

**ACTUALIZACIÓN DE  
CALIFICACIÓN DE RIESGO DE  
CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN  
EN EL DOMINIO FIDUCIARIO  
DEL FIDEICOMISO FINANCIERO  
“PENINSULA RENTALS”**

*Montevideo, marzo de 2021*

---

4	RESUMEN GENERAL
6	I INTRODUCCIÓN
11	II EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION
13	III LA ADMINISTRACION EL FIDUCIARIO Y EL OPERADOR
18	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
24	V EL ENTORNO
37	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

---

**CALIFICACIÓN DE RIESGO C.P. FIDEICOMISO FINANCIERO “PENÍNSULA RENTALS”  
30 - marzo - 2021**

<b>Certificados de Participación:</b>	por 442.810.000 de UI (unidades indexadas).
<b>Distribuciones:</b>	Anualmente según resultados acumulados. Realizados según procedimiento establecido.
<b>Activo Fideicomitado:</b>	Bienes inmuebles, contratos de alquiler y fondos líquidos e instrumentos financieros adquiridos o mantenidos en propiedad fiduciaria por el fideicomiso.
<b>Fideicomitentes:</b>	Suscriptores iniciales de los CP's
<b>Emisor y Fiduciario:</b>	TMF Uruguay AFISA
<b>Administrador:</b>	Peninsula Rentals SRL
<b>Entidad Registrante:</b>	TMF Uruguay AFISA
<b>Entidad Representante:</b>	BEVSA
<b>Fecha de suscripción de los CPs:</b>	27 de julio 2017
<b>Plazo:</b>	8 años
<b>Administración y pago:</b>	TMF Uruguay AFISA
<b>Comité de Calificación:</b>	Julio Preve, Martín Durán y Adrián Tamber.
<b>Calificación de riesgo:</b>	BBB.uy
<b>Vigencia de la calificación:</b>	30 de noviembre de 2021 <sup>1</sup>
<b>Manual utilizado:</b>	Manual Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros

<sup>1</sup>. La nota puede cambiar ante la aparición de hechos relevantes.

## Resumen General

***CARE ha actualizado la calificación de los certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero "Península Rentals", 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 consignara en el informe jurídico que se adjuntara como anexo en la calificación 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 sometieron en su momento al proyecto.
- Un proyecto que desde el punto de vista físico y económico supera en el mismo sentido que en el punto anterior, diversas pruebas; y que al mismo tiempo se destaca por el nivel de cobertura de múltiples variables consideradas, incluyendo el diferimiento del plazo de inversión.
- De modo especial se evaluó oportunamente en la calificación original la capacidad de gestión de la empresa Península Rentals Uruguay S.R.L. administradora del proyecto, que resulta crucial para el mismo. Estas evaluaciones ponderan de modo significativo en la calificación realizada. La empresa ha demostrado capacidad de adaptarse a los requerimientos del mercado al modificar la Política de Inversión, para llevar adelante el proyecto.
- El proyecto planteó en el prospecto una tasa interna de retorno del 8,17% (para una emisión de 30 millones de dólares en su equivalente en UI) que fuera sensibilizada satisfactoriamente por CARE ante escenarios negativos. En esta oportunidad se presenta una nueva estimación de la TIR la cual muestra para el escenario base (caprate de 5,6%) una TIR del 6,34%.
- Las modificaciones realizadas a la Política de Inversión y que fueron aprobadas por la asamblea de beneficiarios el 3 de mayo de 2018 permitieron agilizar la concreción de una serie de proyectos, ya que las nuevas condiciones de negociación resultan menos restrictivas y más favorables para el negocio. No obstante estas modificaciones no pudieron concretar dentro del periodo previsto originalmente (agosto de 2019) la totalidad de las inversiones, habiendo sido necesario prorrogar por un año dicho período en una nueva asamblea de beneficiarios. En atención a ello se volvió a extender el período hasta julio de 2021.
- Al 31 de diciembre de 2020 se han cerrado acuerdos de inversión en 8 emprendimientos, que involucran la adquisición de un total de 371 viviendas y 182 garajes a un monto total de poco más de 337 millones de Unidades Indexadas. De este modo, actualmente el Fideicomiso tiene comprometido el 76% del total de la emisión. En enero de 2019 se empezaron a recibir las primeras unidades y se comenzaron a concretar los primeros arrendamientos; al 30 de noviembre de 2020 ya han recibido 191 viviendas de los cuales un 70% ya están arrendadas y 86 garajes de los cuales un 59% ya están arrendados.

- La gestión del administrador es clave para aprovechar los ingresos previstos por concepto de alquileres así como por el ingreso de la venta posterior de los inmuebles (upside de precio). El upside de precio de las unidades provendrá de una eficiente negociación inicial con los desarrolladores. En los negocios concretados hasta la fecha se han conseguido rebajas sobre los precios de lista de entre el 15 el 25% según el proyecto.
- El mercado inmobiliario mostró una clara recuperación durante el segundo semestre de 2020 luego del fuerte shock generado por la pandemia del coronavirus. De todos modos, la caída del poder adquisitivo de los hogares, sumada a la elevada incertidumbre respecto a su recuperación podría impactar negativamente sobre las decisiones de compra de los consumidores por lo que podría esperarse un incremento en la proporción de operaciones de alquiler en desmedro de la compra, en particular atendiendo la persistente divergencia en los precios de compraventa y alquiler. Esto último se constituye en una oportunidad para este fideicomiso, que en un principio alquila las viviendas y aún no ha comenzado el proceso de su comercialización.
- De mantenerse la persistencia del debilitamiento del dólar a nivel internacional, sumado a las reducidas tasas de interés podría impactar positivamente sobre las decisiones de compra de los demandantes por viviendas como inversión. Se ve también con cierta expectativa favorable una demanda agregada de argentinos atraídos por posibles beneficios tributarios (residencia fiscal), sumado a cierta flexibilización en las normas de inclusión financiera de reciente implementación.
- Para el mediano y más largo plazo, se mantienen en términos generales las buenas perspectivas para el sector, ya que la demanda por inmuebles nuevos para inversión es notoria y favorecida por las bajas tasas de interés; mientras que la demanda para consumo irá mejorando en la medida que mejoren el empleo y el ingreso de los hogares.
- Se realizó una tasación de las viviendas adquiridas por el fideicomiso por parte de la empresa Bado & Asociados/Sotheby's International, la cual determinó un incremento de 36,5% respecto del precio de adquisición. Fueron tasadas las unidades de los 5 emprendimientos que ya han sido entregados.
- 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 se identifican riesgos derivados de la política pública; por el contrario algunas medidas ya tomadas hacia el sector tienden a mejorar el clima de negocios. La eliminación de los topes de alquiler y de los precios de los proyectos promovidos, es un claro ejemplo en este sentido.

## I. INTRODUCCIÓN

### 1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para actualizar la calificación de los certificados de participación en el dominio fiduciario del fideicomiso financiero denominado "Fideicomiso Financiero Península Rentals".

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 tenerse en cuenta 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 futuras 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 fija. 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](http://www.care.com.uy) así como en el del regulador: [www.bcu.gub.uy](http://www.bcu.gub.uy). El comité de calificación estuvo integrado en este caso Julio Preve, Martín Durán Martínez y Adrián Tamber. Asimismo CARE contrató los servicios del Dr. Leandro Rama para la realización del informe jurídico que se adjuntó en la calificación original.

La vigencia de esta actualización de la calificación es hasta el 30 de noviembre de 2021. No obstante la misma puede variar ante la aparición de hechos relevantes.

### 2. Antecedentes generales y hechos salientes del período

#### *Antecedentes generales*

- El objetivo del Fideicomiso es generar rentabilidad para los Titulares de los CPs a través de la inversión de los fondos a aportarse por los Fideicomitentes en:

- (i) La compra de bienes inmuebles, ya sea tanto aquellos que estén totalmente construidos y habitables, como aquellos que se encuentren en proceso de construcción o en el pozo.
  - (ii) El arrendamiento de los bienes adquiridos, así como el arrendamiento de éstos con opción a compra;
  - (iii) Adicionalmente, el Fideicomiso podrá llevar a cabo la venta directa de los Bienes Inmuebles previamente adquiridos, o enajenar dichos bienes a plazo, siempre dentro de los límites de inversión previstos en el Contrato de Fideicomiso.
- El Fideicomiso tiene un plazo de duración de siete (7) años, contados desde el inicio de actividades, o hasta el momento en que se liquiden todos los Activos del Fideicomiso y se cancelen todas las obligaciones derivadas del mismo. El plazo está dividido en tres períodos: período de inversión y desarrollo, de dos (2) años, un período de gestión activa del portafolio, de tres (3) años y un período de liquidación de portafolio, de dos (2) años más; estos plazos podrán ser prorrogables por iniciativa del Administrador, siempre que cuente con el voto favorable de al menos un Titular y una mayoría superior al 75% de los Certificados de Participación en circulación.
  - El 27 de julio del 2017, en la Bolsa Electrónica de Valores (BEVSA), se suscribieron Certificados de Participación del Fideicomiso Financiero Península Rentals por un total de 442.810.000 Unidades Indexadas (aproximadamente 57 millones de dólares en la fecha de emisión).
  - El 3 de mayo de 2018, la Asamblea de Beneficiarios a propuesta del administrador aprobó la modificación de la Política de Inversión mejorando el poder de negociación del fideicomiso frente a los desarrolladores inmobiliarios. Los principales cambios aprobados fueron:
    - Se mantiene la estrategia de compra de viviendas para lograr una participación significativa de unidades del Fideicomiso en cada proyecto con el fin de tener capacidad cierta en las decisiones de la copropiedad, a los efectos de proteger la valorización de las unidades adquiridas, pero ello necesitaba flexibilizar los requerimientos de preventas y la modalidad de desembolsos a los efectos de no erosionar la rentabilidad de los desarrolladores.
    - Solamente se podrán adquirir menos del 45% de las unidades del proyecto contando con la aprobación expresa del Comité de Vigilancia.
    - Se acepta la posibilidad de realizar pagos extras al desarrollador durante la fase de construcción, pero en todos los casos el Fideicomiso evaluará el "trade-off" entre los beneficios de un menor precio en la adquisición de las unidades y la asunción del riesgo construcción. Refieren básicamente a topes de integración y criterios para desembolsar (avances de obra, obtención de créditos bancarios, etc.).
  - El plazo de inversión se ha venido extendiendo en el tiempo y culminaría en julio de 2021.

