

CARE

CALIFICADORA DE RIESGO

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

Montevideo, noviembre de 2020

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
31	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

Actualización de Calificación Oferta Pública 23 - noviembre - 2020

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.
Plazo:	hasta 2042
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 abril de 2021.
Manual utilizado:	Manual de 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 manteniendo la nota BBB +.uy de grado inversor.

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 los resultados obtenidos hasta la presente calificación. 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.
- Como se mencionara en anterior actualización, el Fideicomiso es propietario de inmuebles cuyo valor supera en un 18% los fondos emitidos en 2012 según tasación al 31 de diciembre de 2019. Los ingresos se encuentran en una relativa estabilidad, producto de los contratos de alquiler y han más que duplicado las necesidades financieras requeridas para cubrir el flujo que aquí se califica.
- Desde su emisión, el Fideicomiso ha realizado inversiones inmobiliarias por un monto superior a 56,3 millones de dólares, según valor de compra. Asimismo, según la última tasación realizada de los inmuebles, con fecha 31 de diciembre de 2019, los activos superan los 71 millones de dólares.
- 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. Esto, particularmente se evidencia en esta actualización, ya que existe una propiedad en cartera del Fideicomiso, que ha disminuido su ocupación en un 31% entre el primer y tercer trimestre del corriente año. Sin embargo, el promedio ponderado general de ocupación, no se ha visto prácticamente afectado.

¹ Disponible en care@care.com.uy

- El Administrador ha informado a CARE sobre los Cap Rate² de los negocios adquiridos por parte del Fideicomiso. Estos, en su mayoría, 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 (2,79%) y la cadencia de los vencimientos de los contratos vuelven robustos los ingresos del Fideicomiso, en lo que respecta a su generación para cubrir lo que aquí se califica. Como ya se mencionara en párrafos anteriores, el Fideicomiso ha logrado superar las externalidades negativas generadas a partir del Covid-19, hasta la fecha de la presente actualización.
- En lo que refiere al mercado de oficinas, se ratifica lo mencionado en los Informes anteriores. Carrasco y Punta Carretas aparecen como nuevos nodos de oficinas comerciales en Montevideo. Por su parte, la tasa de vacancia del mercado continúa registrando una tendencia a la baja.
- En lo que refiere a las políticas públicas, el mercado objeto de las inversiones del Fideicomiso, no parecen 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.

². 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 abril de 2021. 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 USD 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 Fideicomiso, si bien ha estudiado la ampliación de proyectos existentes, no ha realizado nuevas inversiones en el período que comprende la presente calificación.
- Un resumen de las adquisiciones realizadas por el Fideicomiso se describe en el Cuadro siguiente³.

Cuadro 1. Inversiones realizadas hasta diciembre de 2019

Propiedad	Porcentaje del Portfolio	Ocupación(%)
Propiedad 1	7%	57,49
Propiedad 2	9%	100
Propiedad 3	16%	100
Propiedad 4	10%	82,15
Propiedad 5	8%	100
Propiedad 6	10%	95,07
Propiedad 7	21%	100
Propiedad 8	7%	100
Propiedad 9	12%	100
	100%	97,21

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

- El nivel de ocupación general continúa en niveles adecuados, a pesar de haber variado marginalmente respecto a la Calificación próximo pasada.
- Entre abril y setiembre se realizaron pagos a Titulares por un monto total de USD 1.680.000 aproximadamente.
- En otro orden, con fecha 13 de mayo del 2020, se celebró una nueva reunión de la Asamblea de Titulares, con el fin de informar la renuncia del hasta entonces Comité de Vigilancia y proceder a la designación de uno nuevo. Es así, que según consta en Acta de la misma fecha, por unanimidad se resolvió la designación del nuevo Comité de Vigilancia.
- Como se mencionara en calificaciones anteriores, el proyecto ha avanzado de forma más lenta que lo estimado en el Prospecto de Emisión. Sin embargo, 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.

³. CARE dispone de la identificación precisa de todas las propiedades adquiridas.

- 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. Empero, 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.
- Se han logrado sortear con éxito, los impactos negativos generados como consecuencia de la pandemia COVID-19, tanto en lo económico como en lo comercial.

2. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- Informes de Gestión de los tres primeros trimestres de 2020.
- Informes de gestión de fondos hasta el 30/09/2020
- Acta de Asamblea de Titulares de Títulos Mixtos. 13 de mayo de 2020.
- Informe del Comité de Vigilancia del 12 de noviembre de 2020.
- Calificaciones anteriores.
- EE CC intermedios del fiduciario al 30/6/20
- EE CC intermedios del fideicomiso al 30/9/20

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

Integran su Directorio; Diego Rodríguez Castagno, en calidad de Presidente y Nelson Mendiburu Battistessa, como Vicepresidente.

Situación económica y financiera⁴

El análisis de los EE.CC intermedios al 30 de junio de 2020 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.

⁴ En relación a la crisis sanitaria causada por el Covid 19 y sus eventuales impactos económicos, la Dirección entiende que no se generarían impactos significativos sobre la situación financiera y patrimonial de la Sociedad, dado que su cartera de fideicomisos se encuentra diversificada y se mantienen contratos de largo plazo.

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

Concepto	30/06/2020	31/12/2019	31/12/2018
Activo Corriente	18.210	16.842	9.167
Activo no Corriente	216.964	176.772	95.074
Total Activo	235.173	193.613	104.240
Pasivo Corriente	25.881	22.132	14.368
Pasivo no Corriente	173.444	140.738	63.040
Total Pasivo	199.325	162.870	77.408
Patrimonio	35.848	30.743	26.832
Total Pasivo y Patrimonio	235.173	193.613	104.240
Razon Corriente	0,70	0,76	0,64

Fuente: EE.CC EFAM

Los resultados parciales de la firma a junio de 2020 muestran un incremento importante respecto al mismo periodo del año anterior, explicado principalmente por resultados financieros positivos.

