

CARE

CALIFICADORA DE RIESGO

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

Montevideo, mayo 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
20	V EL ENTORNO
27	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

Actualización de Calificación Oferta Pública 13-mayo-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.
Activos del Fideicomiso:	Inmuebles, contratos relativos a los inmuebles y todos sus producidos incluyendo el precio de venta de los mismos y los derechos reales que surjan de inversiones en vehículos cuyo fin específico sea invertir en inmuebles junto con activos financieros.
Estructura:	Ferrere Abogados (asesor legal)
Comité de Calificación:	Julio Preve Folle y Martín Durán Martínez.
Calificación de Riesgo:	BBB +.uy
Vigencia de la calificación:	30 de noviembre de 2020.
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:

- El Fideicomiso ha completado una etapa crucial del plan de negocios, en el que los ingresos esperados por los arrendamientos superan largamente las obligaciones de interés fijo y gastos del fideicomiso.
- 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.
- 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 ha 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 56,4 millones de dólares, según valor de compra. No obstante, 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.
- El Administrador ha informado a CARE sobre los Cap Rate² de los negocios adquiridos por parte del Fideicomiso. Estos se adecuan a los proyectados en el Prospecto de Emisión en la mayoría de los casos.

¹ Disponible en care@care.com.uy

² Capitalization Rate o Tasa de Capitalización. es el cociente que se obtiene dividiendo el ingreso neto producido entre el valor de la propiedad.

- 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 (2,18%) y la cadencia de los vencimientos de los contratos vuelven robustos los ingresos del Fideicomiso, en lo que respecta a generar los ingresos para cubrir lo que aquí se califica. A la fecha de la actual calificación, las externalidades negativas que pudiera recibir el Fideicomiso por el efecto negativo en la economía producto del brote de COVID 19 aun no se pueden inferir con claridad. No obstante, la abrupta suba de la cotización del dólar, la caída de los ingresos de los hogares, el deterioro de expectativas de los agentes y la elevada incertidumbre prevaleciente en la actualidad, seguramente generarán una marcada retracción del mercado inmobiliario este año.
- 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. La modificación de precios relativos en este último semestre, puso fin a la tendencia al alza de los precios de los alquileres expresados en dólares y es esperable que disminuyan sensiblemente en 2020. No obstante, esta modificación de precios, no afecta los ingresos del Fideicomiso, ya que los inmuebles adquiridos se encuentran prácticamente en el 100% de ocupación. Asimismo, los contratos de alquiler están pactados en un 62% dólares y un 38% en pesos uruguayos indexados.
- 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.

I. INTRODUCCIÓN

Alcance y marco conceptual de la calificación

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

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

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

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

Esta actualización tiene vigencia hasta el 30 de noviembre de 2020. No obstante, la misma puede variar ante la aparición de hechos relevantes.

1. Antecedentes generales y hechos salientes del período

Antecedentes generales:

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

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

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

Hechos salientes del período

El 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 y del estado actual de la ocupación se describe en el Cuadro siguiente³.

Cuadro 1. Inversiones realizadas hasta diciembre de 2019

Propiedad	Porcentaje del Portfolio	Ocupación (%)
Propiedad 1	7%	78,48
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%	97,82

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

El nivel de ocupación general continúa en niveles adecuados y ha variado marginalmente respecto a la Calificación próximo pasada.

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

El Fideicomiso ha afectado los fondos disponibles en inversiones inmobiliarias y ya cuenta con inmuebles cuya tasación supera ampliamente el monto de la emisión. Las inversiones fueron más lentas de lo proyectado lo que redundó, en los primeros años del Fideicomiso, en resultados económicos inferiores a los previstos en el Prospecto de Emisión. Sin embargo, 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.

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

2. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- Informe de Gestión del cuarto trimestre de 2019 realizado por el Administrador.
- Informe de Gestión del tercer trimestre de 2019 realizado por el Administrador.
- Informe del Comité de Vigilancia
- Estados Contables del Fideicomiso al 31 de diciembre de 2019
- Estados Contables del Fiduciario al 31 de diciembre de 2019
- Estados Contables de ICP al 31 de diciembre de 2019.
- Calificaciones anteriores.

II. EL FIDEICOMISO Y LOS TÍTULOS MIXTOS

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

1. Descripción general

Denominación: Fideicomiso Financiero de Inversión y Rentas Inmobiliarias

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

Administrador: ICP Uruguay S.A.

