

**ACTUALIZACIÓN DE LA
CALIFICACIÓN DE RIESGO DE
CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN
EN EL DOMINIO FIDUCIARIO
DEL FIDEICOMISO FINANCIERO
CASASURU DE DESARROLLO DE
VIVIENDAS DE INTERÉS SOCIAL I**

Montevideo, mayo de 2020

4	RESUMEN GENERAL
6	I INTRODUCCION
11	II EL FIDECOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION
13	III LA ADMINISTRACION
18	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
22	V EL ENTORNO
33	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

**Actualización de la calificación de CPs de la emisión del Fideicomiso Financiero
CASASURU desarrollo de viviendas de interés social
7-mayo-2020**

CPs Serie A	por hasta UI 135.000.000 (Unidades Indexadas ciento treinta y cinco millones).
Distribuciones:	Según resultados acumulados realizados según procedimiento establecido.
Activo Fideicomitado:	Bienes inmuebles (proyectos), fondos líquidos e instrumentos financieros adquiridos o mantenidos en propiedad fiduciaria por el fideicomiso.
Fideicomitentes:	Suscriptores iniciales de los CP's Mulery SA y Nurwoly SA
Emisor y Fiduciario:	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión.
Administrador:	CASASURU S.A.
Entidad Representante y Registrante:	BEVSA
Administración y pago:	EF Asset Management
Vigencia de la calificación:	hasta el 30 de noviembre de 2020 ¹ .
Comité de Calificación:	Julio Preve, Adrián Tamber y Martín Durán Martínez
Calificación de riesgo de CP:	BBB-.uy
Manual:	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros.

¹. Esta Calificación puede cambiar ante la aparición de hechos relevantes.

Resumen General

CARE ha actualizado la calificación de los certificados de participación Serie A en el dominio fiduciario del "Fideicomiso Financiero CASASURU de desarrollo de vivienda de interés social I" manteniendo la calificación BBB-.uy de grado inversor.

A modo de resumen, los aspectos salientes de la calificación así como de sus actualizaciones son:

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico ofrece las garantías necesarias tal como se describió en el informe jurídico que se adjuntó en la calificación original. (véase Anexo I de la calificación original).
- Se ha evaluado oportunamente la capacidad de gestión de la empresa administradora del proyecto, CasasUru SA, que resulta crucial para el mismo. La empresa continúa demostrando capacidad de llevar adelante el proyecto, habiendo superando razonablemente los atrasos evidenciados en su momento y adaptado el modelo original.
- Un negocio que desde el punto de vista económico-financiero para el inversor soporta los stresses ajenos al negocio a los que razonablemente la emisora y la calificadora han sometido el proyecto.
- Se presenta una nueva estimación de TIR para el inversor en los CP serie A, la cual vuelve a mostrar una leve corrección a la baja; ésta sería ahora del 7% en UI. Los proyectos involucrados en las proyecciones contienen rendimientos que varían entre 1% y 32%, según las previsiones del administrador. El resultado económico global del Fideicomiso se concentra en dos proyectos (Interlagos y Lagomar Sur), los que explican aproximadamente el 87% de los ingresos brutos esperados. El proyecto Lagomar Sur ya se encuentra en plena ejecución, habiéndose culminado la etapa I (60 viviendas), y se está avanzando en la II y III; de esta última se han vendido 48 unidades. Por su parte, en el caso del proyecto Interlagos se está construyendo la primera torre y avanzado en los trámites para el inicio de la segunda. Resulta clave el cumplimiento en tiempo y forma de los proyectos en ejecución y los iniciados recientemente a los efectos de que no se siga deteriorando la rentabilidad esperada por el paso del tiempo.
- Se destaca la capacidad demostrada por parte de la administración del fideicomiso en la flexibilidad para adaptarse a la dinámica natural de la evolución del plan de negocios; por ejemplo en la readecuación de las inversiones y proyectos hacia segmentos socioeconómicos de ingresos más altos manteniendo los beneficios de la Ley de Vivienda de Interés Social, lo que mejora las perspectivas del negocio.
- Como se describe en profundidad en la Sección V, la demanda para la compra de viviendas (y cualquier otro bien duradero) se venía enlentecido a partir del año 2018 como consecuencia del aumento del dólar, la fragilidad del mercado laboral, las turbulencias regionales, y las dificultades para el acceso al crédito hipotecario. Las perspectivas para 2020 seguramente profundizarán esa tendencia ya que el dólar ha mostrado un repunte muy importante y los problemas sanitarios derivados de la pandemia del

coronavirus han desatado turbulencias en los mercados y en las expectativas, generado una incógnita respecto de lo sucederá con el valor de los activos en el mediano plazo. En consecuencia se siguen desacoplado los precios de compra de inmuebles con los de alquiler, lo que favorece la opción de los arrendamientos por sobre las compras. En definitiva, la recesión que se está instalando en el país de la cual no se puede prever aún su extensión ni su magnitud, probablemente va a tener consecuencias en el precio de los inmuebles, en la evolución de las ventas, en el ritmo constructivo, así como en todo lo que tenga que ver con el ingreso de los hogares (vacancia, precio de los alquileres, atrasos en los pagos, etc). No obstante, por el momento habría que suponer que los efectos son de corto plazo y no deberían tener repercusiones permanentes en el Fideicomiso que recientemente extendió el plazo hasta junio de 2022.

- Dejando de lado las dificultades de la coyuntura actual, el público objetivo al que está dirigida la comercialización de las vivienda que construye este fideicomiso, presenta una demanda no satisfecha en el largo plazo. Según se destaca en el informe sectorial actualizado a marzo de 2020 que dispone CARE, tanto las tipologías elegidas como los métodos constructivos, siguen siendo adecuados. Dicho informe se complementa con los resultados obtenidos de la encuesta semestral realizada por Research International Uruguay, para CARE en diciembre de 2019.
- En cuanto a las políticas públicas sectoriales, existe buena aceptación del espectro político nacional, sobre la consolidación de estímulos tanto a la oferta como a la demanda de vivienda en el segmento socioeconómico que focaliza el negocio en cuestión. No cabría esperar que el cambio de administración atente contra este tipo de emprendimiento, sino por el contrario podrían esperarse intervenciones positivas en el mercado hacia la oferta de desarrollos inmobiliarios y hacia la demanda por vivienda. En este sentido, la nueva Administración de Gobierno ya elevó a consideración un Proyecto de Ley donde se intenta hacer más dinámico el mercado de alquileres. Asimismo, las nuevas autoridades ya han resuelto la eliminación los topes de alquiler y de precios de los proyectos promovidos, así como también ha dictado con fecha 29 de abril un decreto con beneficios a proyectos inmobiliarios de gran porte.

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para actualizar la calificación de riesgo de los certificados de participación en el dominio fiduciario del fideicomiso financiero denominado "Fideicomiso Financiero Fondo CASASURU de desarrollo de vivienda de interés social I".

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

El marco conceptual de esta 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 utilidades, conforme al proyecto de ejecución o al plan de negocios que la administración está mandatada a realizar, pudiendo modificarlo solo con arreglo a determinados procedimientos. Admitido el rango de Tasas Internas de Retorno (en adelante TIR) derivado de múltiples simulaciones realizadas por CARE como razonables para el proyecto en la primera calificación, las siguientes no se vinculan estrictamente con la obtención de estas cifras. En efecto, no se trata en este caso de una emisión con compromiso de rentabilidad fijo. Por tanto la nota no dependerá estrictamente del alcance de las TIR calculadas en el proyecto ni de los costos de oportunidad del capital de los inversores. En definitiva, la nota seguirá entre otros criterios el cumplimiento del proyecto y el alcance de una rentabilidad mínima que se juzgue aceptable en ocasión de cada recalificación.

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

La vigencia de esta actualización es hasta el 30 de noviembre de 2020. No obstante la misma puede variar ante la aparición de hechos relevantes.

2. Estado actual de los proyectos y hechos salientes del período.

Los principales proyectos actualmente en ejecución del Fideicomiso, por su importancia en los ingresos brutos esperados son las obras de Interlagos y Lagomar Sur. Según informa el administrador, los principales elementos a destacar durante el período son los avances en el Proyecto Lagomar Sur etapas II y III y con la construcción del primer edificio del Proyecto

¹. CARE Calificadora de Riesgo no se responsabiliza por el uso que de este informe se haga por parte de terceros con otros fines para el que fue elaborado, máxime cuando se tomen del mismo aspectos parciales que distorsionen su real sentido.