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

Concepto	30/06/2020	30/06/2019	31/12/2019
Ingresos Operativos	28.130	21.447	48.081
Gastos Adm. y Vtas.	(24.136)	(18.027)	(43.595)
Resultado Operativo	3.994	3.420	4.486
Resultados Financieros	3.152	2.464	2.484
Resultados antes de impuestos	7.146	5.884	6.970
IRAE	(2.042)	(1.757)	(2.586)
Resultado del período	5.105	4.128	4.384
Res Operativos/Ingresos	14,20%	15,95%	9,33%
Res Ejercicio/Ingresos	18,15%	19,25%	9,12%

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. No obstante, CARE tuvo a la vista una versión preliminar de sus EE.CC al 31/12/19; de la lectura de los mismos nada hace suponer que ICP incurra en riesgos de administración de las operaciones de este fideicomiso.

3. El Fideicomiso⁵

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). De acuerdo al estado de situación al 30/9/20 el valor contable de su patrimonio, reconocido en los EECC del fideicomiso es de USD 1.187.195. También se reconoce un crédito por USD 5.8 millones por el préstamo concedido al momento de realizar la inversión.

Siguiendo el criterio mencionado en el párrafo precedente, al 30/9/20 el importe en libros de las propiedades de inversión se mantienen en USD 62.676.742, mismo valor que al 31/12/19 puesto que responde a la tasación que se realiza anualmente; como queda dicho, no se incluye en esta cifra el valor del inmueble propiedad de Obaland SA.

En el cuadro siguiente se informa sobre la evolución del valor de las propiedades, incluyendo la propiedad de Obaland y el valor en otras mejoras.

⁵. En Nota 15 a los EE.CC y en referencia a la crisis sanitaria, se manifiesta que dicho contexto podría afectar la volatilidad en el corto plazo de los valores en algunos activos relevantes del Fideicomiso. No obstante, tales valores se efectuaron considerando un flujo de largo plazo por lo que las eventuales oscilaciones de corto plazo no se espera que puedan afectar significativamente los valores justos de los inmuebles al momento de liquidación.

Cuadro 4: Evolución del valor de las inversiones (miles u\$s)

Inmueble	compra	31/12/2018	31/12/2019
Propiedad 1	4.500	2.932	4.963
Propiedad 2	6.660	7.313	6.665
Propiedad 3	7.990	10.689	11.146
Propiedad 4	5.083	7.205	7.107
Propiedad 5	4.200	5.400	5.988
Propiedad 6	6.539	7.552	7.319
Propiedad 7	12.000	14.552	14.652
Propiedad 8	2.744	4.684	4.685
Propiedad 9	6.705	8.103	8.551
Total	56.421	68.430	71.075

Fuente: TCP

Como queda dicho, el valor de tasación se realizó con vigencia al 31/12/19 y no se modificó aún, lo que ocurrirá al cierre del corriente año 2020.

Puede observarse que, en todos los casos, la tasación estimada al cierre del último ejercicio es mayor que el precio de compra y, en general, mayor a la tasación del año anterior.

El estado intermedio patrimonial y financiero del Fideicomiso al 30/9/20 se refleja en los EE.CC que se exponen en los cuadros siguientes.

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

Concepto	30/09/2020	31/12/2019	31/12/2018
Activo	3.158.777	2.775.962	2.272.369
Activo Corriente	189.033	185.375	206.636
Activo no Corriente	2.969.745	2.590.586	2.065.734
Pasivo	3.310.315	2.587.766	2.676.819
Pasivo Corriente	74.794	67.759	57.900
Pasivo no Corriente	3.235.521	2.520.007	2.618.919
Patrimonio	(151.538)	188.197	(404.449)
Pasivo y Patrimonio	3.158.777	2.775.962	2.272.369
Razón Corriente	2,53	2,74	3,57

Fuente: EE.CC del Fideicomiso Financiero

Nota: el pasivo no corriente incluye intereses contingentes

Es pertinente recordar 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 (no hay obligación de amortizar). En este sentido, el fideicomiso se encuentra al día. 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 30/9/20, el valor nominal⁶ de los títulos mixtos arroja una cifra equivalente a USD 79 millones, compuesto por USD 60 millones que corresponden al importe de la emisión y el resto a intereses capitalizados.

⁶. Consultada EFAM por la diferencia del valor nominal (u\$s 79 millones) y el valor del pasivo financiero (equivalente a u\$s 76 millones) expresó que el primero refleja la estimación incluyendo la capitalización de los intereses contingentes no distribuidos mientras que el valor contable es el que surge de la metodología BEVSA como valor razonable.