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

Entidad Representante: Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay.

Cotización bursátil: Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay.

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

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

Moneda: Dólares

Importe de la Emisión: USD 60.000.000

Calificadora de Riesgo: CARE calificadora de Riesgo

Calificación de Riesgo: BBB +.uy

Manual utilizado: Manual de calificación de finanzas estructuradas por terceros

2.El análisis jurídico

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

Dicho análisis concluía:

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

3. Riesgos considerados

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

Riesgo por iliquidez. Los Títulos se han diseñado para ser líquidos. Por este motivo, la liquidez puede considerarse adecuada dadas las características del mercado uruguayo. *El riesgo es bajo.*

III. LA ADMINISTRACIÓN

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

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

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

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

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

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

Autoridades

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

Situación económica y financiera

El análisis de los EE.CC intermedios al 31 de diciembre de 2019 sigue mostrando una sólida situación de solvencia. El ratio de liquidez se mantiene por debajo de la unidad. Cabe mencionar que el activo no corriente se compone en buena medida por los depósitos en garantía a que está obligada la firma, según normativa vigente, por los fideicomisos que administra y en consecuencia son de disponibilidad restringida. Esto explica los pasivos financieros, que son contraídos para constituir estas garantías y que una vez liberadas, los mismos son cancelados. En cuanto a la eventual necesidad temporal de fondos para atender obligaciones de corto plazo, la firma cuenta con financiamiento con partes relacionadas por lo que el riesgo de liquidez es muy acotado.

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

Concepto	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017
Activo Corriente	16.842	9.167	9.391
Activo no Corriente	176.772	95.074	81.968
Total Activo	193.613	104.240	91.360
Pasivo Corriente	22.132	14.368	13.068
Pasivo no Corriente	140.738	63.040	52.817
Total Pasivo	162.870	77.408	65.885
Patrimonio	30.743	26.832	25.474
Total Pasivo y Patrimonio	193.613	104.240	91.360
Razon Corriente	0,76	0,64	0,72

Fuente: EE.CC EFAM

Los resultados de la firma a diciembre de 2019 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	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017
Ingresos Operativos	48.081	45.176	38.189
Gastos Adm. y Vtas.	(43.595)	(41.745)	(33.804)
Resultado Operativo	4.486	3.431	4.385
Resultados Financieros	2.484	(682)	(1.647)
Resultados antes de impuestos	6.970	2.749	2.738
IRAE	(2.586)	(1.120)	(1.040)
Resultado del período	4.384	1.629	1.699
Res Operativos/Ingresos	9,33%	7,59%	11,48%
Res Ejercicio/Ingresos	9,12%	3,61%	4,45%

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 Fideicomiso

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

El fideicomiso clasifica las inversiones en inmuebles como propiedades de inversión ya que las mismas se destinan a obtener rentas a través de su alquiler. Ha adoptado el método del valor razonable con cambios en resultados, sustentando dichos valores mediante tasaciones independientes. Este criterio también se aplica para las sociedades subsidiarias las que no se consolidan sino que figuran según su valor patrimonial (es el caso de Obaland SA, propietaria de Art Carrasco Business). De acuerdo al estado de situación al cierre de 2019 su valor contable era de algo más de \$ 34 millones, equivalente a unos USD 915 mil; esto es así porque el 30/4/19 una asamblea de accionistas resolvió un rescate de capital que se concretó entre el 6/6/19 y el 17/9/19 habiendo recibido el fideicomiso por este concepto algo menos de USD 5 millones. De esta forma, el fideicomiso, que sigue siendo propietario de la totalidad del paquete accionario de la sociedad, recupera buena parte de lo invertido en ella la que disminuye su capital en esa cifra.

Siguiendo el criterio mencionado en el párrafo precedente, al 31/12/19 el importe en libros de las propiedades de inversión alcanzan el valor equivalente de USD 62.676.742; como queda dicho, no se incluye en esta cifra el valor del inmueble propiedad de Obaland SA, así como el equipamiento de los inmuebles adquiridos en la etapa I de Zona Este (del orden de USD 1 millón) que se registran en otra cuenta del activo.

En el cuadro siguiente se informa sobre la evolución del valor de las propiedades, incluyendo la propiedad de Obaland y el valor del equipamiento mencionado en el párrafo anterior que explica la diferencia con el valor contable del rubro inmuebles.