Interlagos. Por otro lado, se presentó el proyecto del Edificio 2 de Interlagos ante la Agencia Nacional de Vivienda para su promoción y la Intendencia de Canelones para la obtención del Permiso de Construcción. El cambio de administración y la aparición del Covid 19 (coronavirus) tuvieron impacto en el atraso de estas aprobaciones.

i. Avances de Obra

Luego de la declaratoria de estado de emergencia sanitaria por parte del Poder Ejecutivo como consecuencia del Covid 19, se acordó una licencia excepcional en la construcción por la que se perdieron 9 días hábiles de trabajo y se generó un sobrecosto en la facturas de BPS del Fideicomiso de casi un 1% mensual en todas las obras que se realicen a partir de junio de 2020 y por un plazo de 26 meses. Luego de esta licencia se retomaron las actividades bajo un protocolo sanitario especial y a un ritmo relativamente normal, por lo que en principio el atraso de las obras no sería significativo.

A continuación, se actualiza el estado de cada uno de los proyectos a la fecha (marzo de 2020), según la información suministrada por el Administrador:

- **Proyecto Aires del Laurel (Salto – Fase I).-**

- o El proyecto inicial de 64 unidades se subdividió en 3 etapas. La primera etapa de 16 unidades se terminó de ejecutar el 15 de febrero del año 2017. Las obras no se retomarán hasta tanto el proceso de venta refleje un volumen razonable de comercialización de las unidades.

- **Proyecto Aires de Lagomar Sur.-**

- o La obra de la primera etapa, así como la del cerramiento perimetral fue finalizado el 16 de Julio de 2018.
- o El día 13 de mayo del 2019 se realizó la apertura de obra ante BPS y se dio inicio a las obras de las etapas II y III del Proyecto.
- o Los seis bloques de la Fase 3 (48 unidades) son los primeros a ejecutar debido a que forman parte del contrato de compraventa con el Fideicomiso Península Rentals. Se estima que las primeras unidades se entregarán en el primer semestre de 2020.
- o Los cuatro bloques de la Fase 2 (32) se ejecutan en paralelo, pero con un ritmo de obra menor puesto que serán entregados posteriormente a la Fase 3.
- o El avance de la obra a la fecha es del 55,5%, correspondiendo mayoritariamente a la Fase 3.

- **Proyecto Aires del Pinar.**

- o El proyecto está terminado, las viviendas ocupadas y ya se dio de baja en el BPS.

- **Proyecto Las Piedras.**

- o Las modificaciones en la Ley 18.795 impuestas por su cambio reglamentario y el bajo nivel de transacciones que hay en el sector inmobiliario y especialmente en el interior del país llevaron al Administrador a demorar el inicio de esta obra.
- o Se avanzarán gestiones con la Intendencia de Canelones para analizar la posibilidad del loteo del predio para la posterior venta de cada uno de los lotes generados.

- **Proyecto Aires del Norte.**

- o El proyecto contempla 30 unidades con tipologías de dos y tres dormitorios similares a las ya ejecutadas en el proyecto Aires del Pinar y Aires de Lagomar.
- o La obra fue finalizada el 30 de setiembre de 2019.

- **Proyecto Interlagos.**

- o El proyecto contempla cuatro edificios de 37 apartamentos cada uno y un quinto edificio de 32 apartamentos lo que da un total de 180 apartamentos. Además se prevé la construcción de 180 sitios de estacionamiento. Cada edificio contará con unidades de 1, 2 y 3 dormitorios.
- o Se realizó el fraccionamiento del padrón madre en 5 fracciones lo que permitirá realizar los edificios en etapas y en el caso que no se realice algún edificio las fracciones sin construcción podrán ser automáticamente vendidas.
- o Se finalizó la construcción de la estructura del primer edificio. Existió cierto retraso respecto a lo pautado inicialmente debido a trabas tanto de la IC como de OSE, este retraso no tiene impacto alguno en la obra puesto que no es camino crítico.
- o El avance a la fecha es del 59%.
- o Respecto al edificio 2, fue presentando el proyecto ante la ANV el día 29 de noviembre de 2019. Existieron intercambios con ANV por diversas observaciones que fueron levantadas y presentadas nuevamente el día 20 de diciembre de 2019. Por otro lado, se ingresó el día 20 de noviembre de 2019 el Permiso de Construcción ante la Intendencia de Canelones.
- o En enero de 2020 se obtuvo una declaratoria promocional del MVOTMA según la cual se aprueba un aumento considerable del presupuesto que permite evitar el pago de IVA que estaba estipulado anteriormente en el flujo de fondos considerado un "iva no recuperable". Esto implica un ahorro muy importante y es válido también para los restantes cuatro edificios que componen el proyecto.

- o Se está negociando con la misma empresa constructora que está realizando el edificio 1 para que construya el 2.

ii. Situación comercial.

- o En Aires del Laurel se está trabajando con los operadores inmobiliarios de la ciudad para ofrecer y publicitar el proyecto. La aprobación de la modificación del Contrato del Fideicomiso habilita la posibilidad de realizar descuentos, previa aprobación del Comité de Vigilancia, con el objetivo de dinamizar el interés por el proyecto de Salto. Se han colocado hasta el momento 4 unidades, tres a un inversor local con importante descuento.
- o En Aires del Pinar se ha concretado la venta de todas las unidades y ya están escrituradas.
- o En Aires de Lagomar Sur se han escriturado ya todas las unidades de Etapa I. Continúa el proceso de comercialización de la Etapa II del proyecto a un muy buen ritmo, quedando disponible a abril de 2020 las últimas ocho unidades. Asimismo, se han cobrado los avances acordados con Península Rentals por la venta de las 48 unidades de la Etapa III del proyecto.
- o En Aires del Norte se está en plena comercialización. Quedan actualmente disponibles para comercializar las últimas dos unidades.
- o En relación al Proyecto Interlagos se comenzó la implementación y ejecución de diversas campañas publicitarias comunicando precios.

En el siguiente cuadro se detallan los porcentajes de avance de cada uno de los proyectos en ejecución, así como también las reservas (preventas) y ventas realizadas a abril 2020.

Cuadro 1: Proyectos en Ejecución					
Proyecto	Avance de obra/etapa	Unidades/por Etapa	Reservas	Escrituras realizadas	Un.Vendidas/Total (%)
Aires del Pinar	100%	30	0	30	100%
Aires del Laurel	100%	16	0	4	25%
Aires de Lagomar I	100%	60	0	60	100%
Aires de Lagomar II/III	15%	32	24	0	75%
Air.de Lagomar II/III (PRU)	80%	48	48	0	100%
Aires del Norte	100%	30	1	27	93%
Interlagos I	58%	37	9	0	24%
Interlagos II a V	0%	143	0	0	0%
TOTAL		396	82	121	51%

Fuente: CARE en base a información proporcionada por el Administrador.

Debido a la pandemia derivada del Covid 19, el departamento comercial viene trabajando con un fuerte apoyo en redes sociales.

iii. Hechos salientes del período

- El 31 de marzo de 2020 se realizó una Asamblea de beneficiarios para realizar algunas modificaciones al Fideicomiso, los que fueron aprobados por el BCU.

Los principales cambios en el contrato fueron los siguientes:

- o Para iniciar nuevas etapas de cada Proyecto se debe contar previamente con la aprobación del Comité de Vigilancia.
 - o Habilitar al Fiduciario para que proceda al fraccionamiento de los terrenos propiedad del Fideicomiso pudiendo enajenarlos todos o solamente alguno de ellos. Se establecen condiciones específicas de acuerdo al tamaño de los terrenos.
 - o Modificar el plazo del Fideicomiso el cual se mantendrá vigente hasta el 2 de Junio del año 2022 para el desarrollo y la comercialización de unidades. En caso de que cumplida dicha fecha no se haya comercializado la última unidad o terreno los Titulares podrán resolver en Asamblea por Mayoría Especial de Titulares la prórroga del plazo.
- El 30 de enero de 2020 se procedió a realizar la primer distribución de dividendos de los Certificados de Participación tipo A por \$ 31.775.747.

3. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- Información de carácter general y sectorial, de fuentes nacionales e internacionales, citadas en la realización de las Secciones IV y V, como notas al pie.
- Informes y entrevista con el Comité de Vigilancia.
- Encuesta periódica de RESEARCH Uruguay a diciembre de 2019 sobre la oferta y la demanda inmobiliaria contratada para CARE.
- Informe Sectorial Inmobiliario (Mercado de Viviendas) a marzo de 2020.
- Informes del Administrador No 17 y 18, el último al 20 de abril de 2020.
- Entrevista con personal superior del operador.
- Estados Contables del Fiduciario al 31/12/19.
- Estados Contables del Fideicomiso al 31/12/19.
- Estados Contables del Administrador al 31/08/19

II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

Se ofrecieron en oferta pública certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero CASASURU de desarrollo de vivienda de interés social I, creado por contrato correspondiente de fideicomiso financiero. Este contrato, los certificados y los demás contratos citados se analizan en la presente sección.

1. Descripción general

Denominación: Fideicomiso Financiero CASASURU de desarrollo de vivienda de interés social.

Fiduciario: EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión (en adelante EF).

Administrador: CASASURU S.A

Entidad

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

Títulos a

emitirse: Certificados de Participación Serie A de oferta pública por UI 135.000.000. Importe de la emisión que se califica.
Certificados de Participación Serie B de oferta privada por hasta UI 5.500.000 (en esta oportunidad no se califican)

Activos del

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

Moneda: Unidades Indexadas

Importe de

la Emisión: UI 135.000.000 (unidades indexadas ciento treinta y cinco millones).

Distribuciones: Los pagos serán realizados en forma trimestral, en la medida que existan Fondos Netos Distribuibles

Calificación

de Riesgo: BBB- .uy

2. El análisis jurídico

El análisis jurídico agregado en el Anexo I de la calificación original descartó cualquier eventualidad de conflictos derivados por ejemplo de la construcción jurídica, los contratos respectivos, el cumplimiento con normas vigentes, etc. (Véase en www.care.com.uy).

3. Riesgos considerados

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

Riesgo por iliquidez. Los certificados se han diseñado para ser líquidos. Por este motivo, la liquidez puede considerarse adecuada dadas las características del mercado uruguayo. No obstante, este proceso no es instantáneo y puede llevar un tiempo imposible de determinar. *El riesgo es bajo*.

III. LA ADMINISTRACIÓN

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

1. Ef Asset Management (EFAM) (El Fiduciario)

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: Datos del 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. Casas Uru S.A (Administradora/Operadora)

La empresa Operadora o Administradora es CasasUru S.A. (antes Viken International S.A) que adopta su nombre actual a partir del 28 de mayo de 2013 según consta en Acta de Asamblea General Extraordinaria en que se modifica el Estatuto Social en lo que tiene que ver con su denominación habiéndose realizado todas las formalidades del caso.

Se trata de una sociedad anónima cerrada, con acciones nominativas, constituida el 30 de setiembre de 2011 y su objeto principal es la inversión de capitales en sociedades que se dedican al desarrollo de proyectos inmobiliarios amparados en la Ley No. 18.795 de Promoción de Viviendas de Interés Social. Cierra ejercicio el 31 de agosto.

Responsables

Sigue siendo el Presidente del Directorio el Sr. Sebastián Sommer y principal responsable en el desarrollo inmobiliario que implica esta operación. Su idoneidad para ejecutar el plan de negocios propuesto ya fue analizada positivamente por parte de CARE al momento de la calificación original y nada ha ocurrido que hiciera modificar ese juicio.

También se mantiene, en lo esencial, el resto del directorio y el equipo técnico que lo acompaña por lo que el juicio general sobre la capacidad de la firma operadora sigue siendo favorable manteniéndose una razonable distribución de actividades y en la toma de decisiones entre los distintos integrantes de su staff.

Como se ha señalado, el modelo de negocios original ha tenido dificultades de distinta índole para su implementación en los términos previstos. Si bien es de destacar la capacidad demostrada por la administración en ofrecer alternativas ante un escenario cambiante, alguna de las cuales se han implementado y tienen un importante avance, esto se ha traducido en demoras en los plazos con el consiguiente deterioro de la TIR global de los distintos proyectos que conforman el fideicomiso tal como se da cuenta en otra sección de este informe.

Situación económico financiera

Actualmente la firma tiene como actividad excluyente la administración de este fideicomiso. El ejercicio cerrado el 31/8/19, último disponible, es un reflejo de ello puesto que la actividad de construcción de viviendas para comercializar cesó en el ejercicio anterior. Obviamente, su patrimonio es menor y los ingresos operativos prácticamente se limitan al cobro acordado en el contrato de este fideicomiso.

Más allá de eso, nada hace suponer que, en este aspecto, la empresa pueda poner en riesgo su continuidad como administrador al frente del proyecto. De cualquier forma, cualquier contingencia está contemplada en el contrato de administración.

Fideicomiso

El fideicomiso se crea mediante contrato celebrado el 11 de diciembre de 2014 (posteriormente modificado el 6 de mayo y 2 de junio de 2015), entre Mulery SA y Nurwoly (fideicomitentes) y EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión SA (fiduciaria).

El 1 de julio de 2015 el BCU autorizó su inscripción en el Registro del Mercado de Valores y la suscripción de valores fue realizada públicamente el 4 de agosto de 2015.

En total se suscribieron valores por UI 140.500.000 de los cuales UI 135.000.000 correspondieron a la serie A, colocados mediante oferta pública y UI 5.500.000, correspondientes a la serie B, fueron emitidos a favor de Mulery SA y Nurwoly SA, los fideicomitentes, como forma de pago de los terrenos fideicomitados y que eran de su propiedad (Salto y Las Piedras).

Ya se ha integrado el 100 % de los CP's cumpliéndose así el cronograma previsto.

A continuación se brinda información resumida de los estados de situación y resultados del fideicomiso al 31/12/19 y su comparativo con el periodo anterior.

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

Concepto	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017
Activo	747.546	524.686	476.977
Activo Corriente	343.020	250.100	125.805
Activo no Corriente	404.526	274.586	351.172
Pasivo	64.906	24.527	12.470
Pasivo Corriente	50.349	13.071	12.470
Pasivo no Corriente	14.557	11.456	-
Patrimonio	682.640	500.159	464.506
Pasivo y Patrimonio	747.546	524.687	476.977
Razón Corriente	6,81	19,13	10,09

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Si consideramos el saldo contable del patrimonio al 31/12/19 y lo expresamos en dólares según tipo de cambio a esa fecha (\$ 37,308) resulta un valor de USD 18,3 millones, en cambio, si lo expresamos en UI (4,3653) el valor sería de UI 156,4 millones. El valor de la emisión, se recuerda, fue de UI 140,5 millones.

El activo corriente está compuesto básicamente por colocaciones financieras de corto plazo así como la inversión en obras que, en este caso, forman parte del inventario que se espera vender en el correr del año.

En aplicación de las Normas Internacionales de Contabilidad (NIC 40), las inversiones en proyectos inmobiliarios se presentan al valor razonable, estimado en base a tasaciones realizadas por peritos independientes a fechas próximas al cierre del ejercicio anual, o información de mercado; en este caso las tasaciones fueron realizadas por Valora Consultoría & Valuaciones. En caso de obras en curso, se exponen según el costo incurrido hasta el momento. Esto significa que, en principio, los inmuebles en construcción tienen, contablemente, un valor subestimado ya que no recoge la utilidad esperada.

Dado que el Fideicomiso cumple con las condiciones de entidad de inversión, la participación en subsidiarias no se consolida y en su lugar, dicha participación se presenta al valor razonable con cambio a resultados.