Cuadro 6: Estado de Resultados del Fideicomiso (miles de \$)

Concepto	30/09/2020	30/09/2019	31/12/2019
Ingresos por alquileres	154.109	127.958	176.566
Cambio de valor de las inversiones	347.646	262.274	473.988
Gastos Operativos	(57.773)	(46.575)	(67.178)
Resultado Operativo	443.982	343.657	583.376
Resultados Financieros	(783.600)	(487.912)	9.414
Resultado antes de impuestos	(339.618)	(144.255)	592.790
IRAE	(117)	(108)	(144)
Resultado Integral del periodo	(339.735)	(144.363)	592.646

Fuente: EE.CC del Fideicomiso Financiero

Los ingresos por alquileres del periodo analizado crecen más de 20 % respecto al mismo periodo del año anterior (en moneda nacional corriente)

Riesgos Considerados

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*

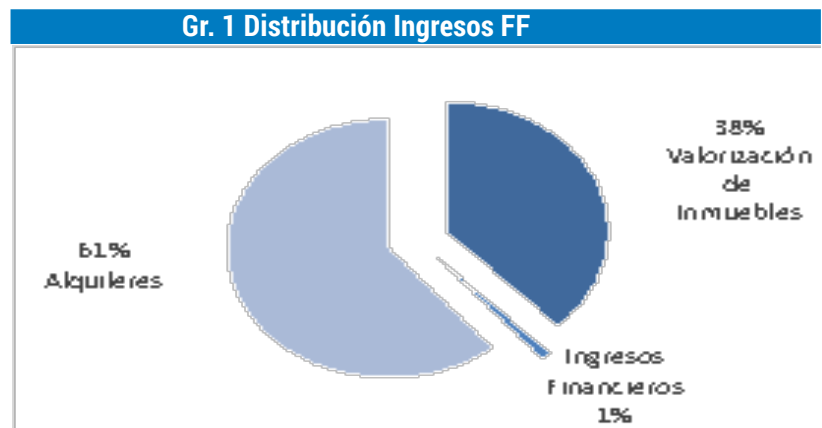
IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

1. Bienes fideicomitados 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 elaboraron por un período igual a la duración del Fideicomiso, o sea 30 años. En este caso, los ingresos proyectados en el modelo de negocios los siguientes: (a) aproximadamente un 61% en ingresos por alquileres, (b) un 39% por valorización nominal de los inmuebles en el tiempo y (c) un 1% de ingresos financieros.



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 proyectada es de un 6,39%. Con un 97% de ocupación y contratos de arrendamiento en su mayoría con empresas de primera línea, el supuesto que cobra mayor relevancia en la TIR proyectada es la apreciación de los inmuebles del 2,5%. CARE considera adecuado dicho supuesto y lo fundamenta en la sección V de la presente calificación.

Asimismo, la tasa de retorno proyectada es mayor al WACC estimado por CARE, que es del 5,26%. Dicha estimación tomó en cuenta que el financiamiento es únicamente con fondos propios y se utilizó la beta sectorial de las estimaciones de Damodaram para los REIT (Real Estate Investment Trust). El riesgo país y la tasa libre de riesgo fueron consistentes con las actualizaciones del WACC que realiza CARE en otras calificaciones.

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.

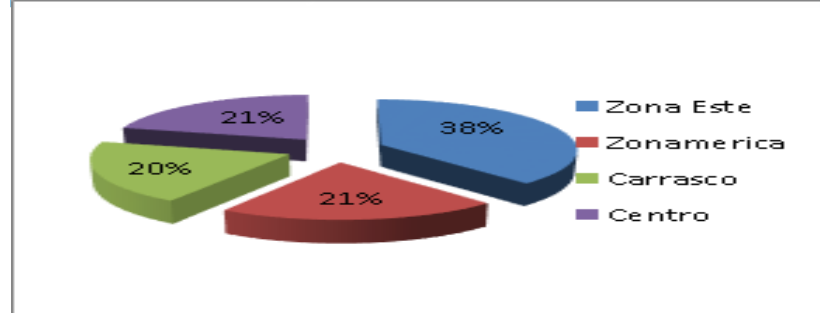
El Administrador informa trimestralmente a CARE sobre los Cap Rate⁷ de los negocios adquiridos (individual y global) por parte del Fideicomiso. Estos se adecuan a los proyectados en el Prospecto de Emisión en la mayoría de los casos.

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 la emisión del Fideicomiso esté expresada 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, 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 ya que, en el largo plazo, los contratos de alquiler tenderán a aumentar en dólares corrientes (ver Sección V). Otro factor que fortalece los ingresos del Fideicomiso refiere a los plazos de vencimiento de los contratos de alquiler, donde más del 70% de los mismos vence en un período mayor a 5 años. Las gráficas 2, 3 y 4 describen el posicionamiento del Fideicomiso frente a los aspectos señalados anteriormente.

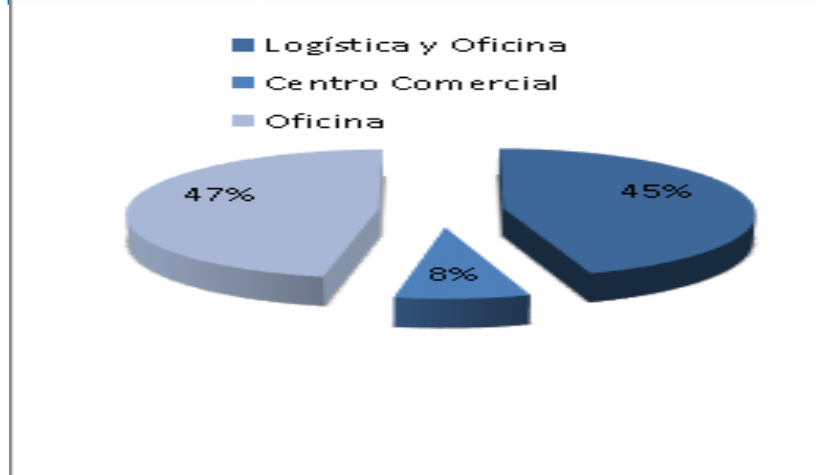
Gr. 2 Diversificación Geográfica inversiones del FF



⁷ Capitalization Rate o Tasa de Capitalización. es el cociente que se obtiene dividiendo el ingreso neto producido entre el valor de la propiedad.