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

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 patrimonial y financiero del Fideicomiso al 31/12/19 se refleja en los EE.CC que se exponen en los cuadros siguientes.

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

Concepto	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017
Activo	2.775.962	2.272.369	2.035.297
Activo Corriente	185.375	206.636	463.659
Activo no Corriente	2.590.586	2.065.734	1.571.637
Pasivo	2.587.766	2.676.819	2.284.857
Pasivo Corriente	67.759	57.900	18.323
Pasivo no Corriente	2.520.007	2.618.919	2.266.534
Patrimonio	188.197	(404.449)	(249.561)
Pasivo y Patrimonio	2.775.962	2.272.369	2.035.297
Razón Corriente	2,74	3,57	25,30

Fuente: EE.CC del Fideicomiso Financiero

Nota: el pasivo no corriente incluye intereses contingentes

Puede comprobarse que el patrimonio contable pasó a ser positivo. Es pertinente aclarar que, puesto que el compromiso a la emisión de títulos es la devolución de los mismos más un interés fijo mínimo del 2 % anual, ambos conceptos se contabilizan como pasivo del Fideicomiso (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 31/12/19, el valor nominal⁴ de los títulos mixtos arroja una cifra equivalente a USD 78 millones, compuesto por USD 60 millones que corresponden al importe de la emisión y el resto a intereses capitalizados.

⁴. Consultado EFAM por la diferencia del valor nominal (u\$s 78 millones) y el valor del pasivo financiero (equivalente a u\$s 67.5 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	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017
Ingresos por alquileres	176.566	125.286	93.129
Cambio de valor de las inversiones	473.988	157.535	147.516
Gastos Operativos	(67.178)	(46.084)	(41.375)
Resultado Operativo	583.376	236.738	199.271
Resultados Financieros	9.414	(391.492)	(109.195)
Resultado antes de impuestos	592.790	(154.755)	90.076
IRAE	(144)	(133)	(136)
Resultado Integral del periodo	592.646	(154.888)	89.940

Fuente: EE.CC del Fideicomiso Financiero

Los ingresos por alquileres del periodo analizado crecen más de 40 % respecto al ejercicio anterior (en moneda nacional corriente) pero lo que explica en gran medida el crecimiento en el resultado integral del ejercicio es el cambio de valor en las inversiones determinado por la última tasación.

Con los resultados registrados y el flujo de ingresos creciente, se puede inferir confortablemente que el fideicomiso ha consolidado un flujo de ingresos suficiente para, por lo menos, afrontar su compromiso de asegurar el pago de 2 % de interés fijo.

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*

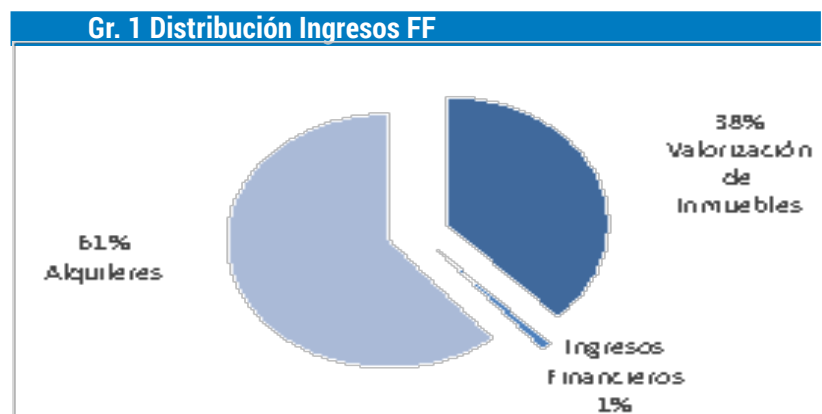
IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

1. Bienes fideicomitidos y aspectos descriptivos del proyecto

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

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

Las proyecciones económicas se proyectaron 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 5,67%. Dicha estimación tomó en cuenta que el financiamiento es únicamente con fondos propios y se utilizó el 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.