Al 31/12/19, el patrimonio contable de la subsidiaria no consolidada era de \$ 95,9 millones

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

Concepto	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017
Ingresos operativos	209.873	59.866	80.814
Gastos adm y ventas	(33.965)	(28.399)	(28.405)
Resultados financieros	6.613	4.398	(2.884)
Resultados diversos	201	92	231
Resultados antes IRAE	182.722	35.957	49.756
IRAE	(241)	(304)	(101)
Resultados del periodo	182.481	35.653	49.655

Fuente: EE.CC Fideicomiso

En cuanto a los resultados, se registró en el último año un importante incremento de los ingresos operativos y consecuentemente de los resultados finales. Esto permitió que, por primera vez desde su creación, el Fideicomiso distribuyera utilidades a los tenedores de certificados tipo A por \$ 31.775.747.

Riesgos Considerados

Riesgo administración, considerando la idoneidad para cumplir con la función de CasasUru S.A. y de EFAM así como la creación del Comité de Vigilancia (introducida en reforma posterior) se considera que el riesgo de incumplimiento de la administradora y del fiduciario con las responsabilidades del proyecto está muy acotado. *Riesgo bajo.*

Riesgo de conflictos, derivado de la posibilidad de juicios capaces de interferir con el mandato recibido y en tanto la existencia de previsiones para enfrentarlos. Por iguales razones que el anterior, resulta poco probable que aun dándose conflictos, el fiduciario y la administradora no pudieran resolverlos a satisfacción del proyecto. El tiempo transcurrido sin que se hayan producido conflictos avala esta opinión. *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 por cambio de administrador, se encuentra también previsto en función de diversos resultados. *Riesgo bajo.*

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

En ocasión de la calificación original, se analizó la capacidad del activo subyacente de generar los recursos necesarios para cumplir con las obligaciones del Fideicomiso. Posteriormente, el Administrador fue presentando sucesivos ajustes a las proyecciones financieras, la última de las cuales se presenta en oportunidad de esta actualización. Las sucesivas modificaciones de los flujos financieros y las TIRs van recogiendo las modificaciones que se van registrando en el modelo de negocios.

1. Bienes fideicomitidos y aspectos descriptivos del proyecto

Según el contrato de Fideicomiso Financiero y el resumen recogido en el Prospecto de Emisión, el objeto principal del "Fideicomiso Financiero CASASURU de desarrollo de vivienda de interés social I" es el desarrollo de proyectos de vivienda de interés social y su comercialización.

En el momento de la emisión, las proyecciones se presentaban por un período igual a la duración de un ciclo de negocios, o sea 5 años. En la Asamblea celebrada en octubre del 2016 y conforme a las modificaciones mencionadas en los desarrollos inmobiliarios, el plazo se prorrogó tres años más; y en la Asamblea del 31 de marzo de 2020 el plazo se prorrogó hasta junio de 2022.

Como fuera advertido en las anteriores actualizaciones, el efecto en la demanda por las viviendas, aparece como la variable más relevante para el resultado del negocio. Esta dificultad advertida por CARE, es la principal amenaza del Proyecto. En este sentido, el Administrador ha tomado medidas en pro de mitigar dicha amenaza. Las medidas han sido: (a) la suspensión de los proyectos de Salto (segunda fase) y Las Piedras y (b) activar nuevos desarrollos inmobiliarios destinados a un público objetivo con ingresos mayores y una mayor resiliencia a situaciones macroeconómicas adversas (en especial Interlagos).

A las dificultades históricas de acceso al crédito hipotecario se suma un escenario adverso en lo económico: devaluación de la moneda nacional, debilidad en el mercado laboral y una situación regional con dificultades. Las modificaciones en el modelo de negocio, intentaron mitigar este escenario adverso descrito, en la medida que los proyectos involucran la construcción de viviendas a un público objetivo de mayor poder de compra y más apto para ser sujeto de créditos hipotecarios de la banca comercial. A esta compleja situación, se le suma una crisis sanitaria mundial con efectos poco predecibles para el mediano plazo, pero que en el corto han incidido en gran medida sobre el dólar, el nivel de actividad y el empleo, generando aún más efectos negativos sobre el mercado de la vivienda.

El Fideicomiso tiene en cartera activa 5 proyectos. Cada uno de ellos presenta diferentes estadios de desarrollo y distinta contribución al éxito del plan de negocios. Algunos desarrollos ya se han culminado y vendido en su totalidad, y otros se encuentran con importantes avances de obra y avanzada la comercialización de las unidades. Hay un proyecto, Interlagos, que recién está por culminar la primer torre de 5, que tiene una incidencia de un 62% en los ingresos totales esperados, además de ser el que tiene la mayor TIR esperada (32%). Ya se han superado los problemas que dilataron la ejecución de esta obra y la primer torre ya ha finalizado su estructura, por lo que estarían mejorando razonablemente las perspectivas, siempre que se puedan ir concretando las etapas posteriores y comercializándose según las proyecciones.

Cuadro 6: Proyectos en Ejecución

Proyecto	Incidencia del Proyecto
Aires del Pinar	5%
Aires del Laurel	2%
Aires de Lagomar I, II y III	26%
Aires del Norte	5%
Interlagos I a V	62%
TOTAL	100%

Fuente: CARE en base a información proporcionada por el Administrador.

Como puede observarse en el cuadro, el otro proyecto con alta incidencia en el plan de negocios es el de Lagomar que se encuentra muy avanzado; se ha culminado la fase I y se está trabajando con la II y la III, ésta última ya totalmente vendida al FF Península Rentals.

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

La evaluación de la rentabilidad futura de la inversión y en especial de su TIR se compone de combinar escenarios adversos que inciden negativamente en el negocio y analizar el efecto que tendría en el retorno del proyecto.

El Administrador presentó en esta oportunidad una nueva proyección de los flujos financieros a abril de 2020, sobre la base de la información real hasta el 20/04/2020 y proyectando los meses y años siguientes sobre la base de los proyectos en marcha y a realizar (incluye un total de 396 unidades, o sea los 5 edificios del proyecto Interlagos). Esto supuso que la etapa II y III de Salto no se realizaría, se vendería ese terreno a USD 200.000 y se vendería el terreno de Las Piedras en aproximadamente USD 700 mil en diciembre de 2021. Los supuestos en general son compartibles por CARE, aunque levemente optimistas, pareciendo razonable que se haya descartado continuar construyendo en Salto

En el siguiente cuadro se presenta el nuevo flujo de fondos proyectado.

Cuadro 7 - FF Flujo proyectado

REAL/PROYECTADO	2015-17	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	TOTAL
COT UI	3,91	4,19	4,43	4,67	4,93	5,03	6,02		6,33	
Ingresos por ventas	26.861	55.703	61.155	97.163	122.487	73.325	66.746	43.613	4.259	551.312
Costos de construcción	-63.719	-16.356	-58.226	-74.982	-46.205	-43.912	-42.196	-25.148		-370.744
Cuotas Terrenos	-45.805	-1.099								-46.904
Otros gastos (permisos)	-297	-453	-175	-630	-420	-390	-364	-873	-819	-4.421
Comisiones y costos venta	-177	-676	-452	-1.169	-1.659	-1.009	-920	-420	-59	-6.541
Costo del FF (incl. Las Piedras)	-22.331	-7.370	-7.768	-7.812	-7.800	-7.800	-7.800	-7.800	-5.850	-82.331
FF PRESUPUESTADO (MILES DE UI)	-105.468	29.749	-5.466	12.570	66.403	20.214	15.466	9.372	-2.469	40.371
FF ACUMULADO (MILES DE UI)	-105.468	-75.719	-81.185	-68.615	-2.212	18.002	33.468	42.840	40.371	

TIR CONSOLIDADA 7%

TIR CERT PART A 7%

Fuente: Administrador

La nueva Tasa Interna de Retorno para los CPs de la serie A, que son los que se califican, se ubica en 7% (un punto porcentual menos que en la anterior actualización), igual tasa cabría esperar para la TIR consolidada del proyecto (menor que la anterior 11%). A su vez, los desarrollos inmobiliarios evidencian retornos entre un 1% y 32%.

De cumplirse estas previsiones y en tanto se alcance esa rentabilidad de la inversión, el guarismo igualmente sería razonable, aunque menor al esperado en el prospecto original. En este sentido resulta clave el cumplimiento en tiempo y forma de los proyectos en ejecución, en especial el de Interlagos, a los efectos de que no se siga deteriorando la rentabilidad esperada.