Fuente: Elaborado por CARE en base a ICP

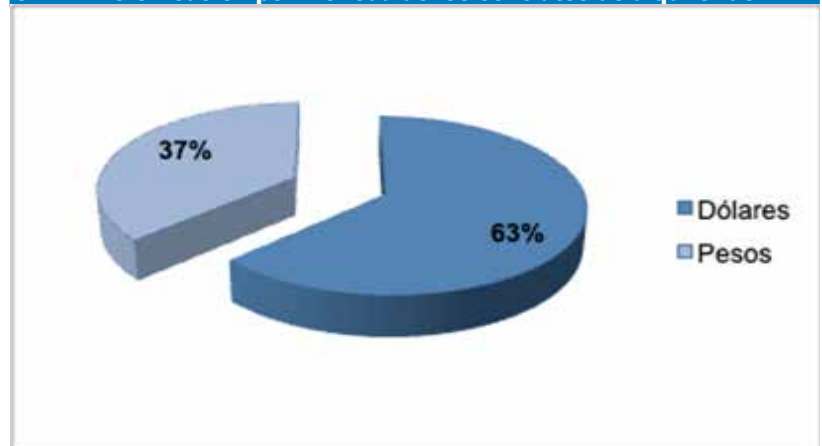
Gr. 3 Diversificación por destino inversiones del FF



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

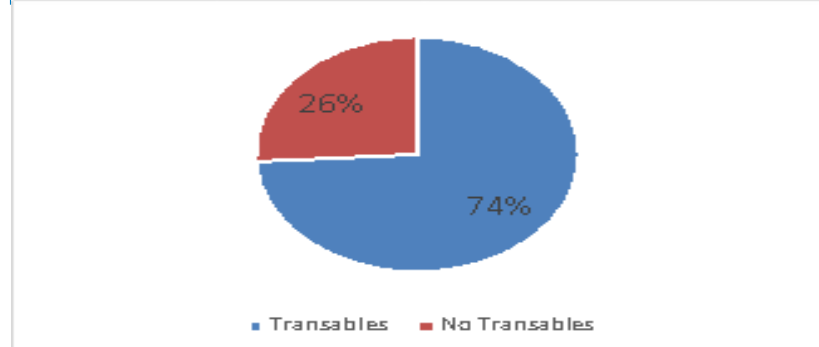
El Fideicomiso ha realizado una adecuada selección de activos y contratos de alquiler que permite atenuar el riesgo de descalce de moneda. El criterio de obtener inmuebles en territorio Franco mitiga en parte este riesgo, debido a que dichos inmuebles arbitran sus precios (del inmueble y del alquiler) en mayor medida con inmuebles con características homólogas en la región y el mundo. En este sentido, las gráficas 4 y 5 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. 4 Diversificación por moneda de los contratos de alquiler del FF



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

Gr. 5 Grado de exposición de los ingresos de los arrendatarios.



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

3. Generación de Flujos y sensibilización

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. A la fecha de la presente actualización, el Fideicomiso ha superado las externalidades negativas en la economía, producto del brote de COVID 19.

Cuadro 7. Resultado económico del Fideicomiso al 30/9/2020.

Concepto	Millones de dólares
INGRESOS DEL FIDEICOMISO*	4,3
INTERESES FIJOS*	- 0,9
GASTOS (incluye IVA) *	- 0,9
Gastos operativos de Inmuebles	- 0,6
RESULTADO	1,9

Fuente: Datos estimados por CARE

* Valores aproximados.

Según informa el Administrador en el tercer trimestre del 2020, el Fideicomiso se encuentra con holgura financiera que le permite cumplir con sus compromisos que aquí se califican.

Como fuera mencionado en la anterior calificación, CARE estimó que si se cayera el 50% del monto de los alquileres (de muy baja probabilidad), el Fideicomiso igualmente sería capaz de afrontar sus gastos y cumplir con el interés fijo que aquí se califica.

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 muy bajo.

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

A la fecha de la actual calificación, se considera que el riesgo económico aumentó sistémicamente en casi todas las economías del planeta. La magnitud y permanencia en el tiempo de las externalidades negativas que recibirá el sector de Real Estate por el efecto negativo en las economías del mundo producto del brote de COVID 19, aún no se pueden inferir con claridad. La alta volatilidad de los valores bursátiles que puede generar un efecto riqueza negativo, la caída de los ingresos de los hogares en la mayoría de los países del mundo (por no decir todos), el deterioro de las expectativas de los agentes y la elevada incertidumbre prevaleciente en la actualidad, han generado una retracción del mercado inmobiliario en general y en particular el de las oficinas y centros comerciales.

A continuación se analizará: (a) el efecto mundial de las Pandemia en el mercado de oficinas, (b) en contexto del mercado local de oficinas y de logística, stock, oferta, demanda y precios.

Covid y Oficinas

El mercado de oficinas está atravesando un proceso de transformación sin precedentes. Los cambios evidencian raíces tecnológicas, económicas y culturales. La aparición del Covid 19 profundizó y aceleró un proceso de cambios que ya había comenzado a mediados de la primera década del siglo. El avance tecnológico, que modifica los modelos de negocios en cada quinquenio, ha dotado de factibilidad y eficiencia al teletrabajo. En el mismo sentido, la excesiva aglomeración de las ciudades encarece año tras año el valor del metro cuadrado de oficinas y dificulta la movilidad interna de las personas. Un estudio de 2004 realizado por Daniel Kahneman de la Universidad de Princeton, encontró que los viajes diarios al trabajo eran una de las actividades menos agradables que la gente hacía con regularidad. En el mismo sentido, la Oficina de Estadísticas Nacionales de Gran Bretaña, publicó que “los viajeros tienen una menor satisfacción con la vida, niveles más bajos de felicidad y mayor ansiedad en promedio que los que no viajan”.