- Los cambios en la política de inversión del Fideicomiso lograron destrabar la ejecución del plan de negocios permitiendo en forma rápida avances en 8 emprendimientos inmobiliarios.
  - o **Proyecto Met Parc.** Este fue el primer acuerdo y se realizó previo al cambio en la política de inversión. Son 59 viviendas y 22 cocheras de un total de 127 viviendas y 50 cocheras. Actualmente cuenta con un nivel de ocupación de 88% en el Bloque A, 100% en el Bloque B y 88% en el Bloque C. El Cap Rate Neto<sup>2</sup> se ubica entre el 5,8 y el 7,2% según el Bloque considerado.
  - o **Nostrum Centenario y Nostrum Plaza.** - Se compraron 14 viviendas y 13 cocheras del proyecto "Nostrum Centenario", y 16 viviendas y 16 cocheras del proyecto "Nostrum Plaza". Estos dos proyectos refieren a la adquisición de unidades desarrolladas por Altius Group, motivo por el cual se debieron cumplir con una serie de requisitos específicos establecidos en el contrato de fideicomiso para este tipo de adquisiciones. Nostrum Plaza tiene una ocupación del 96% mientras que el Nostrum Centenario tiene una ocupación del 93%. Ambos desarrollo están arrojando un cap rate neto del 6%.
  - o **Proyecto Arrayán.** Se adquieren 51 viviendas y 29 cocheras que responden al 72% del edificio; actualmente está en obra. El proyecto viene avanzando con normalidad y se prevé la recepción de unidades en dos etapas. La primera sería en marzo de 2021, en la cual se recibirían 31 unidades, y la segunda se prevé para junio, cuando se recibirían 20 unidades.
  - o **NEO Costa.** - se adquirieron 47 apartamentos del proyecto Aires de Lagomar construidos por el Fideicomiso Financiero CasasUru. Este proyecto ahora se llama NEO Costa, tiene muy buena aceptación y a diciembre de 2020 quedaban solamente 6 unidades disponibles
  - o **Edificio 8cho.** El proyecto continúa avanzando con normalidad, de acuerdo al cronograma previsto de la obra. El 4 de noviembre se verificó el 55% de avance, con lo cual el Fideicomiso ya desembolsó el 50% del precio. Se adquieren 59 apartamentos y 33 garajes que es el 68% del edificio.
  - o **Escollera.** - Se adquieren 56 unidades y 36 garajes que han sido construidos por el Fideicomiso Financiero Compass, esa compra implica el 52% del edificio, la obra está terminada. Permanece retenido el 15% del Precio de Adquisición, en tanto está pendiente la definición de la Propiedad Horizontal, el acuerdo del texto del Reglamento de Copropiedad y el levantamiento de algunas observaciones edilicias detectadas previamente a la firma del Compromiso de Compra Venta.
  - o **NEO del Sur.** - El edificio Quijano, ahora denominado NEO del Sur, continúa desarrollándose con normalidad, cumpliendo con el cronograma acordado. Dado el cambio de normativa que ya no exige reservar el 10% de las unidades de un proyecto para el Programa "Compra de vivienda promovida" del MVOTMA, el Fideicomiso adquirió el 100% del edificio, que son 69 apartamentos y 33 garajes.

<sup>2</sup> Cap Rate Neto: se calcula como el alquiler anual neto de gastos operativos, sobre el precio de compra más los costos notariales de adquisición y costos de mejoras.



- A excepción de los Proyectos Nostrum Plaza y Nostrum Centenario, el Fideicomiso representa más del 50% de la copropiedad en todos los acuerdos. La TIR neta estimada a nivel de proyecto se sitúa en el intervalo 8,0%-14,5%<sup>3</sup> y el Cap Rate esperado de los proyectos se ubica entre 6,3% y 7,3%. El Cap Rate esperado se calcula como el alquiler de mercado anual sobre el precio de adquisición por parte del Fideicomiso.

### Hechos salientes del período

- El 27 de enero de 2021 falleció Mauricio Levitin, director ejecutivo de Península Investments Group y también integrante del directorio de Altius Grupo. Pese a ser una figura importante del ambiente inmobiliario y del Grupo Península, hasta el momento este hecho no habría generado cambios en la marcha de este fideicomiso.
- El 9 de noviembre se firmó la Escritura de Compraventa por los dos últimos bloques (16 unidades) del complejo Neo Costa (CasasUru). El proyecto ha tenido muy buena aceptación en el mercado, incluso mejor a la esperada.
- El 21 de noviembre se firmó el Compromiso de Compraventa por 8 unidades adicionales del proyecto Neo del Sur, que en el marco del cambio de normativa, ahora son promovidas por la ANV. De esta manera, el Fideicomiso será propietario del 100% del edificio.

En el cuadro siguiente, se muestra un resumen de los emprendimientos en marcha.

Cuadro 1.- Acuerdos de inversión cerrados al 31 de diciembre de 2020							
Proyecto	Barrio	Estatus	Cantidad de unidades	Cantidad de garajes	% del proyecto	Monto de la inversión (UI)	% Suscripción
Met Parc	La Blanqueada	Compraventa	59	22	53%	54.221.045	12,2%
Nostrum Plaza	Tres Cruces	Compraventa	16	16	7%	16.094.937	3,6%
Nostrum Centenario	Brazo Oriental	Compraventa	14	13	10%	12.716.114	2,9%
Arrayan	BellavistaComp.	Compraventa	51	29	72%	45.555.946	10,3%
8cho	La BlanqueadaComp.	Compraventa	59	33	68%	51.032.478	11,5%
NEO Costa	Lagomar Sur	Compraventa	47		100%	49.142.976	11,1%
NEO del Sur	Barrio SurComp.	Compraventa	69	33	100%	60.517.344	13,7%
Escollera	Ciudad Vieja	Compraventa	56	36	51%	48.259.508	10,9%
<b>TOTAL</b>			<b>371</b>	<b>182</b>		<b>337.540.348</b>	<b>76,2%</b>

Fuente: El Administrador

En resumen, a la fecha se han cerrado acuerdos de inversión en ocho emprendimientos, que involucran la adquisición de un total de 371 viviendas y 182 garajes por un monto total de 337.540.348 Unidades Indexadas. De este modo, actualmente el Fideicomiso tiene comprometido el 76% del total del monto subscripto.

Aparte de estos proyectos presentados, existen actualmente con diverso grado de avance en las negociaciones, otros proyectos que se conocen a partir del pipeline presentado por el administrador. Aún no se ha cerrado el período de inversión que vence en julio de 2021.

<sup>3</sup>. Para el cálculo de la TIR Neta estimada se asume el Escenario Base de precios de mercado. Esta estimación busca reflejar la rentabilidad de cada proyecto de forma independiente, sin considerar los costos de funcionamiento del Fideicomiso.

**La etapa de arrendamientos** comenzó a fines de enero de 2019, con la recepción de las primeras unidades del proyecto Met Parc. Posteriormente se fueron recibiendo las unidades de los proyectos Nostrum Plaza y Nostrum Centenario.

Aprovechando el aumento del volumen de unidades disponibles para alquilar tras la recepción de NEO Costa y Escollera, se realizaron algunas acciones de marketing. Por un lado, se definió el nombre NEO para identificar a todos los edificios en los cuales el Fideicomiso cuenta con más del 90% de la copropiedad y adicionalmente, se creó la marca VIVE, que se utilizará para comercializar las unidades del Fideicomiso.

A continuación, se presenta un resumen de la situación de los arrendamientos al 3 de setiembre.

### Cuadro 2.- Situación de los arrendamientos al 17/12/2020

Ingreso alquileres real	mensual	en UI	3.353.957
Ingreso alquileres potencial		en UI	4.746.557
Apartamentos alquilados		número	134
Apartamentos alquilados		porcentaje	70%
Garajes alquilados		número	51
Garajes alquilados		porcentaje	59%
Caprate s/stock ofrecido		porcentaje	4,7%
Caprate s/stock alquilado		porcentaje	6,5%

Fuente: El Administrador

- La empresa Bado & Asociados/Sotheby's International Realty, realizó una tasación al 19 de enero de 2021 de las viviendas y garajes de 5 de los proyectos que ya fueron entregados al fideicomiso. La misma arrojó un monto equivalente a 246,31 millones de UI, un valor un 36,5% mayor al monto invertido en esos emprendimientos.

### 3. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- Informe de Península Rentals Uruguay SRL a diciembre de 2020.
- Informes y entrevista con el Comité de Vigilancia.
- Estados Contables del Fideicomiso al 31 de diciembre de 2020<sup>4</sup>.
- Estados Contables intermedios de la Fiduciaria al 30 de junio de 2020<sup>5</sup>.
- Encuesta periódica de Research Uruguay; "La demanda en el mercado inmobiliario"; febrero de 2021.
- Bric Analytics; "Análisis de Coyuntura del Mercado Inmobiliario"; febrero de 2021.
- "Informe Sectorial Inmobiliario sobre el Mercado de Viviendas"; Ec. Mayid Sáder y la Ec. Serrana Calvette.
- Informe de Valuación Bado & Asociados/Sotheby's International Realty. Enero de 2021.

<sup>4</sup>. CARE debe aún recibir versión definitiva

<sup>5</sup>. Si bien se dispone de los EE.CC intermedios a setiembre de 2020 se prefiere, por considerarlos más representativos, los EE. CC al cierre del primer semestre"

### II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

Se ofrecieron en oferta pública certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero Península Rentals, 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 Península Rentals.

**Fiduciario:** TMF Uruguay AFISA

**Administrador:** Península Rentals Uruguay S.R.L.

**Entidad**

**Representante:** BEVSA

**Títulos a**

**emitirse:** Certificados de Participación.

**Activos del**

**Fideicomiso:** Totalidad de los Bienes Inmuebles (Proyectos), Contratos de alquiler y Fondos Líquidos e Instrumentos Financieros adquiridos o mantenidos en propiedad fiduciaria por el Fideicomiso.