3. Sensibilizaciones

CARE considera que los supuestos utilizados para la proyección del flujo financiero pueden resultar levemente optimistas, teniendo en cuenta las dificultades del mercado inmobiliario, ante la actual coyuntura económica nacional y regional desfavorable. Por este motivo, se realizó un análisis de sensibilidad del proyecto sobre la base de este último flujo con el objetivo de estudiar el efecto de la variable que más incidiría en el modelo de negocio, el timing de la venta.

En este sentido se supuso un escenario “pesimista” en el que existen atrasos de 12 meses en las ventas en los diferentes desarrollos inmobiliarios, arrojando una TIR para el inversor de 4,9%. También se calculó la TIR del inversor para el caso de que los ingresos se redujeran en un 5%, y en ese caso la nueva TIR sería del 4,0%. En el hipotético caso de que se den ambas situaciones adversas al mismo tiempo (menor precio de venta y atraso de 12 meses), la TIR alcanzaría al 2,8%.

Como puede observarse, un atraso en las obras y en la ventas o la necesidad de rebajas en los precios para la colocación de las unidades podría llevar la TIR a niveles más bajos, aunque incluso así todavía comparables con otras alternativas financieras.

4. Estimación del Costo de oportunidad del Capital

La forma de evaluar si una TIR es atractiva o no, es compararla con el costo de oportunidad del capital. Para esto se utilizó el modelo de valoración CAPM (Capital Asset Pricing Model) y, siguiendo a Damodaran² se adicionó a éste una prima que contempla el riesgo específico del mercado en el que se ejecuta el proyecto. En consecuencia para el cálculo del costo de los fondos propios se aplica la siguiente fórmula:

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

Donde:

E(ri): Tasa de retorno esperada del capital

β_{im} : Riesgo sistemático propio respecto del riesgo de mercado³.

rf: tasa libre de riesgo

E(Rm) – Rf: Prima de Riesgo de mercado. . Es el premio por riesgo específico al mercado que opera el proyecto (diferencia entre el rendimiento de los activos de renta variable y la tasa libre de riesgo).

Erp: Prima por riesgo específico a la compañía o proyecto evaluado. Se considera el riesgo país de Uruguay (índice UBI).

² A. Damodaran, "Estimating Equity Risk Premiums" Stern School of Business.

³ Se consideraron los betas promedio de empresas de construcción de viviendas en mercados emergentes según A. Damodaram

Por lo general, se considera como la tasa libre de riesgo a los rendimientos de los Treasury Bonds 10 Years de la Reserva Federal de los Estados Unidos. Se opta normalmente por utilizar los promedios de 5 o 10 años de dichos rendimientos, evitando de esta manera los elevados valores de fines de la década de los noventa y comienzos de la década del 2000, en que el rendimiento se ubicaba entre 5 y 7%. En los últimos diez años, ese rendimiento se ubicó en 2,34%, y en el momento actual cercano a cero⁴. Luego del repunte de la tasa de interés de estos bonos a partir de julio de 2016 y hasta noviembre de 2018, como consecuencia del aumento de la tasa de interés de la FED, el rendimiento comienza a caer y todo parece indicar que por el momento se mantendrán en estos mínimos niveles.

Por su parte para medir el riesgo del país se consideran los rendimientos de los bonos soberanos uruguayos medidos a través del índice UBI de República AFAP. En este caso deben evitarse también los valores “anómalos” del período de la crisis de 2002. Si bien es una realidad que la economía uruguayana atraviesa en determinados períodos crisis de esa magnitud, no se considera muy probable que ello pueda ocurrir en el futuro mediano plazo.

El parámetro “beta unlevered” de Damodaram, para enero de 2020 se ubica en 0,62, lo que indica que la inversión en la construcción de viviendas tiene un menor riesgo y variabilidad que el promedio de todas las actividades en ese mercado.

A los efectos de calcular estos indicadores se tuvieron en cuenta los valores promedio de los últimos 5 años. En este sentido, para el caso del rendimiento de los bonos americanos se consideró 2,22% y para el riesgo país (índice UBI), se consideraron 1,82 puntos básicos. Ambos valores son particularmente bajos en relación con los históricos.

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 5,85%. Este valor es inferior a la última TIR estimada para el inversor (7%), lo que nos indicaría que la tasa prevista es superior a la teórica. Si bien estas comparaciones no pueden tomarse en sentido estricto, constituyen una referencia que – entre otras- ayuda a conformar un juicio acerca de la inversión.

El costo de oportunidad del capital propio con los parámetros utilizados es bajo si se compara con el pasado, y esto es consecuencia de la caída en los retornos de los bonos del tesoro de EEUU (tasa libre de riesgo) y del riesgo país.

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 que se modificó el contrato para dotar al Fideicomiso de mayor flexibilidad y mayores instrumentos para concretar la comercialización de unidades, se considera que existe un riesgo moderado y posible de ser controlado a tiempo. *Riesgo medio.*

Riesgo de descalce de monedas. Los ingresos y egresos más relevantes están previstos en la misma moneda, la UI. Estos se ajustan con índices que arbitran con los costos e ingresos del mercado. *Este riesgo por tanto es bajo.*

⁴ El rendimiento de los bonos por la coyuntura del coronavirus y la crisis mundial ha bajado fuertemente.

V. EL ENTORNO

El análisis de entorno refiere a la evaluación de factores futuros que pueden afectar la generación de los flujos propuestos, pero que derivan de circunstancias ajenas a la empresa y refieren al marco general. Tienen que ver con la evolución esperada de los mercados, así como con el análisis de políticas públicas capaces de incidir directamente en el cumplimiento de los objetivos planteados. Este último aspecto, tiene que ver con disposiciones del gobierno en cualquier nivel de la Administración, que generen castigos o beneficios al proyecto. Incluyen por ejemplo, la política tributaria general, la particular del sector, la existencia de subsidios en el crédito de construcción, en el de compra de inmuebles, las disposiciones referidas al ordenamiento del territorio, etc.

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

- La actualización a diciembre de 2019 de la investigación periódica que realiza RESEARCH Uruguay contratada por CARE, con el objetivo de analizar la oferta y la demanda de bienes inmobiliarios entre las personas que buscan o buscaron viviendas en ciertos barrios de las ciudades de Montevideo y de la Costa.
- La actualización a marzo de 2020 del Informe Sectorial Inmobiliario (Mercado de Viviendas) realizado por el Ec. Mayid Sáder y la Ec. Serrana Calvette para CARE⁵.

Ambos documentos fueron realizados previo a las medidas extraordinarias que se han ido tomando a nivel nacional e internacional para contener la pandemia del coronavirus que se ha instalado a nivel global en el primer trimestre de 2020 y que han afectado notoriamente la actividad económica nacional y mundial. La evolución de la pandemia es altamente incierta y, en consecuencia, también lo son las medidas de contención futuras, su duración e impacto en la actividad económica futura.

En este contexto habrá mayor incertidumbre en el valor de los activos, en la evolución del dólar, en las perspectivas del salario real, el empleo, etc., todos esos elementos que contribuirán a enfriar un mercado, que como se verá ya venía con dificultades. Más específicamente, la recesión que ya se ha instalado, y que no se sabe cuánto podrá durar, probablemente podría tener consecuencias en el precio de los inmuebles en dólares y en el ritmo constructivo, así como también en todo lo que tenga que ver con el ingreso de los hogares, vacancia, precio de los alquileres, atrasos en los pagos, etc. No obstante, se parte de la base de que esta recesión sería acotada en el tiempo y sus efectos no serían permanentes, este fideicomiso acaba de ser prorrogado y podría extenderse aún más si hubiera dificultades para la comercialización de la totalidad de las unidades.

