 100 que buscaron, 13 compraron y 34 terminaron alquilando.

En la medida que no haya un cambio que abarate y masifique el crédito hipotecario, el alquiler continuará siendo la válvula de escape del mercado inmobiliario. A su vez, escenarios de suba del tipo de cambio, encarecen el acceso a la vivienda para el público que necesita de crédito bancario. Como puede apreciarse en la siguiente gráfica, el incremento del tipo de cambio evidenciado a mediados del 2018, encareció la compra de vivienda en relación al alquiler.

Gráfica 8. Precio de venta y alquiler. Montevideo



Fuente. Briq analytics

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%

Fuente: Informe Sectorial CARE en base a información de HOFINET (Housing Information Network)

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.

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

Corresponde 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 restandole 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.

Dado que el Modelo de negocios tiene estipulado un horizonte temporal de 7 años, podría suceder que en el momento de venta del stock de viviendas la economía se encuentre en una fase de depresión del ciclo económico. De ocurrir este escenario hipotético, el Fideicomiso cuenta con los mecanismos formales para diferir el proceso de desinversión y extender los plazos estipulados en el Prospecto.

o Aproximación al mercado de compraventas.

La información oficial del mercado de compraventas generalmente está dos años atrasada y no es útil para hacer un seguimiento de la coyuntura sectorial. Por este motivo es que se sigue la evolución de indicadores indirectos permiten inferir el nivel de actividad del mercado inmobiliario. El índice de confianza del consumidor conjuntamente con el índice BRIQ de operativa inmobiliaria permiten conocer la coyuntura inmobiliaria casi a tiempo real. El índice BRIQ se construye conjugando la recaudación de ITP y el nivel de créditos hipotecarios bancarios (monto y cantidad de operaciones).

El ITP registró una caída a partir del mes de mayo del 2018 tras la crisis financiera evidenciada en Argentina, que generó un marcado deterioro al clima de expectativas domésticas. No obstante lo anterior, el incremento de las operaciones de crédito suavizaron la caída del índice. Por su parte, el Índice de Confianza del Consumidor realizado por la UCUDAL y Equipos Consultores evidenció una caída a mediados de año y un cambio de tendencia a partir del último trimestre del 2018. Asimismo, el índice de operativa inmobiliaria evolucionó de forma idéntica que las anteriores variables.

Gráfica 9. Índice de operativa inmobiliaria Briq Analytics



Fuente: Briq Analytics

- **En resumen**

Para el corto plazo, cabe esperar un mercado inmobiliario relativamente deprimido, con tendencia al enfriamiento en materia de compradores los que estarán a la espera de lo que ocurra con el tipo de cambio, con la región y con las tasas de interés internacionales. Cabría esperar entonces un incremento en la proporción de operaciones de alquiler en desmedro de la compra, ya que los compradores se mostrarían muy cautelosos de asumir compromisos de largo plazo, ya que las principales señales respecto de las expectativas son negativas en el corto plazo. No obstante, como los precios de los inmuebles para este fideicomiso están establecidos en pesos, ello podría jugar a favor en el caso de que los potenciales compradores dispongan de su ahorro para la entrega inicial en dólares; esto último podría atenuar un poco los efectos de la coyuntura adversa.

Para el mediano y largo plazo, se mantienen en términos generales las buenas perspectivas para el sector, ya que la demanda por inmuebles nuevos existe y se fortalecerá una vez se logre superar la coyuntura adversa. A su vez la demanda de crédito para el largo plazo, también se irá incrementando y habrá seguramente mayor demanda por aquellos inmuebles que se ofrecen en Unidades Indexadas, ya que éstos no habrán tenido aumentos como consecuencia del aumento del dólar en mercado doméstico.

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. Por primera vez en la historia del país la vivienda para sectores medios se ha financiado de forma masiva por inversores privados.

La Ley 18.795 de promoción de la vivienda social fue votada por unanimidad en el Parlamento, lo que brinda cierta seguridad del camino optado desde la política pública, donde existe una alta probabilidad de que cualquiera sea la orientación política partidaria del próximo gobierno aseguraría el rumbo de intervenciones "amigables" en el mercado hacia la oferta de desarrollos inmobiliarios y hacia la demanda por vivienda.

Los resultados de la Ley fueron positivos y destinaron inversión en diversas zonas geográficas donde pocos operadores privados hubiesen invertido capital. No obstante lo anterior, algunas modificaciones en la reglamentación e instrumentación de la Ley realizadas en estos últimos 2 años, han generado un clima de cierta desconfianza en el sector privado enlenteciendo en parte el ritmo de presentación y ejecución de nuevos proyectos amparados por el régimen de política pública. En particular, las modificaciones en los Artículos 10 y 12 del Decreto 34/2017 del 6 de Febrero con fijaciones administrativas de precios tope de alquiler, atentan contra el clima de inversión sectorial. Estos efectos seguramente impactarán negativamente en proyectos nuevos en el segmento de mercado de la vivienda de interés social.

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.

3. Conclusiones sobre el entorno

El riesgo mercado. Entendido como la posibilidad de que los negocios inmobiliarios de desarrollen con un adecuada revalorización se encuentra acotado, ya que más allá de circunstancias coyunturales existe una demanda real y en expansión por inmuebles del tipo de los que se construyeron en este fideicomiso. Por otra parte, la extensión de los plazos permitirían contar con más chances de éxito, de registrarse contratiempos tanto en el sector como en la economía en su conjunto. *Riesgo medio bajo.*

El riesgo de políticas públicas. Se encuentra acotado ya que la política hacia el sector ha sido apoyada por todos los sectores políticos. 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 o la reducción de los incentivos. *Riesgo 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 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



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. 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.**