**Moneda:** Unidades Indexadas en el equivalente a Pesos Uruguayos

**Importe de**

**la Emisión:** Se emitieron UI 442.810.000, equivalentes a 57 millones de dólares (en la fecha de emisión).

**Distribuciones:** Periódicamente según resultados acumulados realizados según procedimiento establecido en el contrato.

**Calificadora**

**de Riesgo:** CARE Calificadora de Riesgo.

**Calificación**

**de Riesgo:** BBB.uy

#### 2. El análisis jurídico

El Informe de Contingencias Jurídicas se presentó como anexo en el informe de calificación original ([www.care.com.uy](http://www.care.com.uy)).

Del mismo se destaca su conclusión final:

***“El negocio fiduciario cuenta con un razonable grado de cobertura y no se advierten riesgos sustanciales asociados a contingencias jurídicas que sugieran el incumplimiento en el pago 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 se concluye que *el riesgo jurídico de estructura se considera muy bajo.*

**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: EL FIDUCIARIO Y EL OPERADOR

Las características de la emisión hacen necesario analizar dos empresas administradoras: TMF Uruguay AFISA en su condición de emisora y fiduciaria del fideicomiso financiero, y Península Rentals Uruguay SRL en su condición de operador o administrador del proyecto.

### 1. TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A.

TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A. tiene por objeto la administración de fondos de inversión de acuerdo con lo establecido en la Ley No. 16.774, a su vez puede actuar como fiduciario en todo tipo de fideicomisos, de acuerdo con la Ley No. 17.703.

Con fecha 28 de junio de 2011 se produjo la fusión de la estructura de las principales participaciones de Equity Trust Group y el grupo de compañías encabezadas por la sociedad limitada de origen holandés TMF Group Hold Co B.V. ("Grupo TMF"). La Sociedad forma parte del Grupo TMF siendo su único accionista y controladora directa Equity Trust (Netherlands) B.V. hasta el 25 de abril de 2014 fecha en la que el Directorio de la Sociedad, producto de la fusión por absorción mencionada anteriormente, resolvió emitir título accionario a favor de TMF Group B.V. pasando a ser este último, el único accionista y controlador directo de la Sociedad.

#### **TMF Uruguay**

TMF Uruguay AFISA está autorizada por el Banco Central del Uruguay para desarrollar actividades como fiduciario financiero en Uruguay desde el 3 de mayo de 2007. Es una sociedad anónima uruguaya independiente de capitales privados, cuyo único accionista es TMF Group B.V. según consta en los registros del BCU.

De acuerdo al Acta de Asamblea Extraordinaria de Accionistas del 3 de julio de 2012 se resolvió el cambio de estatutos de la Sociedad sustituyendo el nombre de Equity Trust Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A. por su denominación actual. La reforma de estatutos fue aprobada por la Auditoría Interna de la Nación en enero de 2013 e inscrita en el Registro Público de Comercio el 25 de febrero de 2013 siendo publicado en el Diario Oficial el 3 de abril del mismo año.

Un resumen de los principales rubros del estado de situación y resultados intermedios al 30/6/20 y su comparativo con ejercicios anteriores se presenta en los cuadros siguientes.

<b>Cuadro 3: Estado de Situación (en miles de \$)</b>			
<b>Concepto</b>	<b>30/06/2020</b>	<b>31/12/2019</b>	<b>31/12/2018</b>
<b>Activo</b>	<b>112.344</b>	<b>85.019</b>	<b>74.608</b>
Activo Corriente	22.849	5.306	4.257
Activo no Corriente	89.495	79.713	70.351
<b>Pasivo</b>	<b>96.225</b>	<b>71.187</b>	<b>61.016</b>
Pasivo Corriente	96.225	71.187	61.016
Pasivo no Corriente	-	-	-
<b>Patrimonio</b>	<b>16.119</b>	<b>13.831</b>	<b>13.592</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>112.344</b>	<b>85.019</b>	<b>74.608</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>0,24</b>	<b>0,07</b>	<b>0,07</b>

Fuente: EE.CC TMF

**Cuadro 4: Estado de Resultados (en miles de \$)**

Concepto	30/06/2020	30/06/2019	31/12/2019
Comisiones ganadas	10.230	8.022	16.964
Costo Servicios Prestados	(1.633)	(1.178)	(2.086)
<b>Resultado Bruto</b>	<b>8.598</b>	<b>6.844</b>	<b>14.878</b>
Gastos Administración y Vtas.	(4.809)	(2.752)	(11.534)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>3.789</b>	<b>4.091</b>	<b>3.344</b>
Resultado Financiero	10	(814)	(1.480)
IRAE	(1.511)	(1.069)	(1.623)
<b>Resultado del Periodo</b>	<b>2.287</b>	<b>2.208</b>	<b>239</b>

Fuente: EE.CC TMF

Como se desprende de los cuadros precedentes, la firma mantiene patrimonio positivo. Si bien no tiene un buen indicador de liquidez (aspecto que no es novedoso) se destaca que TMF forma parte de un grupo empresarial mucho más amplio y mantiene transacciones significativas con empresas de dicho grupo; por lo tanto los resultados que acá se exponen no son necesariamente indicativos de los resultados que hubiera obtenido de no ser así.

Al 30/6/20, TMF Uruguay AFISA administraba varios fideicomisos financieros que operan en diversas áreas y varios fideicomisos de administración y garantía. Su actividad en Uruguay es creciente lo que se refleja en la facturación.

Se concluye entonces que la firma posee la organización y el respaldo necesarios para llevar adelante la tarea de administradora fiduciaria de este emprendimiento.

## 2. Grupo Península

Se trata de un grupo inversor fundado en el exterior con actividades en varios países de Latinoamérica especializado en proyectos inmobiliarios para vivienda. En ocasión de la calificación original sus antecedentes fueron analizados en profundidad por lo que no corresponde reiterarlos en esta oportunidad. A modo recordatorio, se reitera sintéticamente lo expuesto oportunamente.

### ***Península Investments Group***

“Península Investments Group Inc” es una marca mixta registrada en Uruguay (entre otros países) ante la Dirección Nacional de la Propiedad Industrial para las clases 35, 36, 37 y 41 con el N° MA/M/00001/00377039 a nombre de Josef Preschel y Mauricio Levitin Kirchheimer y bajo la cual se han impulsado. Fue fundada en el año 2006 por Mauricio Levitin y Josef Preschel.

Desde su fundación Península organizó distintos fondos de inversión que operan en varios países de Latinoamérica administrando un portafolio en permanente crecimiento.

La estrategia de inversión de Península se enfoca en identificar mercados atractivos para desarrollar proyectos de vivienda y asociarse con desarrolladores locales para ejecutar los mismos.

En Uruguay, Península tiene como socio a Altius Group quien ha desarrollado los siguientes proyectos: Bilu Carrasco, Altos del Libertador, Nostrum Avenida, Nostrum Prado, Nostrum Centenario, Nostum Plaza, Nostrum Parque, Nostrum Mirador, Nostrum Tower y Nostrum Dieciocho. Estos proyectos, muy conocidos en plaza, se encuentran en distintos grados de desarrollo, algunos ya terminados y vendidos y otros en construcción.

Como se destaca en otra sección, recientemente se produjo el fallecimiento de uno de los fundadores del grupo, Mauricio Levitin. Si bien es muy pronto como para evaluar el impacto que este insuceso podría tener en la marcha de los negocios hay que destacar que se trata de una organización empresarial importante, que actualmente cuenta con oficinas en: Miami, Montevideo, Bogotá, Buenos Aires, Lima, Panamá y San Pablo por lo que, más allá del rol relevante que desempeñaba el Sr. Levitin, es propio de este tipo de organizaciones contemplar estas circunstancias a través de un potente equipo de profesionales.

### **Península Rentals Uruguay SRL**

Península Rentals Uruguay SRL es una sociedad uruguaya creada para officiar como Administrador del Fideicomiso. Componían su directorio además del fallecido Mauricio Levitin, Carlos Mendive y Josef Preschel, quienes también integraban el Comité de Inversión del propio Administrador previsto en su estructura. Carlos Mendive se desempeña a su vez como Chief Executive Officer (CEO) de Península Rentals Uruguay SRL.

Sigue siendo entonces Carlos Mendive el principal responsable de llevar adelante el plan de negocio. Sus antecedentes para esta función han sido considerados satisfactorios.

Adicionalmente y como forma de reflejar el compromiso del administrador con el proyecto alineando sus intereses con los de los inversores, se comprometió a suscribir CP's por valor de USD 1.500.000 (en UI) y mantenerlos mientras dure la vigencia del fideicomiso. El 28/7/17, en ocasión de la suscripción de CP's, Península lo hizo con UI 17.160.000 cifra mayor a la comprometida contractualmente.

### **Gobernanza**

Por otra parte, el contrato prevé un marco acotado para las inversiones a realizar, estableciendo límites cuantitativos y cualitativos; así como la necesidad de evitar eventuales conflictos de intereses, lo que se viene observando hasta el momento.

En garantía de cumplimiento de los términos del contrato, se creó una estructura que, además de la **Fiduciaria**, cuenta con un **Comité de Inversión**, integrado por Carlos Mendive, Mauricio Levitin (fdo) y Josef Preschel.

Asimismo, hay un **Comité de Vigilancia** conformado por una persona física elegida por los Titulares (**Asamblea de Titulares**) que representa la mayoría absoluta de los CPs emitidos y en circulación con derecho a voto.

Esta estructura, según informó el Administrador, se mantiene incambiada por lo que se reitera que, en opinión de CARE, da garantías suficientes al funcionamiento general de la operativa.

En cuanto a su solvencia, CARE tuvo a la vista los EE.CC de la firma al 30/9/19 y de acuerdo a los mismos, nada hace suponer la eventualidad de algún riesgo en este sentido.

### **Fideicomiso<sup>6</sup>**

El Fideicomiso se constituyó mediante contrato celebrado el 3/1/17 entre TMF Uruguay (la Fiduciaria) y los suscriptores iniciales de los valores (los Fideicomitentes). El BCU, mediante Comunicación 2017/1456 del 29/6/17 dejó constancia de la resolución de inscripción de los Certificados de Participación (CP's) en el Registro del Mercado de Valores.