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

1. Mercado inmobiliario: oferta y demanda

a. La oferta de inmuebles

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

Existen aproximadamente 1,2 millones de viviendas y casi un millón de hogares, lo que implica que aproximadamente 200 mil están vacías o son la segunda o tercera vivienda del hogar (típicamente vivienda de balneario). El sector presenta un stock de viviendas antiguo, con necesidades de reciclajes, reparaciones y mejoras constructivas ya que más del 60% del stock de vivienda fue construido hace más de 40 años presentando características tipológicas y constructivas en vías de obsolescencia

El sector inmobiliario ha aumentado su actividad constantemente desde 2003. Este escenario se ha gestado y desarrollado prácticamente sin intervenciones desde el sector público. La aprobación de la Ley 18.795 (Ley de Acceso a la Vivienda de Interés Social), introdujo una serie de instrumentos de política pública de forma de seducir al inversor a que construya en zonas céntricas pero con baja oferta. Dicha medida de política ha aumentado sensiblemente la construcción de vivienda en zonas que antiguamente no se construía, ya que los emprendimientos inmobiliarios se desarrollaban básicamente en las zonas Premium. Como consecuencia de esta política, en los últimos años se ha evidenciado un incremento de desarrollos inmobiliarios destinados al público objetivo de nivel medio/alto situado en las cercanías de zonas Premium especialmente en aquellas que aprovechan los beneficios fiscales otorgados a partir de la Ley VIS.

Las tipologías construidas refieren a torres de tipo mediana con ascensor y torre suntuaria según la nomenclatura utilizada por el INE; desplazando a las torres económicas. Refieren a tipologías demandadas en general, por los hogares con percentiles más altos de ingreso. Se construyen tipologías más reducidas en términos de metros cuadrados y de habitaciones por vivienda en relación con el stock existente. El promedio de dormitorios por vivienda continúa en baja y se sitúa en 1,5. Las zonas geográficas elegidas siguen siendo Pocitos, Punta Carretas, Malvín y Carrasco, pero en los últimos años se ha sumado el Centro, Cordón y Tres Cruces aprovechando los beneficios

fiscales de la Ley 18.795. El Decreto 329 del año 2016 que otorga beneficios a proyectos de gran impacto económico ha colaborado en dinamizar el mercado de vivienda en otro segmento diferente al de la Ley de Vivienda Promovida.

La notoria caída de la construcción de torres económicas ha provocado una lenta recomposición de la oferta de vivienda para los sectores socioeconómicos que históricamente se financiaban con crédito del BHU. Dicho segmento de la demanda ha quedado mayormente desatendido y es de esperar que la nueva oferta se concentre en asistir el exceso de demanda existente en este nicho de mercado que evidencia un desajuste entre la oferta y la demanda. En tal sentido, la ANV ha promovido proyectos en el entorno de 18.000 viviendas, de las cuales alrededor de 11.000 han culminado las obras.

Estos datos ratifican que la medida de política pública fue acertada y otorgó estímulos en un segmento del mercado que lo demandaba.

b. La demanda de inmuebles

El inmueble es un bien de uso y una reserva de valor al mismo tiempo, por lo tanto la demanda inmobiliaria se puede descomponer en un mercado para uso y un mercado de inversión.

Las principales variables que determinan la variación de la demanda y de los precios de los inmuebles son:

- i) ingreso per cápita o el ingreso de los hogares
- ii) crecimiento de la población
- iii) salario real
- iv) la tasa de desempleo
- v) del monto de los créditos inmobiliarios
- vi) la tasa de interés real
- vii) la tasa de interés real de la zona monetaria a la cual pertenece la economía (en el caso de Uruguay es el dólar estadounidense)

Las primeras cinco variables mencionadas anteriormente responden a los determinantes de la demanda por uso de la vivienda y las últimas dos, responden a los determinantes de la demanda de inversión.

o Factores que inciden en la demanda para uso

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

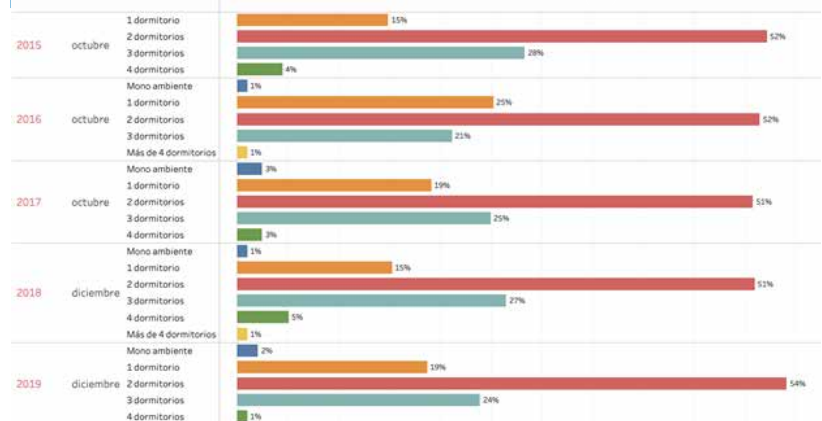
No obstante, existen otros drivers propios de nuestro país que seguramente sí tendrán incidencia positiva en la demanda por vivienda. El avance en la esperanza de vida, la creciente fragmentación del hogar, la disminución de la tasa de matrimonios, el progresivo aumento de jóvenes con estudios terciarios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

40% de los hogares mientras que en el último Censo representó un 28,5%. En lo que respecta a la fragmentación de los hogares, Uruguay presenta la mayor proporción de hogares unipersonales de América Latina, evidenciando valores comparables con ciudades europeas.

Por estos motivos, el mercado demanda tipologías constructivas cada vez más reducidas y en la franja costera el tamaño de los hogares se acerca a una relación de dos habitantes por vivienda. De cada tres nuevos hogares, dos son unipersonales. La nueva oferta edilicia muestra un cambio estructural en lo que refiere a una reducción en el tamaño de las viviendas en construcción en general y en el número de dormitorios por vivienda. Mientras que en la década del noventa, el promedio oscilaba valores de 2,5 dormitorios por vivienda, en la actualidad ese promedio se redujo a apenas 1,7. Esta reducción se verifica también por el aumento de las unidades monoambiente.

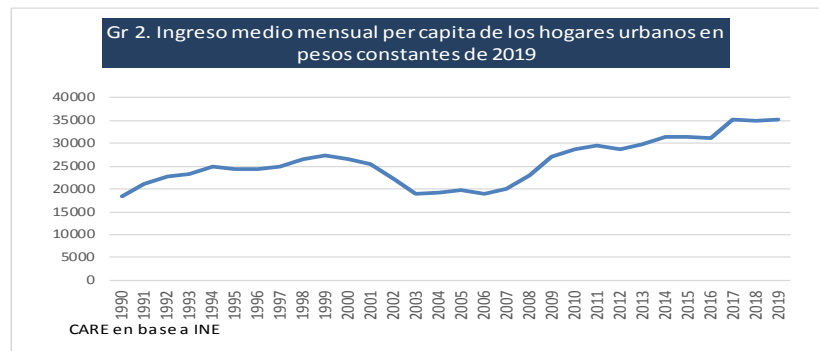
Para cuantificar la demanda, se contrató los servicios de Research International Uruguay. Según concluye la investigación realizada la demanda concuerda con lo descripto sobre la oferta: más de la mitad de los entrevistados en la encuesta realizada, prefieren unidades que cuenten con 2 dormitorios. Respecto al lugar de estacionamiento, que en primera instancia parecería ser una necesidad de los hogares, no constituye uno de los factores determinantes a la hora de elección de una vivienda. Con respecto a la ubicación, los atributos que se destacan en la encuesta como más demandados, refieren a que la vivienda este situada en un lugar céntrico, con buena locomoción, seguro y cercano a su trabajo. En lo que refiere a barrios, se destacan el Centro y Cordón.

Grafica 1. Cantidad de Dormitorios demandados (%)



Fuente: RESEARH, Encuesta diciembre de 2019

El **ingreso de los hogares** ha venido creciendo en los últimos 15 años después de la caída producto de la crisis económica y financiera de 2002. Esta mejora, ha repercutido en un mayor número de demandantes de viviendas concomitantemente con el incremento del precio medio del metro cuadrado. No obstante, ese crecimiento se ha atenuado y sumado a un desempleo que en el mes de febrero de 2020 se ubicaba en un 10,5%. determina un cambio en las expectativas que seguramente contribuye al enfriamiento del sector.



La demanda por compra de vivienda para consumo depende en gran medida del **acceso al crédito hipotecario**.