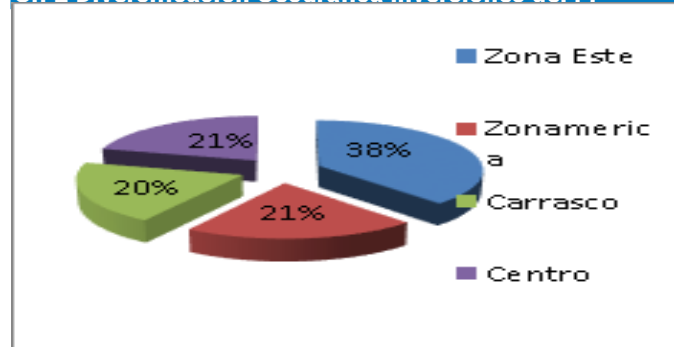
El Administrador informa trimestralmente a CARE sobre los Cap Rate⁵ de los negocios adquiridos (individual y global) por parte del Fideicomiso. Estos se adecuan a los proyectados en el Prospecto de Emisión en la mayoría de los casos.

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

A su vez, el hecho de que el Fideicomiso esté expresado en dólares y la mayoría de los ingresos provenga de contratos de alquiler situados en Uruguay genera un descalce de moneda que es necesario mitigar. Esto se logra concentrando los contratos de alquiler en la moneda de la emisión (dólares) y eligiendo, en la medida que sea posible, empresas de primera línea y con ingresos no dependientes (en su mayoría) del mercado doméstico. No obstante, 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. 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



Fuente: Elaborado por CARE en base a ICP

⁵ Capitalization Rate o Tasa de Capitalización. es el cociente que se obtiene dividiendo el ingreso neto producido entre el valor de la propiedad.

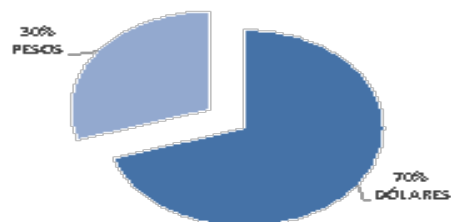
Gr. 3 Diversificación por destino inversiones del FF



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

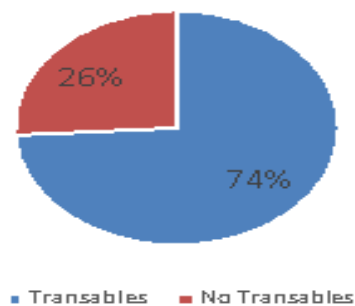
El Fideicomiso ha realizado una adecuada selección de activos y contratos de alquiler que permite atenuar el riesgo de descalce de moneda. El criterio de obtener inmuebles en territorio Franco mitiga en parte este riesgo, debido a que dichos inmuebles arbitran sus precios (del inmueble y del alquiler) 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

Como fuera mencionado en la actualización pasada, el Fideicomiso ha honrado los compromisos de interés fijo y se generaron los recursos suficientes como para cubrir la obligación que se califica en esta oportunidad, en los montos y plazos acordados en el contrato. Con los nuevos ingresos de alquileres derivados de las adquisiciones y el nuevo contrato de alquiler, el Fideicomiso más que duplicaría los ingresos necesarios para cubrir el flujo que aquí se califica. A la fecha de la actual calificación, las externalidades negativas que pudiera recibir el Fideicomiso por el efecto negativo en la economía producto del brote de COVID 19 aun no se pueden inferir con claridad. No obstante, la abrupta suba de la cotización del dólar, la caída de los ingresos de los hogares, el deterioro de expectativas de los agentes y la elevada incertidumbre prevaleciente en la actualidad, seguramente generarán una marcada retracción del mercado inmobiliario este año.

Cuadro 7. Resultado económico del Fideicomiso.

Concepto	Millones de dólares
INGRESOS DEL FIDEICOMISO*	6,0
INTERESES FIJOS*	- 1,2
GASTOS (incluye IVA) *	- 1,4
Gastos operativos de Inmuebles	-0,9
RESULTADO	2,5

Fuente: Datos estimados por CARE

* Valores aproximados.

Según informa el Administrador en el cuarto trimestre del 2019, el Fideicomiso se encuentra con holgura financiera que le permite cumplir con sus compromisos que aquí se califican.