La suscripción de los CP's fue realizada públicamente el 28/7/17 por UI 442.810.000 con un valor nominal de una UI cada uno. De dicha cantidad Península Rentals Uruguay SRL suscribió UI 17.160.000 equivalente al 3,88 % del total. Las integraciones se vienen haciendo en régimen de "Capital Calls".

La integración inicial se efectuó el 4/8/17 con UI 3.113.005, marcando el punto de partida del denominado Periodo de Inversión que, se recuerda, era de dos años a partir de la primera integración, es decir, finalizó el 4/8/19. Posteriormente este plazo fue prorrogado dos veces; el vencimiento actual será en el mes de julio del corriente año 2021. De esta forma, también queda establecido el periodo denominado Gestión Activa del Portafolio, 3 años una vez finalizado el Periodo de Inversión, o sea, hasta agosto de 2024.

A partir del año 2018 se hicieron integraciones regularmente a medida que avanzaban los negocios. Al cierre del ejercicio 2020 se han completado emisiones por un valor algo superior a las UI 276 millones, posteriormente, con fecha 10/3/2021 se realizó la integración no. 25 por un valor de UI 11.79 millones. Esto hace un total acumulado, a la fecha de redactar este informe, de UI 287.8 millones lo que equivale a 65 % del total suscripto.

El saldo restante de los certificados de participación suscriptos se encuentra, como se sabe, sujeto a integración bajo la modalidad de "Capital Calls". No se cuenta con un calendario estableciendo las próximas integraciones dado que las mismas tendrán lugar a partir de la necesidad de fondos que surja de la concreción de los diferentes negocios.

A continuación se informa resumidamente los estados de situación y resultados intermedios del Fideicomiso al cierre de diciembre de 2020

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

Concepto	31/12/2020	31/12/2019	31/12/2018
<b>Activo</b>	<b>1.558.973</b>	<b>530.276</b>	<b>91.744</b>
Activo Corriente	41.592	27.178	2.039
Activo no Corriente	1.517.381	503.098	89.705
<b>Pasivo</b>	<b>134.809</b>	<b>1.644</b>	<b>7.483</b>
Pasivo Corriente	43.205	1.644	7.483
Pasivo no Corriente	91.604	-	-
<b>Patrimonio</b>	<b>1.424.163</b>	<b>528.632</b>	<b>84.261</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>1.558.973</b>	<b>530.276</b>	<b>91.744</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>0,96</b>	<b>16,53</b>	<b>0,27</b>

Fuente: EE.CC Fideicomiso Península

<sup>6</sup> En Nota 14 a los EE CC y en referencia al contexto actual de crisis sanitaria se establece que podría haber volatilidad en el valor de las inversiones del Fideicomiso, sin embargo, dado que se trata de un plan de negocios diseñado para 8 años, las eventuales oscilaciones en dichos valores razonables, no necesariamente afectarían el valor de realización en el plazo previsto. Asimismo se advierte que, eventualmente, podría afectarse el cronograma previsto de desarrollo de obras.



Puede comprobarse el avance alcanzado en los negocios según se da cuenta en otra sección de este informe. El patrimonio contable, según cuadro precedente, alcanza un valor de UI 298 millones, producto de convertir la cifra expresada en moneda nacional a la cotización de la UI al 31/12/20 que era de \$ 4,785. Este valor es consistente con las emisiones recibidas hasta el cierre del año 2020 que, se recuerda, fue de UI 276 millones.

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

Concepto	31/12/2020	31/12/2019	31/12/2018
Ingresos por arrendamiento	24.789	8.423	-
Resultado por venta de propiedad	2.957	-	-
Resultado por valuación de inv.	415.610		
Otros ingresos			
<b>Total ingresos</b>	<b>443.356</b>	<b>8.423</b>	<b>-</b>
Gastos operativos	(5.935)	(3.414)	-
Gastos de Administración	(32.850)	(36.623)	(34.558)
<b>Resultados Operativos</b>	<b>404.572</b>	<b>(31.615)</b>	<b>(34.558)</b>
Resultados Financieros	725	(225)	(443)
<b>Resultados antes de IRAE</b>	<b>405.297</b>	<b>(31.839)</b>	<b>(35.002)</b>
IRAE	(105.157)	13.553	-
<b>Resultado del Periodo</b>	<b>300.139</b>	<b>(18.287)</b>	<b>(35.002)</b>

Fuente: EE.CC Fideicomiso Península

Ratificando lo antedicho, el avance en la concreción de inversiones se refleja claramente en el cuadro precedente a través de la cuenta de ingresos del fideicomiso en que se destaca el incremento por valuación de las propiedades de inversión. Un detalle de las inversiones realizadas hasta el momento se desarrolla en la sección correspondiente.

## Riesgos Considerados

**Riesgo jurídico**, por incumplimiento de alguna disposición por parte del fiduciario o del administrador. El mismo se encuentra pormenorizadamente analizado y acotado en los contratos analizados. *Riesgo bajo.*

**Riesgo administración**, considerando la idoneidad para cumplir con la función por parte del grupo Península (tanto su filial uruguaya, su asociado en Uruguay y el grupo madre) así como la idoneidad de TMF como administrador fiduciario, se considera que la estructura administrativa propuesta está capacitada para ejecutar el plan de negocios. *Riesgo bajo.*

**Riesgo por cambio de fiduciario** está adecuadamente previsto en los casos correspondientes, que dejan esta posibilidad a los inversores adecuadamente representados. *Riesgo bajo.*

**Riesgo por cambio de administrador**, se encuentra también previsto en función de diversos resultados.

## IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

### 1. Bienes fideicomitidos y aspectos descriptivos del proyecto

El objeto principal del Fideicomiso es generar rentabilidad para los titulares a través de (i) el desarrollo de proyectos inmobiliarios en Uruguay para su venta; (ii) desarrollo de proyectos inmobiliarios en Uruguay para su arrendamiento, usufructo o aprovechamiento económico y posterior venta. Adicionalmente, el Fideicomiso podrá invertir en bienes inmuebles en Uruguay que por sus características, y al momento de adquisición, estén en capacidad de generar ingresos por rentas, respetando los límites de inversión previstos.

A la fecha (diciembre 2020) el fideicomiso ya cuenta con 277 unidades (191 viviendas y 86 garajes) que se le han entregado, proveniente de cinco proyectos, de este total un 67% ya se han dado en alquiler y están generando renta. Hay una serie de emprendimientos en diferente grado de desarrollo que aún no se han concretado y no generan ingresos.

Los ingresos proyectados en el modelo de negocios se generan a través de cuatro componentes: (a) el ingreso por alquileres, (b) la valoración por concepto de hacer una compra eficiente, (c) el descuento por compra en pozo, y (d) la apreciación tendencial del inmueble a través de los años.

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

El Prospecto de Emisión presentó una Tasa Interna de Retorno estimada de un 8,17%.

En esta oportunidad, el administrador aporta una actualización del flujo de fondos del proyecto a diciembre de 2020, con los datos reales desde la emisión hasta el presente. Las proyecciones económicas se presentan por un período igual a la duración del Fideicomiso, o sea 7 años (hasta julio de 2025).

Los principales supuestos introducidos en el modelo, son los siguientes:

- Precios de mercado: a partir de los precios de venta que surgen de la mediana del precio de los avisos para apartamentos nuevos ubicados en la zona de referencia de cada proyecto, se suma un 4% por gastos de ocupación y se aplica un descuento de 10%. En base a esos precios de venta y la matriz de alquileres, se calcula un Cap Rate para cada tipología y proyecto. Entre todos los proyectos se elige un Cap Rate por tipología (el más alto), que se aplica a la matriz de alquileres y así surgen los precios de venta de mercado. En esta oportunidad se ajustaron en base al Caprate de 5,6%.
- Tasa de ocupación: 94%. Se asume que desde que se reciben las unidades, hay un plazo de 5 meses para alcanzar el 94% de ocupación.
- Costos operativos de gestión de inmuebles y arrendamientos: 23% de los ingresos por alquiler.
- Tasa de apreciación anual de los apartamentos: 2,5%

- Ritmo de venta: se supone que a los dos años de recibidas las unidades comienza el período de venta, que se extiende por 33 meses. En dicho período se asume un ritmo uniforme de ventas. Dado que se asume Jul-25 como fecha de finalización del fideicomiso, en el caso de los proyectos cuyas unidades son entregadas a partir de Nov-21, se asume un ritmo de venta más acelerado. Ante la situación sanitaria y económica que atraviesa el país, se modificó el supuesto en cuanto a las ventas de unidades, asumiendo que no se realizarán ventas previo a julio de 2021. por tanto, para algunos proyectos se extiende el plazo de alquiler y se posterga el inicio de las ventas Como excepción, las unidades Nostrum Plaza y Centenario comienzan a venderse en diciembre de 2020, en el marco de una estrategia agresiva de ventas.
- Adicionalmente, se asume que el 24% de la emisión que aún no fue comprometido se invierte en un Proyecto VIS que se incorpora en diciembre de 2021.
- Proyectos con obra desde cero: en estos casos se agrega al precio acordado un costo estimado por concepto de seguimiento de obra y se realiza un ajuste a la TIR por concepto de riesgo de construcción.
- Proyectos gravados de IRAE en la venta: 20% de IRAE por la diferencia entre precio de venta y precio de compra.
- Proyectos exonerados de IRAE en el 40% de los alquileres: se resta 0,2 punto de TIR.

Estos criterios utilizados en la estimación de la TIR son compartidos por CARE.

Los resultados se presentan en el cuadro siguiente:

**Cuadro 7.- TIR del proyecto en el escenario base. Caprate del 5,6%**

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	jul-26
Flujo de Fondos a/Imp.	-5.095.005	-31.339.000	-110.760.000	-120.869.576	-114.855.668	20.096.375	95.700.953	172.299.056	154.669.209	73.567.048
Impuestos	-	-	-	-	-	653.590	1.099.607	4.936.260	4.438.438	2.195.730
Flujo de Fondos d/Imp	-5.095.005	-31.339.000	-110.760.000	-120.869.576	-114.855.668	19.442.785	94.601.346	167.362.796	150.230.771	71.371.318
TIR estimada	6,34%									

Fuente: El Administrador

Las variables clave en las proyecciones del flujo de fondos refieren a la evolución esperada del precio de los alquileres así como el cumplimiento del pago por parte de los hogares inquilinos y la tasa de ocupación de cada una de las inversiones inmobiliarias. Asimismo incluye una hipótesis de valorización de los inmuebles y el incremento de largo plazo del precio de los alquileres.