La pandemia COVID-19 demostró a la fuerza, que muchas organizaciones pueden lograr que más del 90% de su personal trabaje de forma remota⁸.

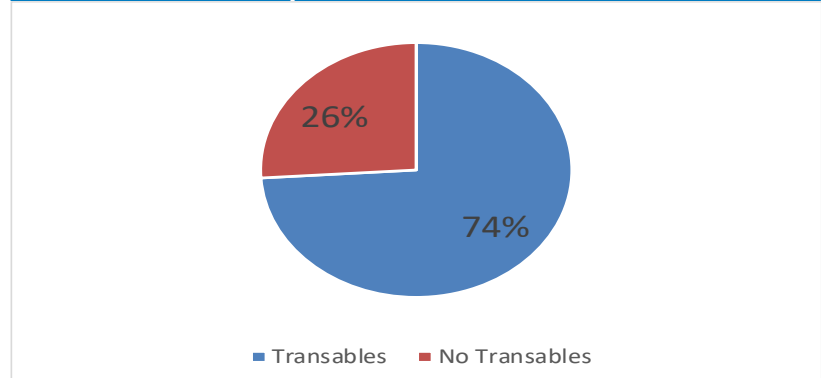
⁸. El trabajo remoto no tiene por qué significar que todos o la mayoría de los empleados trabajen siempre desde casa. El trabajo remoto se puede estructurar para que los empleados dividan su tiempo entre el hogar y el lugar de trabajo, en semanas alternas y en un horario rotativo. Algunas empresas podrían elegir un modelo de trabajo desde cualquier lugar en el que los empleados puedan trabajar de forma remota todo el tiempo, pero aún así poder visitar cualquier lugar de trabajo en cualquier momento, si así lo desean con el propósito de afiliarse.

Según publica la revista británica “The Economist” (Gráfica 6), el 50% de las personas en cinco grandes países europeos pasan todos los días de trabajo en la oficina, mientras el 25% permanece en casa a tiempo completo.

En qué medida el trabajo en el domicilio seguirá siendo popular mucho después de que haya pasado la pandemia dependerá de:

- (a) el acuerdo entre empresas y trabajadores,
- (b) el modelo de trabajo instaurado por la empresa y
- (c) que la legislación laboral permita dicha flexibilidad. También dependerá de si las empresas adoptan o rechazan la controvertida teoría de que trabajar desde una oficina podría obstaculizar la productividad. Desde la década de 1970, los investigadores que han estudiado la proximidad física han estado en desacuerdo sobre la cuestión de si facilita o inhibe la colaboración. El argumento se centra en gran medida en que la reunión de personas bajo un mismo techo promueve un comportamiento que conduce a nuevas ideas, o si hacerlo promueve la charla ociosa. En la actualidad, la productividad del trabajo parece no haberse alterado demasiado, pero no hay que olvidar que se hizo bajo condiciones de confinamiento de las personas y de la percepción de un alto riesgo de pérdida laboral. Muchos de los trabajadores que trabajaban desde sus casas no sabían si regresarían a sus puestos una vez pasado el confinamiento y la pandemia. Cualquiera de los dos motivos (pandemia y riesgo de pérdida laboral), no son hipótesis sustentables ni reales en el mediano y largo plazo.

Gráfica 6. Días de trabajo remoto “en casa”



Sin embargo, trabajar desde la casa puede no ser tan placentero. Así lo expresa una encuesta reciente, en que el 20% de los estadounidenses encuestados respondió que “nunca” le gustaría trabajar desde sus casas y otro 24% dice que le gustaría hacerlo “tiempo completo”, mientras que otro 45% oscila por opciones entre ambos extremos, con una enorme variedad de matices. Leesman⁹, una consultora especializada en recursos humanos, ha analizado la experiencia de más de 100.000 trabajadores administrativos en todo el mundo rico durante la pandemia. Encuentra un resultado intuitivo que ahora cuenta con una base cuantitativa, y es que la satisfacción con el trabajo desde casa varía según si esa persona tiene espacio de oficina y/o escritorio en su hogar. Y no todo el mundo tiene la capacidad de trabajar desde casa, incluso si lo desea. Así lo refleja el dato de que sólo el 49% de los estadounidenses tiene una habitación donde pueda trabajar que no sea su dormitorio¹⁰. Una investigación publicada en abril de 2020 por Neiman y Jonathan Dingel, ambos de la Universidad de Chicago, encontró que en los países ricos alrededor del 40% de la fuerza laboral tenía ocupaciones

⁹. <https://www.leesmanindex.com>

¹⁰. Entrevista de la Nación: Nicholas Bloom: “Esta pandemia desafía la idea misma de lealtad al trabajo”

que podrían completarse desde la casa. Un artículo de Erik Brynjolfsson de la Universidad de Stanford, que analiza datos estadounidenses, encontró que aproximadamente la mitad de los empleados trabajaba desde su casa (algún día de la semana), antes de que comenzara la pandemia.

De hecho, no está claro si los beneficios de trabajar desde casa pueden durar un período de tiempo prolongado. El estudio realizado por Nicholas Bloom de la Universidad de Standford sobre los trabajadores chinos, evalúa el impacto de trabajar desde casa durante muchos meses. Descubrieron que, con el tiempo, muchas personas estaban desesperadas por volver a la oficina, aunque solo fuera de vez en cuando, en parte porque se sentían solas. Algunas empresas que han probado el trabajo remoto a gran escala en el pasado finalmente lo abandonaron, incluida Yahoo, una empresa de tecnología, en 2013.