De forma de estresar los ingresos esperados por el Fideicomiso, CARE estimó que si se cayeran el 50% del monto de los alquileres (de muy baja probabilidad), el Fideicomiso 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 descripto 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 compete 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

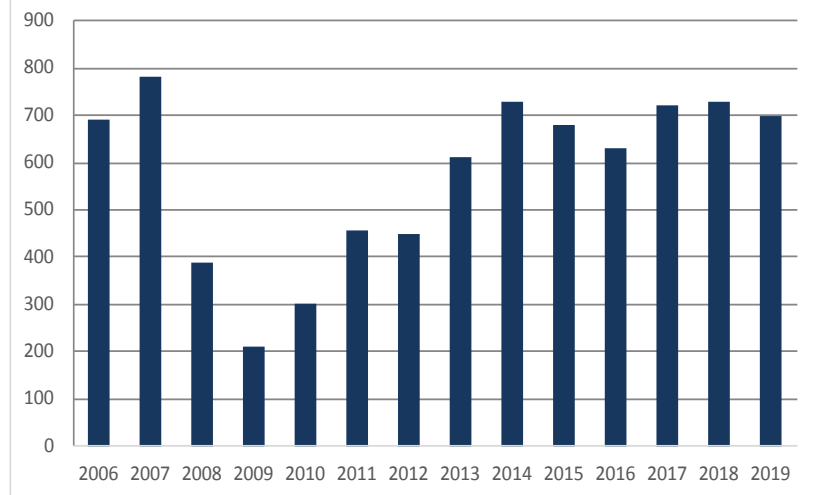
Los inmuebles generalmente han estado en el centro de las crisis económicas más severas en las últimas décadas. En esta oportunidad fueron ajenas a esta crisis económica provocada por un nuevo Coronavirus. A la fecha de la actual calificación, se considera que el riesgo económico aumentará sistémicamente en la primera mitad del año 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 aun no se pueden inferir con claridad. La abrupta caída de los valores bursátiles que genera 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, seguramente generarán una marcada retracción del mercado inmobiliario en general y en particular el de las oficinas y centros comerciales.

A continuación, se describirán los pronósticos del mercado de Real Estate global sin tener en cuenta los efectos que tendrán en la economía global las medidas sanitarias llevadas por los Estados para contener el brote del nuevo Coronavirus.

El sector inmobiliario en el mundo se ha financiado con crecientes inversiones globales aprovechando una coyuntura macro monetaria global favorable, con las tasas de interés nominales cercanas a cero y reales negativas. Y el mercado objeto de análisis no fue la excepción. Se estima que los flujos de inversión inmobiliarios oscilan los 1,3 billones de dólares (millón de millones) y que los fondos de inversión inmobiliaria alcanzan la mitad de estos flujos⁶. Como describe la Gráfica 7, el monto de inversión sectorial a través de Fondos se ha mantenido estable salvo la caída post crisis financiera del 2008 y los destinos del financiamiento han sido las grandes ciudades globales (ver Gráfica 8.2). Los mercados comerciales (oficinas, comercio y logística) conjuntamente con la vivienda representan la mayoría de esta inversión (ver Gráfica 8.1). Esta tendencia seguramente continúe en el mediano y largo plazo y que dichos flujos de capital aumenten su participación en América Latina, que actualmente es casi nula. Si Uruguay logra capturar mínimamente parte de estos flujos de capital, seguramente incremente los valores medios del suelo y del metro cuadrado inmobiliario.

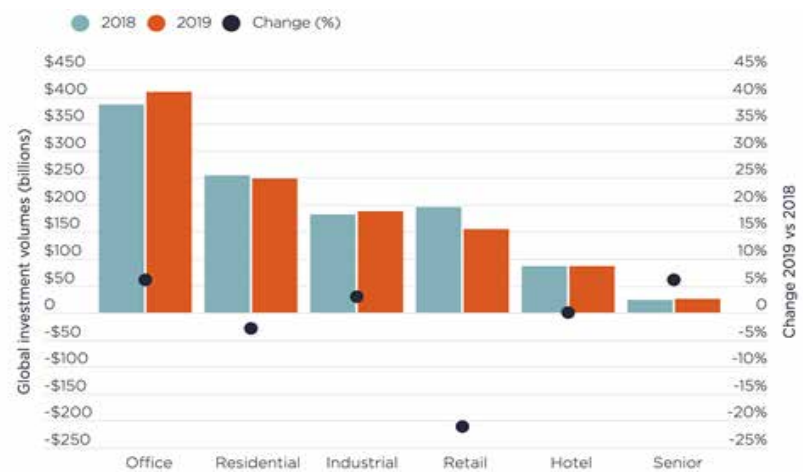
⁶. Fuente: Según la firma Real Assets, publicación británica especializada en inversiones inmobiliarias y Savills Research.