Los supuestos realizados son a juicio de CARE razonables. La metodología para estimar los precios de mercado castigan un poco el proyecto, pero se ajustan mejor a la realidad actual.

En este escenario base, los precios de mercado se definen de forma tal que resulte en una Cap Rate promedio de 5,6% para todo el portafolio. Teniendo en cuenta la sensibilidad de la TIR a las variaciones de los precios de mercado, se presentaron dos escenarios más: en el escenario 1 se descuenta 0,29 punto porcentual el Cap Rate, resultando en un valor promedio de 5,31%, en tanto

en el escenario 2 se suma 0,29 punto porcentual, resultando en un Cap Rate promedio de 5,89%. Considerando los tres escenarios, la TIR estimada se ubica en el rango 5,01% - 7,75%

A modo de sensibilización del flujo, si se supusiera un escenario en el cual no se invirtiera el 24% de la emisión que resta comprometer (104,3 millones de Unidades Indexadas), y siempre que se mantuvieran los proyectados de ventas, la rentabilidad del Fideicomiso se ve afectada: la TIR se reduce de 6,34% a 5,30%.

A los efectos de estresar aun más el flujo de fondos, en esta oportunidad CARE estimó la TIR para el caso de que los ingresos esperados por arrendamientos cayeran en un 5% durante el período que resta, lo que podría explicarse por una mayor vacancia o mayor morosidad; en este caso, la TIR del proyecto sería de 6,14%. Si a su vez los precios de venta también cayeran un 5% la TIR del Fideicomiso sería de un 4,65%, por lo que mantendría valores razonables.

En oportunidad de la calificación original y con objetivo de modelar el comportamiento esperado de la Tasa Interna de Retorno, CARE realizó un análisis de sensibilidad apoyado en el método de simulación Monte Carlo. Éste consiste en asignar distribuciones de frecuencia a algunas variables exógenas del modelo, de forma de generar aleatoriedad al análisis. Las variables exógenas a sensibilizar fueron la valorización del precio de los alquileres y la tasa de ocupación, esto es el nivel de aprovechamiento efectivo de los inmuebles respecto de su potencial. Se seleccionó esta variable para sensibilizar por ser la más relevante para el retorno del proyecto.

En este sentido se procedió a realizar diferentes escenarios calculándose en ambos un rango de tasas internas de retorno. Dichos escenarios son:

**Escenario Pesimista.** Se supuso en ese caso que el caprate del inmueble sería sensiblemente inferior al proyectado y que se comportarían de acuerdo a una distribución triangular, con un valor mínimo de 1%, uno medio de 4% y un máximo de 7%. A su vez, se supuso que la ocupación sería inferior a la proyectada y que se comportaría de acuerdo a una distribución triangular, con un valor mínimo de 75%, uno medio de 90% y un máximo de 95%. Este escenario describe una tasa de retorno para el inversor con un valor mínimo de 4,6%, una mediana de 6,92% y un máximo de 8,33%.

**Escenario de indiferencia.** A modo de estresar aún más el modelo, CARE estimó en la calificación original cuál sería el ingreso del Fideicomiso de "indiferencia" o mínimo. Este sería el pago del capital y el mantenimiento de los costos del Fideicomiso. Una de las posibilidades para que el Fideicomiso obtenga una TIR igual a cero, sería que el Fideicomiso vendiese el total de las unidades en el mismo valor que fueron compradas y el cap rate obtenido de las inversiones fuese del 3% en todo el período. Este escenario improbable se daría bajo una hipótesis de una inadecuada gestión del Administrador y con una coyuntura macroeconómica disruptiva en todo el período.

### 3. Rentabilidad estimada de los proyectos.

En la medida que se van comenzado a cerrar los proyectos, empieza a generarse información real a los efectos de ir contrastando con las proyecciones. Una vez que se van comprando las unidades y se vuelcan al

mercado, se empieza a generar información más ajustada y real respecto a los descuentos que se obtienen en las compras de unidades, así como también el caprate que se obtiene al ponerlas en alquiler; queda solamente la incógnita de cuál será la valoración de los inmuebles una vez que éstos se pongan en venta.

En el cuadro siguiente se presenta una estimación de la rentabilidad esperada para cada uno de los proyectos. La principal incógnita pasa a ser la revalorización de las unidades, ya que los descuentos obtenidos ya responden a situaciones reales y los caprates que se están obteniendo también están resultando ajustados a las previsiones del prospecto.

**Cuadro 8.- Estimación de la rentabilidad por Proyecto**

Proyecto	Caprate (*)	TIR del proyecto (**)	Descuento estimado
Met Parc	6,3%	8,0%	[5,5% - 16,6%]
8cho	7,1%	10,8%	[13,1% - 23,1%]
Arrayán	6,3%	8,0%	[4,2% - 15,2%]
NEO Costa	6,6%	10,2%	[16,8% - 16,8%]
NEO del Sur	7,3%	12,6%	[16,1% - 25,6%]
Nostrum Plaza	6,4%	10,9%	[9,9% - 20,7%]
Nostrum Centenario	6,6%	9,9%	[7,5% - 18,5%]
Escollera	6,9%	14,5%	[16,3% - 25,8%]
PROMEDIO	6,8%	11,3%	14-25%

Fuente: El Administrador

(\*) arrendamiento anual/precio de compra

(\*\*) no consider los costos del fideicomiso

El ingreso por arrendamientos en relación a los valores de compra se están ubicando en el entorno del 6,8% y las rebajas en las compras con respecto a los precios de lista se ubican aproximadamente un 20% por debajo.

Los resultados preliminares de estos proyectos indican que los supuestos considerados en el prospecto original podrían ser viables con lo que estarían acotados los riesgos para la generación de flujos.

#### 4. Tasaciones

En esta oportunidad se cuenta con tasaciones de las unidades de 5 de los 8 proyectos. La empresa Bado & Asociados/ Sotheby's International Realty realizó la valuación de los apartamentos, garajes y cocheras que ya fueron entregadas al Fideicomiso y que están en la etapa de gestión. La tasación arroja un aumento muy importante respecto de los valores invertidos en esos proyectos lo cual es consecuencia de una adecuada compra de los activos y también de la valorización que los mismos habrían tenido. A enero de 2021, el valor de los activos tasados es un 36,5% mayor al monto invertido.

#### 5. Nueva 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 Damodaran<sup>7</sup> 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:

<sup>7</sup> A. Damodaran, "Estimating Equity Risk Premiums" Stern School of Business.

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

Donde:

E(ri): Tasa de retorno esperada del capital

$\beta_{im}$ : Riesgo sistemático propio respecto del riesgo de mercado<sup>8</sup>.

rf: tasa libre de riesgo (Treasury Bonds USA)

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<sup>9</sup> 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).

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, así como también las tasas extremadamente bajas de 2020. En los últimos diez años, ese rendimiento se ubicó en 2,11%, y en el momento actual cercano a 1,5%<sup>10</sup>.

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 uruguaya 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 2021 se ubica en 0,74 y en 0,86 para el promedio de los últimos 5 años, 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 1,96% y para el riesgo país (índice UBI), se consideraron 1,63 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 6,06%. Este valor es inferior a la TIR estimada para la última actualización (6,34%), 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.

<sup>8</sup>. Se consideraron los betas promedio de empresas de construcción de viviendas en mercados emergentes según A. Damodaram

<sup>9</sup>. Equity Risk Premium del S&P 500

<sup>10</sup>. Los efectos de la pandemia del coronavirus afectaron los mercados financieros. Las tasas han comenzado a recuperar pero aún se encuentran bajas en términos históricos.

### **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 y el permanente seguimiento que se hará al cumplimiento en plazo y forma de los compromisos de adquisición, de construcción, de alquiler y de ventas, *se considera que existe un riesgo moderado y posible de ser controlado a tiempo de generación de los flujos.*

**Riesgo de descalce de monedas.** Los ingresos y egresos más relevantes están previstos en la misma moneda. *Este riesgo por tanto es bajo.*

## V. EL ENTORNO

El análisis de entorno macro y sectorial tiene como objetivo evaluar los factores futuros que puedan incidir en la generación de los flujos propuestos por el proyecto. Estos factores, por su naturaleza exógena, refieren al marco general de funcionamiento, en el cual se enmarca el Plan de Negocios, y no pueden ser controlados por parte de la empresa. Tienen que ver con la evolución esperada de los mercados relevantes para el proyecto, así como con el análisis de las principales políticas públicas que pueden incidir directamente en el cumplimiento de los supuestos y objetivos subyacentes al modelo de negocios. Este último aspecto está vinculado a disposiciones del gobierno que puedan afectar positiva o negativamente al proyecto, incluyendo elementos como la política tributaria general o sectorial, disposiciones referidas al ordenamiento territorial, la existencia de subsidios o créditos a la construcción, a la compra o arrendamiento de inmuebles, entre otros elementos.

Como en las anteriores actualizaciones CARE utilizó documentos especialmente elaborados para la calificadoradora con base en el mercado inmobiliario. Estos informes son la base de la información utilizada en este análisis, la cual se complementa con información relevante de carácter público.

- Research Uruguay; “La demanda en el mercado inmobiliario”; febrero de 2021. Investigación periódica que realiza Research Uruguay contratada por CARE, con el objetivo de analizar la demanda en el mercado inmobiliario. Desde el punto de vista metodológico consiste en la realización de una encuesta entre las personas que buscan o buscaron viviendas en ciertos barrios de las ciudades de Montevideo y de la Costa.
- Bric Analytics; “Análisis de Coyuntura del Mercado Inmobiliario”; febrero de 2021.
- Ec. Mayid Sáder y la Ec. Serrana Calvette; “Informe Sectorial Inmobiliario sobre el Mercado de Viviendas”. Informe elaborado por los autores para Care<sup>11</sup>.
- Uruguay XXI; “Oportunidades de inversión en el mercado inmobiliario”; diciembre de 2020.