En síntesis, aún es prematuro conocer el efecto que tendrá la pandemia en el mercado de oficinas una vez que se encuentre la vacuna. Seguramente el mercado de oficinas se recomponga con un nuevo paradigma de demanda y la infraestructura inmobiliaria deberá acompañar los procesos mixtos de teletrabajo y presenciales del futuro.

Contexto sectorial

La inversión inmobiliaria en los submercados estudiados (oficinas y logística), se puede manifestar en al menos tres variantes. La primera, obedece al desarrollo y construcción del inmueble y su posterior arrendamiento. La segunda, se caracteriza a través de una inversión en un inmueble ya alquilado con un contrato de largo plazo con una empresa de solvencia reconocida. La tercera variante, que es un híbrido de las anteriores, y se manifiesta a través de un contrato de largo plazo entre el futuro inquilino y el propietario. Este último realiza la inversión en el inmueble sujeta a las especificaciones indicadas por el promitente inquilino. Una vez concluida la inversión “a medida” realizada por el propietario, se configura el contrato de arrendamiento de largo plazo.

A mediados de la década del noventa, producto de la mayor participación del sector servicios en la economía uruguaya, el mercado de oficinas comenzó a evidenciar un proceso de cambios que continúa hasta el presente.

La fragmentación de los procesos en las cadenas de valor globales ha ido posicionando a Uruguay como un país competitivo en lo que respecta al destino geográfico para instalar empresas de servicios (o parte de empresas) y producir para el resto del mundo. Software, Servicios Financieros, Servicios Profesionales, Outsourcing, Sectores de Comercio/Administración/Estratégicos de grandes empresas, son algunos de los ejemplos de actividades que forman gran parte de la demanda en el mercado de oficinas A+.

El primer hito fue la construcción de las oficinas WTC, proceso que fue transitoriamente interrumpido por la crisis de 2002. 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 tiene condiciones de competitividad genuinas. En dicho período, el sector fue creciendo de forma vertiginosa hasta alcanzar una sobreoferta de oficinas en la primera mitad de la década pasada, la que se ha ido reduciendo en estos últimos 4 años.

Stock.

Montevideo contaba en 2019 con alrededor de 25 edificios categoría A y A+, aproximadamente 235 mil metros cuadrados de oficinas de estas categorías, a los que hay que sumarle los proyectos que están en proceso de construcción. El mayor desarrollo se evidenció en los años 2009 y 2014 cuando ingresaron casi 160 mil metros cuadrados nuevos al mercado. Este crecimiento de la oferta no fue acompañado en igual medida con un incremento en la demanda, motivo por el cual la vacancia evidenció un importante aumento, que ha disminuido en el período 2014 – 2016. En 2017 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 8. Cantidad de 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	3	8%
Aguada	1	4%
	25	100%

Fuente: CARE

Cuadro 9. Metros cuadrados de Edificios A y A+ en Montevideo.

	Metros ²	Cat.
WTC 1	11036	A+
WTC 2	11042	A+
WTC 3	18575	A+
WTC 4	31450	A+
Aguada Park	18715	A+
Plaza Alemania	13400	A+
WTC Free Zone	16362	A+
WTC Sector ABC	2105	A+
Victoria Plaza Office Tower	12500	A
Torre de los Profesionales	11520	A
Punta Carretas Tower	7490	A
Art Carrasco Business	5500	A
Imperium Building 1	5469	A
Torre Mapfre	5406	A
Columbus Center (Ferrere)	4811	A
Edificio Omega	3519	A
Colonia 950	2984	A
IBM	2520	A
Mercosur Business Center	2108	A
Marigot Office	1994	A
El Plata Corporate	1886	A
Torre 58	1800	A
Gamma Tower	1315	A
Costa Carrasco Building	1184	A
Stella Park	800	A

Fuente: CARE

Oferta

La nueva oferta de oficinas se reactivó a partir del 2017, destacándose el proyecto "Plaza Armenia" culminado a mediados del 2019 y el WTC Free Zone II, aún en construcción. La oferta de oficinas es cada vez de mayor calidad y se está adecuando a las formas de trabajo modernas. Existen importantes proyectos que están en proceso de comienzo de obra. La dificultad que presentan los proyectos para su arranque es la escala es la reducida absorción existente. Esta característica del mercado uruguayo dificulta la concreción de proyectos nuevos de gran escala.

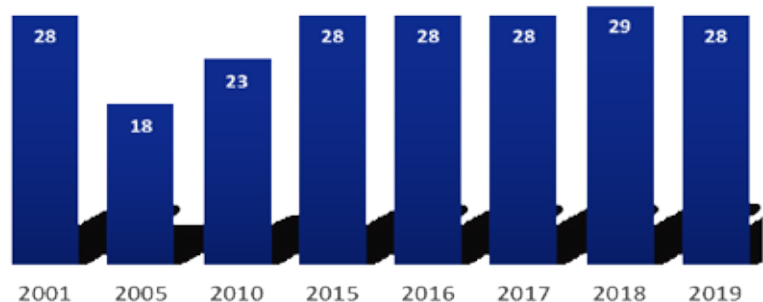
Demanda

Según informantes calificados, la absorción neta de oficinas oscila los 4000 - 6000 metros cuadrados. Generalmente motivada por empresas que migran sus oficinas a edificios con mejores prestaciones. La demanda se concentra en espacios con excelentes sistemas de seguridad, sistemas de detección y extinción de humo de última generación, plantas libres y muy iluminadas, espacios compartidos de trabajo y amenities corporativos y muy buen sistema de transporte y entorno.

Precios

Los precios se han mantenido sin cambios en los últimos dos años. No obstante, la eventual caída de demanda motivada por los nuevos paradigmas de trabajo esbozados párrafos arriba podrá repercutir en una disminución de los precios. En la actualidad el precio de las oficinas A+ se sitúa en 4000 dólares por metro cuadrado, con una renta bruta cercana a los 27 dólares por metro mensual para el caso de WTC.