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

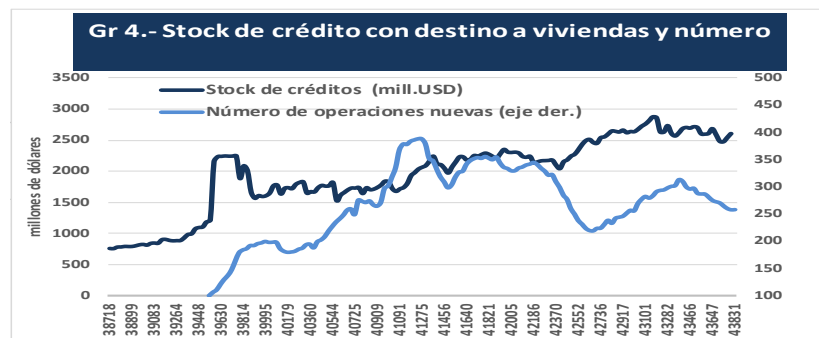


El coeficiente crédito hipotecario/PBI en el Uruguay es reducido en relación a la región. En la actualidad, considerando el promedio del saldo de colocaciones bancarias de la rama “crédito para familias para la adquisición de viviendas” con respecto al PBI del año 2018, el porcentaje es del 4,7%, el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

Según información del Banco Central del Uruguay (BCU), actualmente el crédito hipotecario a las familias (stock) se ubica en el entorno de los 2.600 millones de dólares y el crédito al sector construcción se sitúa en los 300 millones de dólares (flujo). Estas variables, al estar nominadas mayoritariamente en UI, tienen oscilaciones producto de los cambios en el tipo de cambio, además de las endógenas.

A partir de 2017 comienzan a recuperarse el número de operaciones de crédito hipotecario, tendencia que se mantiene hasta fines de 2018. Durante 2019, como era de esperarse el número de operaciones muestran una

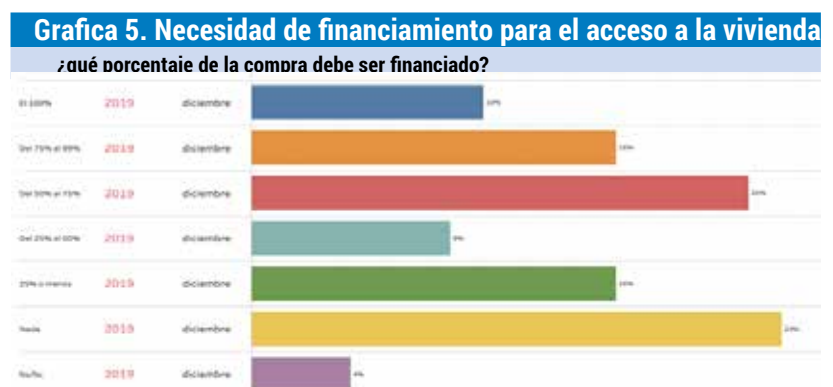
clara tendencia decreciente, por su parte, el stock de deuda se mantiene relativamente estabilizado.



Fuente: En base a datos del BCU

El crecimiento del sector de vivienda necesitaría de un mercado financiero más profundo en lo que refiere a las dotaciones de crédito hipotecario. Esto se fundamenta mediante los datos de diferentes fuentes complementarias:

- a) Según Research International Uruguay (ver Gráfica 5), el 48% de las familias y personas demandan financiamiento por más de la mitad del valor de la vivienda.
- b) Según el INE y el BHU, entre 1988 y 2002 dicho Banco financió en promedio, la construcción de 4.452 viviendas por año y realizaba 2.807 créditos de largo plazo para la compra de vivienda (promedio anual). En la actualidad, únicamente financia los créditos de largo plazo, no interviniendo en el crédito a la construcción de viviendas.
- c) En base a las citadas fuentes y asumiendo un promedio de operación de crédito por 100 mil dólares, existiría un déficit de crédito bancario a la vivienda (en términos históricos) de aproximadamente 280 millones de dólares por año (respecto a la década del noventa).



Fuente: Research, Encuesta Diciembre de 2019

Entre las restricciones más importantes a la hora de acceder a una línea de crédito, se destacan: el poseer algún ahorro previo y un promedio de ingreso mensual no inferior a \$ 111.000 líquidos mensuales por núcleo familiar (ver Gráfica 6). Según datos del INE, este último monto es un 50% superior al

ingreso promedio de un hogar montevideano y solamente alcanza al 10% de los hogares del país.

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



Fuente: Research y Briq analytics. Diciembre 2019

Nota: Préstamo a 25 años un UI con una tasa de 7% anual y seguro estándar del BSE asociado a préstamos del BSE. Financia 80% de un inmueble medio tipificado de 65 m². La restricción supone que la cuota mensual no supere el 30% del ingreso familiar. Valores a pesos constantes de 2018.

El crédito hipotecario de largo plazo se presenta en la actualidad como el cuello de botella del acceso a la vivienda. A su vez, los bancos no podrán incrementar en gran escala los créditos de largo plazo debido a que tendrían un problema de descalce de plazos entre sus operaciones activas y pasivas. Los Fondos de Pensión aparecen como los financiadores ideales de este tipo de operación crediticia.

o Factores que inciden en la demanda por inversión

Si se analiza la demanda por inmuebles por motivo inversión, las variables que más inciden son **la tasa de interés real y los flujos de capital**.

Un factor cualitativo que afectó positivamente la demanda inmobiliaria por inversión en el país fue la inestabilidad del mercado financiero en Uruguay (crisis 2002) y en el mundo (crisis 2008). Tras la caída de Lehman Brothers y la crisis del 2008 en Estados Unidos, los inversores en Uruguay fueron vendiendo productos financieros globales para posicionarse en activos inmobiliarios domésticos. Hasta el 2017 las tasas de interés habían permanecido bajas (y hasta negativas en términos reales), luego empezaron a subir y en consecuencia los flujos de capital hacia los países emergentes comenzaron a reducirse. Actualmente la economía mundial está sintiendo las dificultades en terrenos geopolíticos. El proceso del Brexit, la guerra comercial, los problemas sanitarios, conspiran contra los buenos resultados económicos globales. No obstante, la situación de los países emergentes en general, podría verse beneficiada de esta incertidumbre en los países desarrollados. En particular, el regreso de las tasas de interés bajas, podrían traer dinero barato para estas latitudes.

Según los resultados de la encuesta de Research, un 7% de los entrevistados buscó vivienda por motivo inversión en el último trimestre de 2019 y el 16% buscará en el corto plazo. A su vez, la población que busca invertir en vivienda, se encuentra mayoritariamente entre los mayores de 41 años, representando un 19% de los entrevistados. A modo de síntesis, la demanda de vivienda para uso final está en aumento y se acumula debido a que muchas familias no concretan la compra o el alquiler; mientras que la demanda para inversión, se ha mantenido en niveles similares a los de las encuestas anteriores.

o Evolución de los precios

El precio del metro cuadrado de vivienda expresado en dólares para la venta de vivienda nueva ha disminuido levemente este último año (0,5% de caída según el informe de Bric Analytic). Sin embargo, dicho precio expresado en valores constantes se ha mantenido sin variaciones. La coyuntura actual encuentra un mercado de compraventa donde la oferta y la demanda están desencontrados. Los precios que esperan obtener los propietarios y los que están dispuestos a pagar los promitentes compradores están cada vez más separados.

Los agentes transan y valoran los inmuebles en dólares (cálculo patrimonial), pero el precio de este activo se correlaciona de forma más eficiente con la unidad indexada/unidad reajutable que con el valor del dólar. Esto se debe a que,

- (i) la vivienda es un bien No Transable y por lo tanto se determina por la demanda y oferta doméstica, no arbitrando con inmuebles de terceros países, y
- (ii) aproximadamente el 80% del costo de producción de la vivienda también son bienes no transables y que se transan en moneda local. En el único momento donde el valor oscila de forma importante, es cuando la economía reviste shocks macroeconómicos de relevancia (como el de julio de 2002).

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

o Mercado de los alquileres

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

Gráfica 7. Precio de venta y alquiler. Montevideo



Fuente. Bric Analytics, Diciembre 2019

Para el caso de Uruguay en particular, el acceso a la vivienda parece ser más dificultoso en términos comparativos con otros países de la región, ya que el 40% de los hogares no es habitado por sus propietarios. Para el promedio

del país la proporción de hogares inquilinos es del 17%, siendo el caso de Montevideo el departamento con un porcentaje más alto alcanzando a un 23%.