Gr. 7 Volumen de inversión en Fondos de Inversión



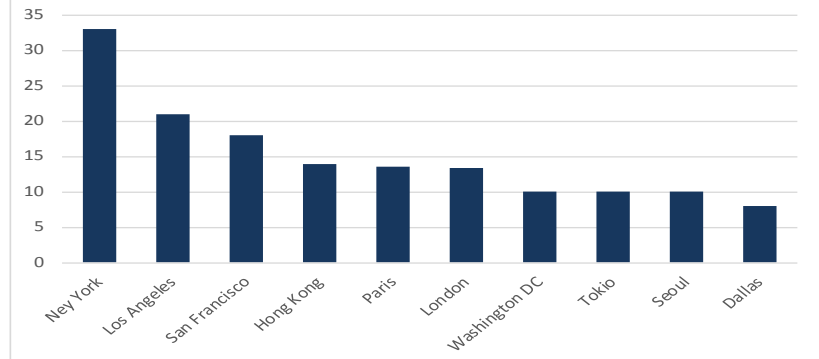
Fuente: CARE en base IPE real assets.

Gr. 8.1 Volumen de inversión según destino del inmueble (2018 y 2019)



Fuente: Savills

Gr. 8.2 Ciudades con mayor inversión inmobiliaria (2018)



Fuente: CARE en base IPE real assets.

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

Dicha inversión se focalizó en oficinas en Montevideo construidas en edificios de categoría A y A+. Montevideo cuenta en 2019 con 25 edificios categoría A y A+ (ver Cuadro 7), 182 mil metros cuadrado de oficinas de esta categoría. El mayor desarrollo se evidenció en los años 2009 y 2014 cuando ingresaron casi 60 mil metros cuadrados nuevos al mercado. Esta cifra fue sumamente importante dado que sumó un crecimiento de más del 200% respecto al stock existente a fines de 2008 (82.500 m2). Este crecimiento de la oferta no fue acompañado con un incremento en la demanda, motivo por el cual la vacancia evidenció un importante aumento en el período 2014 – 2016. No obstante, en 2017 y 2018 se reactivó el mercado de oficinas, tendencia que continúa hasta la fecha de confección del presente informe, por lo que la vacancia se ha reducido considerablemente.

Cuadro 8. Cantidad de Edificios A y A+ en Mdeo.

	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 cuadrado de Edificios A y A+ en Montevideo.

	Metros2	Cat.		Metros2	Cat.
WTC 1	11036	A+	Torre Mapfre	5406	A
WTC 2	11042	A+	Columbus Center (Ferrere)	4811	A
WTC 3	18575	A+	Edificio Omega	3519	A
WTC 4	31450	A+	Colonia 950	2984	A
Aguada Park	18715	A+	IBM	2520	A
Plaza Alemania	13400	A+	Mercosur Business Center	2108	A
WTC Free Zone	16362	A+	Marigot Office	1994	A
WTC Sector ABC	2105	A+	El Plata Corporate	1886	A
Victoria Plaza Office Tower	12500	A	Torre 58	1800	A
Torre de los Profesionales	11520	A	Gamma Tower	1315	A
Punta Carretas Tower	7490	A	Costa Carrasco Building	1184	A
Art Carrasco Business	5500	A	Stella Park	800	A
Imperium Building 1	5469	A			

Fuente: CARE

La infraestructura de oficinas es compleja en lo que refiere a su financiamiento. La competencia que le hacen otras opciones inmobiliarias como la construcción de vivienda hace que los desarrolladores se inclinen por esta última opción. En Uruguay es difícil encontrar inversores de largo plazo que financien la construcción de oficinas de gran porte para empresas de primera línea. Estas empresas pagan alquileres con un Cap Rate mayor que los que se observan en la vivienda, pero no tienen vocación de compra. Eso implica que el desarrollador no pueda realizar un roll over del capital. Asimismo, la construcción de una Torre implica agregar a la oferta una importante dosis de metros cuadrados de una sola vez, sin posibilidad de vender en etapas la oferta en el mercado. Según nuestras estimaciones, la demanda aumenta a un ritmo que no llega a los 2000 metros cuadrados anuales, descargar una torre de 14.000 metros (como es Plaza Alemania), demoraría entre 3 a 5 años en completarse. Podría acelerarse con una política agresiva de precios canibalizando otra oferta construida, pero quedarían vacante otras oficinas de la ciudad.