En lo que sigue se realiza un breve análisis del entorno macroeconómico de forma de sentar las bases para el posterior análisis del mercado objetivo. Luego, se desarrolla el contexto y perspectivas para el mercado inmobiliario, haciendo foco en la evolución de la vivienda.

Este fideicomiso tiene un plan de negocios a 8 años, ha tomado la decisión de posponer un poco la etapa de ventas, y si fuera necesario el plazo de finalización podría extenderse si existieran dificultades para la comercialización de la totalidad de las unidades.

### 1. Entorno macroeconómico nacional e internacional

La economía mundial enfrentó un shock negativo inédito durante el último año asociado a la pandemia desatada por el COVID-19. La irrupción del virus implicó el despliegue de importantes medidas de restricción a la movilidad

<sup>11</sup>. Los trabajos pueden solicitarse en [care@care.com.uy](mailto:care@care.com.uy)



de las personas para lograr enlentecer el ritmo de contagio del virus y limitar su propagación, cuya contracara fue un importante deterioro de la actividad económica con impactos asimétricos sobre los distintos sectores de actividad y sobre la población. A este respecto, el Fondo Monetario Internacional estima que la actividad económica mundial se contrajo 3,5% en 2020 y proyecta que ésta se recuperará a un ritmo anual de 5,5% en 2021, aunque de forma asimétrica entre países.

En respuesta a la profunda crisis económica, los gobiernos han desplegado políticas fiscales y monetarias extremadamente agresivas, que, no sólo lograron evitar un mayor deterioro de la actividad económica, sino que también han configurado un escenario financiero benigno para las economías emergentes. En este sentido, los elevados niveles de liquidez internacionales han derivado en condiciones internacionales de financiamiento laxas con tasas de interés históricamente bajas -cercanas a cero o incluso negativas- y un dólar que tiende a debilitarse a nivel mundial. Este escenario, que perdurará por varios años, implica un mayor flujo de liquidez a países emergentes.



De todas formas, en tanto la incertidumbre aún continúa siendo en extremo elevada, existen riesgos a la baja y al alza que podrían impactar sobre la trayectoria de la recuperación. Por un lado, la evolución del virus podría implicar nuevos brotes con impacto negativo en la actividad (ej. Europa). En paralelo, la vacunación podría limitar este riesgo o incluso acelerar el proceso de recuperación en algunos mercados. Por otro lado, el escenario de bajas tasas de interés no permite descartar escenarios de estrés financiero o incluso de generación de burbujas en algunos activos.

En línea con lo anterior, Uruguay no escapa a las consecuencias sanitarias y económicas de la pandemia. En este sentido, el Banco Central del Uruguay recientemente ha publicado que la actividad económica se habría contraído 5,8% anual durante el último año, al tiempo que se espera que la actividad se recupere a un ritmo anual de 3,0% y 2,5% para 2021 y 2022, respectivamente. Esto implicaría que el país recién alcanzaría en 2023 los niveles de actividad previos a la pandemia

<sup>11</sup>. Los trabajos pueden solicitarse en [care@care.com.uy](mailto:care@care.com.uy)

La irrupción de la pandemia obligó a las autoridades a desplegar medidas para mitigar el impacto adverso de la pandemia sobre los sectores de actividad y la población más afectada. En este sentido, el Gobierno dispuso de una serie de medidas de soporte fiscal que ascendieron a 1,3% del PIB, sumadas a un sistema de garantías crediticias que a febrero 2021 garantiza préstamos por casi USD 700 millones. Asimismo, el Banco Central del Uruguay asumió una instancia expansiva de política monetaria<sup>12</sup> como forma de evitar restricciones en el mercado de dinero que podrían generar tensiones sobre la cadena de pagos<sup>13</sup>, al tiempo que tomó medidas para estimular el crédito en moneda nacional.

A pesar de las medidas implementadas, la caída de la actividad tuvo su correlato en el mercado laboral donde el empleo se vio fuertemente deteriorado. Esto es incluso más importante si se considera que la pandemia impactó sobre un mercado laboral que había experimentado una evolución negativa durante los últimos cinco años. La caída del nivel de empleo implicó un deterioro en los ingresos de los hogares, fenómeno que se vio reforzado por la caída en el salario, tanto en términos reales como en dólares. No obstante, como se verá a continuación esto no ha tenido un impacto, hasta el momento, en los precios de los inmuebles a nivel agregado aunque es posible que haya restado dinamismo a las compraventas, al menos durante parte del 2020.

## 2. Mercado inmobiliario: evolución reciente y perspectivas

El sector inmobiliario representa aproximadamente el 13% del PIB de la economía uruguaya y alcanza a aquellas actividades dedicadas a la intermediación en la venta y alquiler de bienes inmuebles ya sea destinados a vivienda, oficinas, locales comerciales, entre otros.

Este 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 el sector agropecuario 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, apalancado en un moderado incremento del crédito y estímulos fiscales.

Posteriormente, se registró una segunda fase (2015 – 2018) en la que se aprecia un ciclo de crecimiento mínimo marcado por cierta volatilidad. El 2017 fue un año bisagra en el que se revitalizó la inversión inmobiliaria de vivienda, con una clara concentración en proyectos en las zonas más valorizadas de la ciudad de Montevideo y Punta del Este. Este proceso se enlentece a partir de mayo del 2018 producto de una coyuntura regional adversa, en la que el mercado inmobiliario en Uruguay recibe el shock negativo de la devaluación en Argentina.

### 2.a. Vivienda

#### i. Oferta de vivienda

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

<sup>12</sup>. Se debe considerar que en setiembre el Banco Central del Uruguay decidió cambiar de instrumento para el manejo de la política monetaria, volviendo al instrumento tasa de interés. Este cambio tiene como objetivo dotar de mayor transparencia al manejo de la política monetaria, anclar las expectativas de los agentes, lograr que la inflación converja al rango meta y en última instancia ayudar a la desdolarización de la economía.

<sup>13</sup>. Las rebajas de tasas de interés se tradujo en menores costos para el acceso al crédito en el mercado financiero doméstico.

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. También es importante destacar que se trata de un mercado segmentado, y por tanto es dable pensar que las características promedio del stock de viviendas no se mantenga en las distintas zonas, para distintos estratos de hogares, etc.

El sector ha alternado períodos de crecimiento con ciertos enlentecimientos desde 2003. Este escenario se ha gestado y desarrollado prácticamente sin intervenciones directas desde el sector público como proveedor, aunque sí ha incidido en la generación de un marco general que favoreció la construcción de vivienda. La aprobación de la Ley 18.795 (Ley de Acceso a la Vivienda de Interés Social) en 2011, introdujo una serie de instrumentos de política pública de forma de reorientar la construcción de vivienda a zonas céntricas de menor desarrollo relativo y con baja oferta. 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.

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. Sus ampliaciones recientes habrían dado un nuevo impulso a posibles nuevos proyectos de gran impacto.

En lo que respecta a la nueva oferta edilicia, 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. Análogamente, se observa 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. Esta reducción del tamaño de las viviendas y de los dormitorios por vivienda, responde al ajuste de la oferta edilicia respecto a las nuevas tendencias demográficas que se describen en el capítulo que analiza la demanda de vivienda. Las viviendas que ha ido adquiriendo este fideicomiso se ajustan a estas tipologías.

La merma 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.

El nuevo escenario de política pública ha tenido un efecto positivo sobre la oferta de vivienda, destacándose el decreto que modifica la instrumentación de la Ley 18.795 y las resoluciones del MVOTMA número 539 y 673 del 2020. Las modificaciones antes mencionadas han configurado un escenario más alentador en lo que refiere a mejorar el nivel de retorno esperado de los proyectos inmobiliarios.

## **ii. Demanda por consumo e inversión**

Por su naturaleza, los activos inmobiliarios son un bien de uso y, al mismo tiempo, un activo patrimonial que actúa como reserva de valor sobre el cual percibir una renta. Por tanto, es posible descomponer los determinantes de la demanda de inmuebles en aquellos vinculados al mercado para uso y el mercado de inversión. En este sentido, los primeros refieren principalmente al crecimiento de la población -y otros cambios de paradigma de carácter social-, los ingresos de los hogares y el crédito inmobiliario, mientras que los segundos hacen lo propio a la tasa de interés real y los flujos de capital internacionales.

### **ii.i. Factores que inciden en la demanda para uso**

#### **ii.i.i. Factores Sociales**

En Uruguay, el crecimiento de la población ha sido muy reducido en los últimos 50 años y no se esperan cambios sustanciales en los próximos 25 años según las estimaciones de población del INE. Sin embargo, es destacable la tendencia decreciente que muestra las tasas de natalidad y la leve tendencia ascendente de la mortalidad en tanto la población total tiende a envejecer. Esto determina que hacia fines de la década del 2040 la población tenderá a reducirse de no ocurrir cambios en los determinantes del crecimiento natural o un saldo migratorio positivo. Precisamente, en los últimos años Uruguay ha recibido un número importante de inmigrantes, cambiando la tónica de los primeros años del siglo XXI<sup>14</sup>. Este proceso ejerce presión sobre la demanda de inmuebles, particularmente sobre el mercado de alquileres.

A su vez, existen otros drivers propios de nuestro país que tienen incidencia positiva sobre la demanda de vivienda. Estos son:

- i)** el avance en la esperanza de vida;
- ii)** la creciente fragmentación del hogar;
- iii)** la disminución de la tasa de matrimonios;
- iv)** el progresivo aumento de jóvenes con estudios terciarios en el mercado laboral y;
- v)** la inseguridad. Todos estos elementos han cambiado el paradigma en el mercado de la vivienda y seguirán impactando en las preferencias de los hogares.