El mercado de alquileres en Montevideo se concentra sobre la zona central del departamento, donde se ubica la mayor parte de los nuevos emprendimientos inmobiliarios.

Escenarios de adelanto cambiario y de incremento de las tasas de interés hipotecarias le quitan poder de demanda de compra de vivienda a las familias y presionan el mercado de alquileres. Por el contrario, escenarios de atraso cambiario, incrementan el poder de compra de vivienda y le quitan presión al mercado de alquileres.

o Sobre el precio de largo plazo de los activos inmobiliarios

Corresponde analizar la evolución del valor de los inmuebles. A continuación se presentan dos diferentes metodologías teóricas que tienen por objeto estimar la evolución futura de los precios de los inmuebles.

- (a)** En moneda constante doméstica, el precio de los inmuebles (en promedio) tiende a crecer en el largo plazo una cifra similar a lo que creció la economía en promedio, menos una depreciación teórica. Como generalmente las transacciones de los inmuebles se expresan en dólares, a este factor hay que sumarle la pérdida del valor del dólar promedio anual y restarle una depreciación por uso. A su vez, se podría suponer una tasa de depreciación de 2% si asumimos una vida útil del inmueble de 50 años.
- (b)** Otra alternativa de razonamiento sería observar la evolución del ICC (índice del costo de la construcción) en dólares corrientes restándole la tasa de depreciación antes mencionada para el mismo período (1985-2015). Este índice captura la evolución del costo de reposición del inmueble en cuestión.

Los resultados de la aplicación de estos modelos teóricos muestran que considerando la opción (a) la tasa del aumento del valor en dólares sería del 3,5%, mientras que en la opción (b) sería del 4,7% promedio anual.

o Aproximación al mercado de compraventas.

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

El ITP en pesos constantes ha mostrado un leve retroceso, retomando la tendencia registrada desde el segundo semestre del 2018 tras la crisis financiera evidenciada en Argentina, que generó un marcado deterioro al

clima de expectativas domésticas. El Índice de Confianza del Consumidor realizado por la UCUDAL y Equipos Consultores registró una caída de 1 punto, consolidándose en la zona denominada de "neutralidad", lo que deja en evidencia que el consumo no logra dinamizarse, como consecuencia de las acciones de los consumidores más pesimistas que realizaron ajustes a la baja en su predisposición a gastar. Esta situación se evidencia aún más, cuando se analiza el Índice de Confianza del Consumidor de bienes durables donde se representa la confianza en el consumo de bienes durables (como son los inmuebles), donde se registró un retroceso de 3 puntos, a partir de la caída fundamentalmente de la predisposición a la compra de vivienda y automóviles. La pérdida de confianza se ha visto alentada por el aumento del Tipo de Cambio y el importante deterioro del contexto macroeconómico, particularmente de Argentina. Asimismo, el índice de operativa inmobiliaria evolucionó de forma idéntica que las anteriores variables. Este indicador evidencia una fuerte caída en las operaciones inmobiliarias en el transcurso del 2019.

Gráfica 8. Índice de operativa inmobiliaria Briq Analytics



Fuente: Briq Analytics. Diciembre 2019

En resumen

Para el corto plazo, cabe esperar un mercado inmobiliario relativamente deprimido, con tendencia al enfriamiento en materia de compradores los que estarán a la espera de lo que ocurra con el tipo de cambio, con la región, con las tasas de interés internacionales y por supuesto habrá que esperar lo que finalmente ocurra con los efectos de la crisis sanitaria.. El escenario actual es complejo ya que la actividad inmobiliaria está enlentecida y hay una alta disociación entre el valor de los inmuebles entre el propietario y el que está buscando. Esto hace que las transacciones sean exiguas. El propietario del activo no baja el precio ya que no tiene ninguna alternativa de inversión sustituta, solo se están realizando las transacciones de los agentes que están obligados a vender.

Cabría esperar entonces un incremento en la proporción de operaciones de alquiler en desmedro de la compra, ya que los compradores se mostrarían muy cautelosos de asumir compromisos de largo plazo, ya que las principales señales respecto de las expectativas son negativas en el corto plazo.

Para el mediano y largo plazo, se mantienen en términos generales las buenas perspectivas para el sector, ya que la demanda por inmuebles nuevos existe y se fortalecerá una vez se logre superar la coyuntura adversa. La disponibilidad de créditos hipotecarios de largo plazo será la clave para dinamizar la demanda, que seguramente será mayor para aquellos inmuebles que se

ofrecen en Unidades Indexadas, ya que éstos no habrán tenido aumentos como consecuencia del aumento del dólar en mercado doméstico.

2. Las políticas públicas

La política de vivienda generada a partir del 2005 ha recogido amplio consenso favorable en todos los sectores políticos. Dicha política crea una nueva institucionalidad e incentivos económicos que alientan la inversión sectorial. Estos incentivos atienden tanto la oferta de viviendas de forma muy eficiente e incentivos que atienden la demanda. Destaca la Ley 18.795 de acceso a la Vivienda de Interés Social, en tanto es el pilar fundamental de la política diseñada. Por primera vez en la historia del país la vivienda para sectores medios se ha financiado de forma masiva por inversores privados. La financiación de la producción como de la adquisición de vivienda para esta franja socioeconómica era un cuasi monopolio del sector público (BHU, MEVIR, las Intendencias Municipales y el MVOTMA).

La Ley 18.795 de promoción de la vivienda social fue votada por unanimidad en el Parlamento, lo que brinda cierta seguridad del camino optado desde la política pública. En este sentido no cabría esperar que el cambio de administración atente contra este tipo de emprendimiento, sino por el contrario deberían generarse intervenciones “amigables” en el mercado hacia la oferta de desarrollos inmobiliarios y hacia la demanda por vivienda. En este sentido, la nueva Administración de Gobierno ya elevó a consideración un Proyecto de Ley donde se intenta hacer más dinámico el mercado de alquileres. Asimismo, las nuevas autoridades han eliminado los topes de alquiler y los valores de las viviendas promovidas

En lo que respecta a las políticas públicas, por el momento no cabrían esperar signos de intervenciones negativas.

3. Conclusiones sobre el entorno

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

El riesgo de políticas públicas. Se encuentra acotado ya que la política hacia el sector ha sido apoyada por todos los sectores políticos. Particularmente las amenazas que existían relativas a posibles intervenciones negativas en el mercado de alquileres o en el de los precios de las viviendas, ya han sido despejadas por la actual administración. *Riesgo bajo.*

VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

El dictamen se construye a partir de la asignación de ponderadores y puntajes a los factores de riesgo que integran cada área de riesgo (los títulos, la fiduciaria y la administradora, los activos subyacentes y el flujo de fondos, y el entorno). Dispuestos en una matriz, los indicadores de cada factor en cada área de riesgo, van generando puntajes a juicio del comité calificador que van conformando el puntaje final. Éste se corresponde con una nota de acuerdo al manual de calificación. En la matriz de calificación, las áreas se dividen en factores, y estos en indicadores.

En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos -, tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los Certificados de Participación de la Serie A recogen la calificación BBB- (uy)⁶ de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.

Comité de Calificación



Ing. Julio Pieve



Cr. Martín Durán Martínez

⁶ **BBB- (uy)**. Se trata de instrumentos que presentan un riesgo medio bajo para la inversión, ya que evidencian un desempeño aceptable y suficiente capacidad de pago en los términos pactados. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, y las características del entorno, dan en conjunto moderada satisfacción a los análisis practicados, sin perjuicio de alguna debilidad en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo.

Podría incrementarse el riesgo del instrumento ante eventuales cambios previsibles en los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, o en la economía en su conjunto. La probabilidad de cambios desfavorables previsibles en el entorno es de baja a media baja, y compatible con la capacidad de la administradora de manejarlos aunque incrementando el riesgo algo más que en las categorías anteriores. El signo - que acompaña a la nota indica que la calificación se acerca más a la categoría inferior de acuerdo al puntaje. **Grado de inversión mínimo.**



Ing. Agr. Adrian Tamber