**Gráfica 7. Precio promedio del alquiler Oficinas A+
Dólares corrientes por metro cuadrado por mes**



Fuente: CARE

Cuadro 10. Precio por proyecto por mes

ZONA	Dólares/mt2
OFICINAS A+	23
WTC FZ	57
AGUADA PARK	28
PARQUE DE LAS CIENCIAS	21
ZONA AMERICA	29

Fuente: CARE en base a Simulador de UXXI

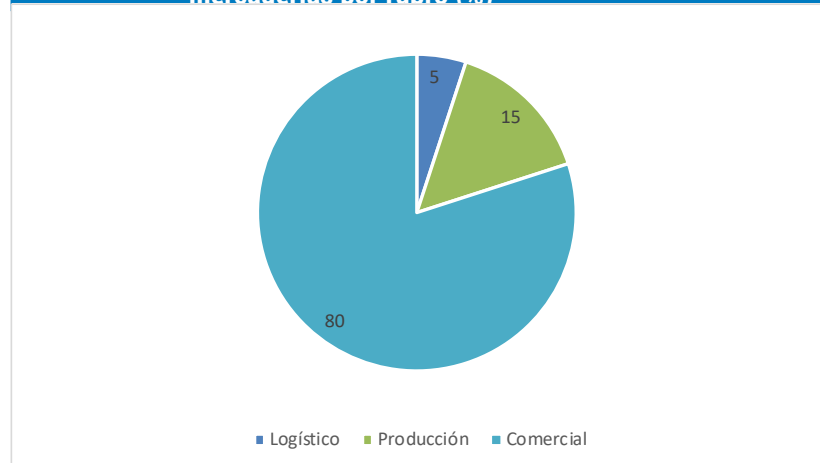
Logística

El crecimiento demográfico en los centros urbanos del Área Metropolitana de Montevideo ha generado zonas de alta densidad de población que actúan como grandes atractores de instalaciones comerciales. Adicionalmente, el consumo de los hogares ha ido en aumento y ha ido modificando la demanda. Estos cambios impactan en la logística urbana, denominada “Distribución Urbana de Mercancías” (DUM), definición que “abarca todos los movimientos relacionados con la actividad comercial y el suministro y distribución de bienes en las ciudades”.

La DUM combinada con: **(a)** un alto número de emprendimientos comerciales, **(b)** un creciente número de vehículos privados y de vehículos de transporte público, generan una cóctel complejo y difícil de administrar. El advenimiento del e - Commerce, los cambios en el consumo masivo con las tiendas de cercanías y las restricciones urbanas reconfiguran el entramado logístico de la ciudad.

La ciudad de Montevideo dispone de escaso suelo adicional para estos usos que, en su gran mayoría, no conviven de forma armónica con la trama urbana de vivienda. La Imagen 5 describe el número de empresas cuyo objeto principal necesita de movimiento de cargas y depósitos de mercaderías. Existen 11.595 empresas en Montevideo, siendo las de logística un 5 % (Gráfica 8).

Gráfica 8. Empresas con movimiento de cargas y depósitos de mercaderías por rubro (%)



En lo que respecta al mercado inmobiliario Industrial y de Logística, el desarrollo inmobiliario se ha trasladado fuera del departamento de

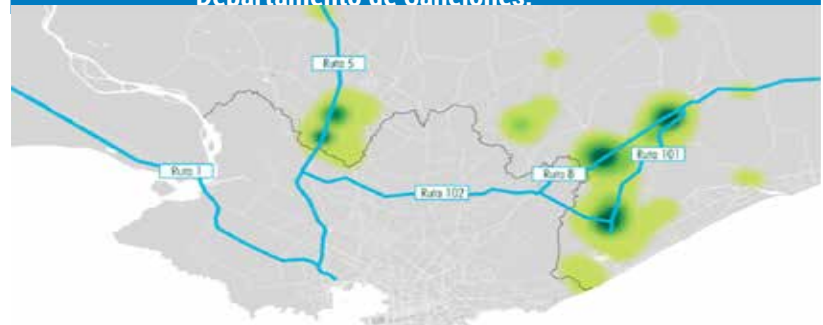
Montevideo, situándose en los límites con Canelones y San José. Los principales ejes de transporte son la ruta 1, la ruta 5, la ruta 101, la ruta 8 y la ruta 102 (perimetral). La imagen 1 describe los principales nodos o ecosistemas logísticos e Industriales. Asimismo, la Imagen 2 describe el grado de concentración de Industrias y ecosistemas logísticos, conjuntamente con las principales vías de comunicación terrestre. La Imagen 3 describe las nuevas instalaciones hechas a partir del 2005 y la Gráfica 9 describe la cantidad de metros construidos por año. De esta serie se puede inferir que se construyen 140 mil metros por año aproximadamente.

Imagen 1. Principales nodos inmobiliarios Logísticos e Industriales.