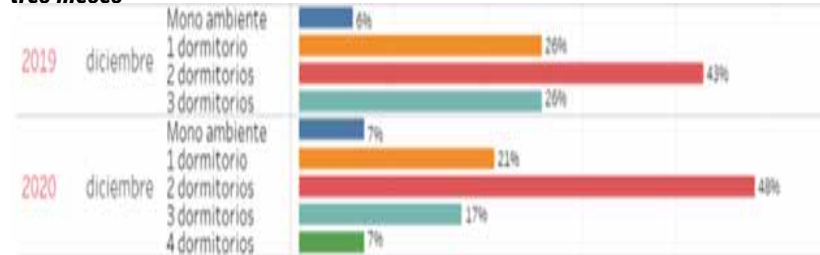
En el año 1990 los uruguayos vivían 73 años en promedio, mientras que a la fecha, la esperanza de vida al nacer es de 80,2 años en las mujeres y 73,2 en los hombres, según información publicada por la OMS. En el año 2011 el 24% de los hogares estaban habitados por una sola persona mientras que en 1996 era el 17% (Censos de Población y Vivienda). En el sentido inverso, en 1996, el hogar biparental con hijos alcanzaba al 40% de los hogares mientras que en el último Censo representó 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, especialmente en Montevideo.

Por estos motivos, el mercado demanda tipologías constructivas reducidas y en la franja costera, al tiempo que el tamaño de los hogares se acerca a una relación de dos habitantes por vivienda.

<sup>14</sup>. Según los últimos datos publicados por la ONU en Uruguay, casi un 2,4% de la población es inmigrante

Para cuantificar la demanda, se contrató los servicios de Research International Uruguay. Según concluye la investigación realizada la demanda concuerda con lo descrito sobre la oferta: más del 70% de los entrevistados en la encuesta realizada, prefieren unidades que cuenten con 2 dormitorios o menos.

### **Cantidad de dormitorios buscados por “hogares que buscaron en los últimos tres meses”**



Fuente: Research Uruguay

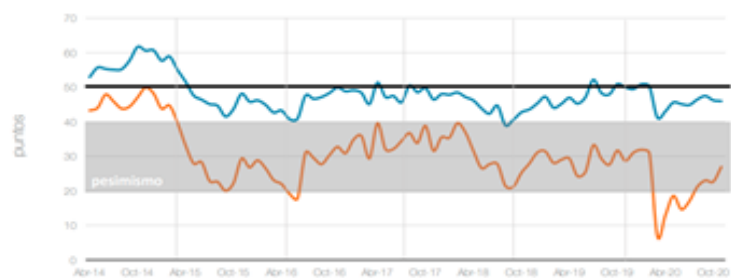
Con respecto a la ubicación, los atributos que se destacan en la encuesta como más demandados, refieren a que la vivienda esté situada en un lugar céntrico, con buena locomoción, seguro y cercano a su trabajo. Adicionalmente, con respecto al lugar de estacionamiento, que en primera instancia parecería ser una necesidad de los hogares, no constituye uno de los factores diferenciales a la hora de elección de una vivienda.

### **ii.i.ii. Factores Económicos**

Por una parte, el ingreso de los hogares, uno de los determinantes más importantes de la demanda de vivienda por motivo de consumo, está evidenciando una caída después de un aumento sostenido a partir de la crisis económica y financiera del 2002. Esta caída está explicada tanto por sendas caídas en el salario -medido tanto en términos reales como en dólares- y en el empleo debido a la irrupción de la pandemia.

Esto determinó un cambio en la realidad y expectativas de los hogares que impactó mayormente en los primeros meses luego de la irrupción de la emergencia sanitaria en tanto la incertidumbre era extremadamente elevada. En particular, la propensión a comprar bienes durables presentó una pronunciada caída durante este periodo.

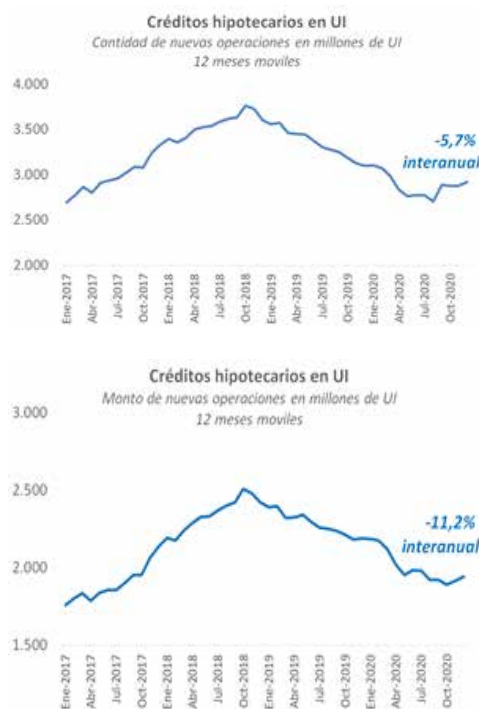
### **Evolución de la confianza** Índice de confianza económica y bienes durables de SURA



Fuente: Briq Analytics en base a SURA y UCU

A pesar de ello, durante el segundo semestre de 2020 las expectativas registraron una ligera mejora, con una importante recuperación -parcial con respecto a la caída-, lo que representa una buena noticia para el mercado de compraventa de inmuebles. De todas formas, como destaca Briq Analytics, concomitantemente se registró una caída de la confianza de las personas en sus finanzas personales, lo que podría traer aparejado consecuencias de mediano plazo sobre el mercado inmobiliario.

Por otra parte, con respecto al acceso al crédito hipotecario por parte de las familias, de acuerdo a Briq Analytics, el crédito hipotecario parecería haber alcanzado un piso durante el primer semestre del último año. A partir de entonces, habría evidenciado una ligera recuperación en la cantidad de operaciones nuevas y en los montos de estas operaciones, destacándose la evolución durante los últimos meses del año. Al cierre del año, la cantidad nueva de créditos hipotecarios en Unidades Indexadas registró una caída 5,7% en términos anuales, aunque a dos velocidades dentro del mismo 2020.



Fuente: CARE en base a BCU

En cuanto al stock de créditos hipotecarios para las familias, de acuerdo a información del Banco Central del Uruguay, al mes de diciembre del último año este ascendía 2.515 millones de dólares (caída de 3,3%) interanual, al tiempo que la morosidad ascendió a 1,3% (aumento de 0,2 p.p. interanual).

Cuando se computa el volumen del crédito como porcentaje del Producto Bruto Interno se encuentra que este ascendió a 4,7% para 2020, guarismo 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%. Adicionalmente, se debe tener en cuenta que el coeficiente crédito hipotecario/PIB en el Uruguay es reducido en relación a los

países desarrollados y algunos países de la región.

De esta forma, es posible argumentar que el crecimiento del sector de vivienda se vería beneficiado de un mercado financiero más profundo y un mayor desarrollo del crédito hipotecario. A este respecto, el sistema financiero enfrenta restricciones debido al tamaño y composición de sus hojas de balance. En este sentido, estos 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.

Para los agentes demandantes de estos instrumentos, algunas de las restricciones más importantes a la hora de acceder a ellos son la posesión de ahorro previo y un promedio de ingreso mensual no inferior a \$140.800 líquidos mensuales por núcleo familiar. Según datos del INE, este último monto es un 83% superior al ingreso promedio de un hogar montevideano. Es interesante destacar que el incremento del ingreso promedio del hogar para acceder a un crédito ocurre al mismo tiempo que las tasas de interés de los créditos se han venido reduciendo en los últimos años.

### **Ingreso promedio del hogar para acceder a un crédito de vivienda**



Nota: Préstamo a 25 años un UI con una tasa de 7% anual y seguro estándar del BSE asociado a préstamos del BHU. Financia 80% de un inmueble medio tipificado de 65 m<sup>2</sup>. La restricción supone que la cuota mensual no supere el 30% del ingreso familiar. Valores a pesos constantes de 2020.

### **ii.ii. Factores que inciden en la demanda por inversión**

Como fue señalado, la demanda de inmuebles por motivo inversión está principalmente determinada por las tasas de interés reales (tanto locales como extranjeras) 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). Con respecto a este último episodio, tras la caída de Lehman Brothers y la crisis del 2008 en Estados Unidos, los inversores en Uruguay fueron reposicionando sus portafolios, considerando las relaciones riesgo-retorno de los activos globales y los activos domésticos, entre los que figuran los inmuebles.

Al día de hoy, las bajas tasas de interés a nivel internacional y la debilidad del dólar asociados a extraordinarios estímulos monetarios llevados adelante por la Reserva Federal de EE.UU. generaría condiciones favorables para el fortalecimiento de la demanda de inmuebles como inversión.

Esto se evidencia en la última encuesta realizada por Research Uruguay, donde el 15% de los encuestados declaró haber buscado vivienda por motivo inversión, el guarismo más alto desde que se realiza esta medición. De esta forma, podría argumentarse que los compradores por motivo inversión han



salido en búsqueda de oportunidades de negocio aprovechando la coyuntura.

## 2.b.Evolución reciente del mercado de compraventas y alquileres

### i. Evolución general de operaciones y precios

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.

En este sentido, el seguimiento del Índice de Confianza del Consumidor elaborado por SURA, sumado al índice de operativa inmobiliaria elaborado por Briq Analytics permiten aproximar la coyuntura del sector inmobiliario casi a tiempo real. Este último se construye conjugando distintos indicadores de alta frecuencia asociados a la actividad del sector: la recaudación de ITP, el número de avisos que dejan de estar publicados en la web y el nivel de créditos hipotecarios bancarios (cantidad de nuevas operaciones).

De acuerdo a este, luego de registrar un fuerte deterioro en las operaciones durante el primer semestre del último año (caída de 24% interanual), estas registraron una importante recuperación durante la segunda mitad del año (incremento de 9,7% interanual). De esta forma, una vez superado el impacto inicial asociado a la irrupción de la pandemia, el mercado inmobiliario habría recuperado rápidamente su nivel de operaciones previo a ello.



Fuente: Briq Analytics

Con respecto a cada uno de los subíndices que conforman este indicador, tanto la recaudación del ITP como el volumen de crédito hipotecario y la cantidad de avisos que dejan de estar publicados en la web mostraron evoluciones positivas. En este sentido, mientras que la recaudación de ITP aumentó 23% en términos interanuales durante el segundo semestre del año, los créditos hipotecarios hicieron lo propio a un ritmo de 8% interanual. En cuanto a los avisos clasificados retirados, por su parte, se registró un aumento durante el semestre que ascendió a 13% interanual. Esto último, sin considerar nueva oferta entrante, implicaría que estas operaciones fueron cerradas.