En lo que respecta a la demanda, es complejo estimar una tendencia que explique la demanda futura. Si se realiza un análisis de expectativas adaptativas, se podría afirmar que la demanda de largo plazo es de 1800 metros cuadrados anuales. No obstante, la proyección sobre la demanda y en definitiva sobre el precio de equilibrio tendría que analizarse desde el punto de vista de las expectativas racionales. Si la demanda por este tipo de oficinas representa un cambio de paradigma, seguramente la absorción aumente significativamente en el mediano plazo. La información disponible sugiere que, para el mercado de este tipo de oficinas, la tendencia de largo plazo sería de crecimiento de la demanda con oscilaciones marcadas por el ciclo económico.

Como fuera mencionado en anteriores actualizaciones, las modificaciones en la reglamentación de usuarios de zonas francas constituyen un cambio estructural en la demanda doméstica por oficinas A+ ubicadas en territorio franco dentro de Montevideo. Esto se debe a que antiguamente los usuarios de zona franca debían de realizar su actividad sustantiva en la zona franca donde estaban radicados. A partir de la nueva reglamentación se les permite tener, por ejemplo, un depósito en una zona franca del interior del país y una oficina en una zona franca de Montevideo.

Se puede apreciar un gradual cambio de paradigma en el mercado de alquileres de oficinas para renta. Este cambio se caracteriza por una demanda de empresas internacionales y regionales de arrendar a mediano y largo plazo oficinas especialmente construidas a sus necesidades.

El mercado de oficinas de categoría B o C presenta un dinamismo importante. Principalmente en zonas como la Ciudad Vieja, Pocitos nuevo, Carrasco y Punta Carretas. Estos edificios son de menor escala con tickets de entrada al negocio y aptos para inversores medianos y pequeños.

En lo que respecta al mercado inmobiliario Industrial y de Logística, el desarrollo inmobiliario se ha trasladado fuera del departamento de Montevideo, situándose en los límites con Canelones y San José. Los principales ejes de transporte son la ruta 1, la ruta 5, la ruta 101 y 8 y la ruta 102 (perimetral). La imagen 1 describe los principales nodos o ecosistemas logísticos e Industriales. Asimismo, la Imagen 2 describe el grado de concentración de

Industrias y ecosistemas logísticos conjuntamente con las principales vías de comunicación terrestre. En este sentido, la mayoría de las adquisiciones de los inmuebles del Fideicomiso se corresponden a los nodos inmobiliarios mencionados párrafos arriba.

Imagen 1. Principales nodos inmobiliarios Logísticos e Industriales.



Fuente: CBRE

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



Fuente: CBRE

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

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

En moneda constante local, el precio de los inmuebles tiende a crecer en el largo plazo, acompañando 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 1989 - 2018), 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

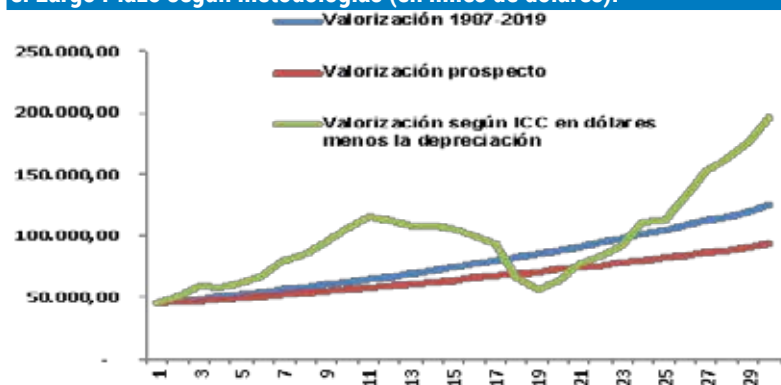
asumimos una vida útil del inmueble de 50 años. Este razonamiento teórico macro brinda una apreciación promedio de los inmuebles de 5,7% acumulativo anual.

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 supone 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.

La Gráfica 9 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 9. 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)⁷ de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Sr. Martín Durán Martínez

⁷ **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. La inclusión del signo + indica que la calificación se acerca más a la categoría superior. **Grado de Inversión mínimo.**