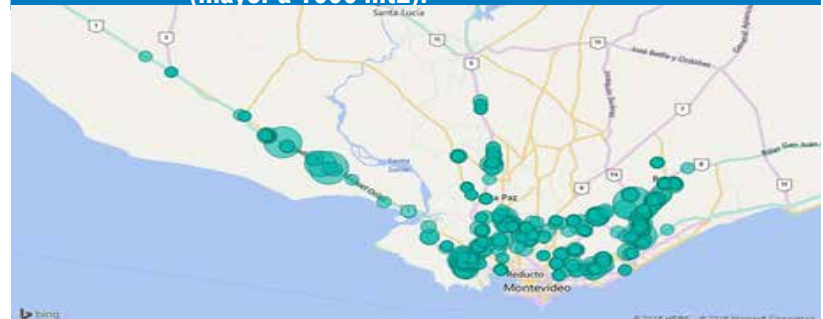
Fuente: CBRE

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



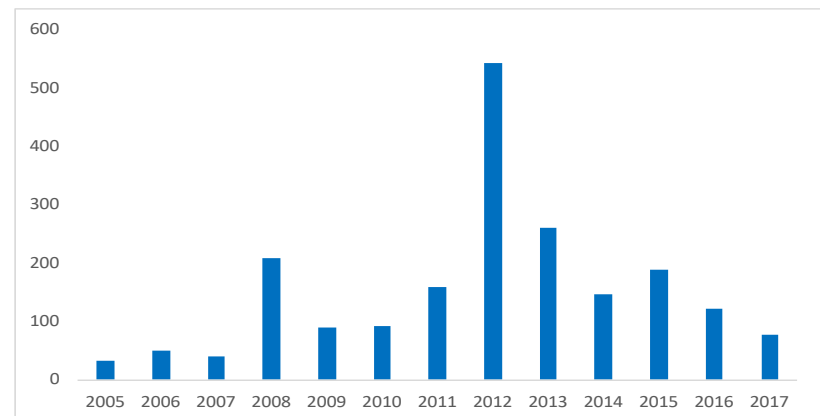
Fuente: CBRE

Imagen 3. Nuevas instalaciones desde 2005 al 2019 (mayor a 1000 mt²).



Fuente: INALOG

Gráfica 9. Superficie construida de depósitos logísticos en el departamento de Montevideo. Datos anuales en miles de metros²



Fuente: INALOG

Un punto adicional, es que la IMM lentamente está haciendo cumplir la legislación departamental que insta a que las empresas de logística y depósitos se retiren del área céntrica del departamento, volviendo cada vez más estricta la normativa de circulación de vehículos de carga en Montevideo. Esto obligaría, en un futuro cercano, a las empresas a reubicarse dentro de Montevideo o Canelones.

En síntesis, el sector de logística está en un proceso de crecimiento tendencial y que continuará demandando suelo, ejerciendo presión a los Gobiernos Departamentales en lo que refiere a las políticas de desarrollo urbano.

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 el crecimiento promedio de la economía. 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.

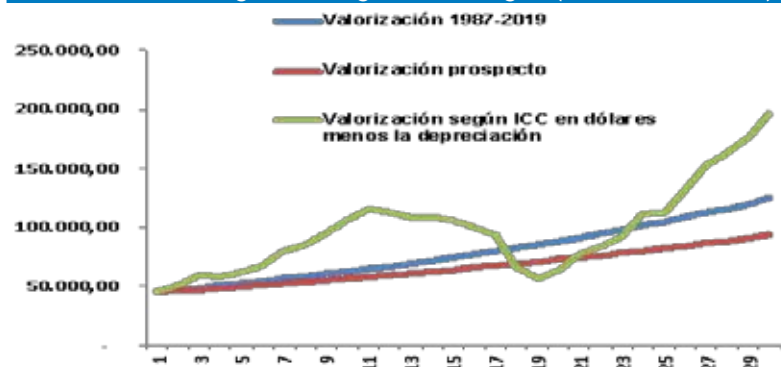
Siguiendo con el cálculo teórico, y tomando valores de largo plazo (30 años, desde 1990 - 2019), el valor en dólares de los activos inmobiliarios se tendría que haber apreciado en moneda local constante un 3% anual por concepto del crecimiento del PBI y un 4,7% anual por la pérdida del valor del dólar 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 brinda una apreciación promedio de los inmuebles de 4,7% acumulativo anual (teniendo en cuenta el costo de reposición).

El Prospecto de emisión supuso una valorización del 2,5% anual. Según los cálculos realizados y tomando como marco de referencia la primera 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. Asimismo, analizando la valorización del conjunto de los inmuebles del Fideicomiso según tasación de los balances, la misma se sitúa por encima del 4,5% promedio anual,

La Gráfica 5 describe la evolución del valor de los inmuebles según las diferentes metodologías. Por un lado, la proyección del Prospecto en color rojo, la de estimación según la evolución del PBI en color azul y la evolución del costo reposición en color gris. En base a este razonamiento teórico, se podría considerar como conservadora a la apreciación proyectada en el Prospecto de Emisión.

Gráfica 10. Tendencias de Valorización de los inmuebles del Fideicomiso en el Largo Plazo según metodologías (en miles de dólares).



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: *El riesgo de entorno ha desmejorado en lo que respecta a las perspectivas de mercado por la incertidumbre de los efectos que tendrá la economía por el brote del nuevo Coronavirus. En lo que respecta a las políticas públicas el riesgo se considera bajo. En conclusión, el riesgo de entorno se considera medio 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)¹² de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.

Comité de Calificación



Ing. Julio Pieve



Cr. Martín Durán Martínez

¹². **BBB + (uy)**. Se trata de instrumentos que presentan un riesgo medio bajo para la inversión, ya que evidencian un desempeño aceptable y suficiente capacidad de pago en los términos pactados. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, y las características del entorno, dan en conjunto moderada satisfacción a los análisis practicados, sin perjuicio de alguna debilidad en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo. Podría incrementarse el riesgo del instrumento ante eventuales cambios previsibles en los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, o en la economía en su conjunto. La probabilidad de cambios desfavorables previsibles en el entorno es de baja a media baja, y compatible con la capacidad de la administradora de manejarlos aunque incrementando el riesgo algo más que en las categorías anteriores. **Grado de Inversión mínimo.**