### IMPUESTOS

**+23%**

recaudación de ITP en el segundo semestre 2020 respecto a igual período del año anterior en pesos constantes.

### HIPOTECAS

**+8%**

volumen de hipotecas otorgadas por el sistema bancario en el segundo semestre 2020 respecto a igual período de 2019.

### CLASIFICADOS

**+13%**

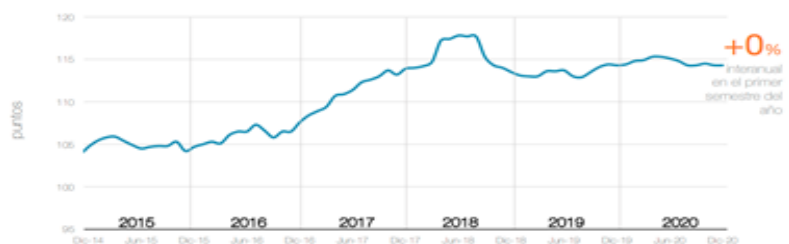
aviso clasificados que fueron retirados de los principales portales inmobiliarios en el segundo semestre 2020, Interanual.

La evolución del índice de operaciones de Briq Analytics se encuentra parcialmente alineada con la recuperación de la confianza de los consumidores y de la recuperación de la propensión a comprar bienes durables que la acompañó. En este sentido, Briq Analytics destaca que si bien los hogares aún parecerían mostrar ciertos niveles de cautela, se estaría experimentando la concreción de decisiones que fueron postergadas debido al efecto de la pandemia.

Con respecto a los precios, de acuerdo a información provista por Briq Analytics, el precio de oferta por metro cuadrado de vivienda expresado en dólares ha permanecido estable durante el último año. De todos modos, informantes calificados del sector habían informado a CARE que muchas operaciones se habrían realizado validando precios en dólares menores.

### Precios de viviendas en Montevideo Índice de precios de oferta en dólares corrientes

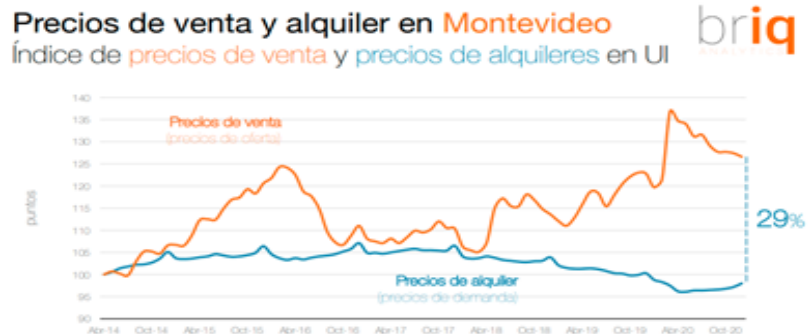
briq



El mantenimiento de los precios en dólares habría llevado a un aumento sustantivo del precio medido en pesos constantes (UI), el cual refleja más la realidad del mercado inmobiliario que el expresado en dólares. Los agentes transan y valoran los inmuebles en dólares (cálculo patrimonial, basado en la idea de un activo financiero), pero el precio de este activo se correlaciona de forma más directa con la unidad indexada 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 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 en 2002). Esto se debe a que, ante escenarios adversos, el precio del inmueble expresado en dólares reacciona más lentamente (a la baja) que el IPC o el IMS. Por este motivo, el precio del metro cuadrado en UI o en UR aumenta en 2002 y 2003 para después alcanzar un equilibrio a partir de 2005. Ha ocurrido lo mismo, aunque en menor magnitud, en los años 2015 y 2020, donde el dólar aumentó sensiblemente, pero los valores de transacción aún se mantuvieron en dólares

corrientes. De todas formas, se debe tener en cuenta que el incremento del dólar del último año fue seguido de un período de estabilidad de la moneda, lo que ha logrado reducir paulatinamente el precio de la vivienda en unidades indexadas, aunque aún se encuentra por encima de su nivel previo a marzo de 2020.



Esta evolución de los precios de vivienda en unidades indexadas acentuó la ya existente brecha con respecto al precio de los alquileres. Si bien esta tendió a moderarse luego del overshooting cambiario de marzo, aún continúa en niveles más elevados que previo a la pandemia. Esta importante brecha entre la evolución del precio de venta y alquiler de viviendas en unidades indexadas potencia el mercado de estos últimos desde la óptica del consumidor, en tanto se vuelven una opción más atractiva en términos relativos. Esta situación resulta favorable en esta etapa del Fideicomiso, ya que éste se encuentra ofertando viviendas para alquilar, encontrando una demanda con creciente interés por la oferta disponible. Dentro de unos años, cuando comience la etapa de desinversión, de no existir cambios, esta situación podría ser contraproducente, no obstante siempre está la opción de extender el plazo del Fideicomiso, previsto en el contrato.

Se debe notar que en los últimos años ha existido un significativo incremento del stock de viviendas para alquilar en Montevideo. En concreto, la evolución del número de hogares inquilinos en este departamento ha presentado un sostenido aumento desde 2016: desde entonces estos aumentaron en 14.000 hogares. Es posible argumentar que este incremento podría estar relacionado al encarecimiento relativo que han mostrado los precios de venta de las viviendas con respecto a aquellos de alquiler.

### **ii. Sobre el precio de largo plazo de los activos inmobiliarios**

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.

### **iii. Consideraciones finales sobre el mercado de vivienda**

Para el corto plazo, luego de la recuperación evidenciada por el mercado inmobiliario durante el segundo semestre del último año, se espera que el mercado inmobiliario exhiba cierta estabilidad, en especial en cuanto a compraventa. En este sentido, el mercado habría pasado por un shock inédito durante gran parte de 2020 que parece haberse disipado mayormente, dado el incremento de la transaccionalidad sobre el cierre de 2020.

La confianza de los consumidores evidenció recientemente una parcial recuperación que habría apuntalado la concreción de operaciones de compraventa postergadas a raíz de la pandemia. De todos modos, se debe tener en cuenta que la caída del poder adquisitivo de los hogares, sumada a la elevada incertidumbre respecto a su recuperación podría impactar negativamente sobre las decisiones de compra de los consumidores a futuro en tanto estos podrían mostrarse más cautelosos a la hora de asumir compromisos de largo plazo. No obstante, el relevamiento realizado por Research no muestra cambios relevantes entre aquellos que buscaron vivienda en los últimos tres meses y aquellos hogares que planean entrar al mercado en los próximos meses. Para el corto plazo este panorama parece ser favorable para este fideicomiso ya que se priorizarían las operaciones de alquiler por sobre las de compras.

En contraposición, la persistencia del debilitamiento del dólar a nivel internacional y su correlato en el mercado local podría amortiguar la caída del poder adquisitivo de los hogares, lo cual sumado a las reducidas tasas de interés podría impactar positivamente sobre las decisiones de compra de los demandantes.

*De todas formas, en una primera instancia es posible que los primeros efectos primen sobre los segundos, por lo que podría esperarse un incremento en la proporción de operaciones de alquiler en desmedro de la compra, en particular atendiendo la persistente divergencia en los precios de compraventa y alquiler. Esta situación resulta en este momento favorable para el fideicomiso.*

Por su parte, quienes estén buscando vivienda como inversión, seguirán presionando sobre el mercado inmobiliario al menos mientras las tasas de interés se mantengan bajas y no haya muchas opciones para invertir. Se ve también con cierta expectativa favorable una demanda agregada de argentinos atraídos por posibles beneficios tributarios (residencia fiscal), sumado a cierta flexibilización en las normas de inclusión financiera de reciente implementación.

Para el mediano y más largo plazo, se mantienen en términos generales las buenas perspectivas para el sector, ya que la demanda por inmuebles existe y se fortalecerá una vez se logre superar la coyuntura adversa. Esto ocurre

particularmente en algunos segmentos de la población y zonas que han mostrado elevado dinamismo en los últimos años. La disponibilidad de créditos hipotecarios de largo plazo será un factor clave para dinamizar la demanda de vivienda.

### 3. 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 eficiente e incentivos que atienden la demanda. Destaca la Ley 18.795 de acceso a la Vivienda de Interés Social, en tanto es el pilar fundamental de la política diseñada. Por primera vez en la historia del país la vivienda para sectores medios se ha financiado de forma masiva por inversores privados.

La Ley 18.795 de promoción de la vivienda social fue votada por unanimidad en el Parlamento, lo que brinda cierta seguridad del camino optado desde la política pública. La nueva administración de gobierno ha ratificado este rumbo y lo ha dotado de nuevas disposiciones que han mejorado el clima de inversión sectorial. En este sentido, se destaca el decreto que modifica la instrumentación de la Ley 18.795 y las resoluciones del MVOTMA número 539 y 673 del 2020.

Las modificaciones antes mencionadas han configurado un escenario más alentador en lo que refiere a mejorar el nivel de retorno esperado de los proyectos inmobiliarios. Será vital que los gobiernos departamentales electos actúen en el mismo sentido a partir de 2021. Asimismo, el 4 de mayo fue publicado el Decreto del 29 de abril de 2020, que establece un nuevo régimen de promoción de inversiones para la actividad de construcción de Gran Dimensión Económica, al amparo de la Ley N° 16.906 de 1998 (Ley de Inversiones). Las actividades promovidas por este decreto son la construcción para arrendamiento o venta de inmuebles (vivienda u oficinas) y el desarrollo de urbanizaciones con iniciativa privada. Los proyectos promovidos deben ser de más de 6,5 millones de dólares de inversión.

En lo que respecta a otras políticas públicas, por el momento no cabría esperar signos de intervenciones negativas, en tanto los anuncios recientes vinculadas a las políticas de vivienda indican que el foco estará en segmentos de la población de menores ingresos, en tanto se entiende que es el sector que mayor necesidad de vivienda tiene en la actualidad.

### 4. Conclusiones sobre el entorno

**El riesgo mercado.** Entendido como la posibilidad de que los negocios inmobiliarios de desarrollen con un adecuada revalorización se encuentra acotado, ya que más allá de circunstancias coyunturales existe una demanda real y en expansión por inmuebles del tipo de los que se están adquiriendo y construyendo en este fideicomiso. Por otra parte, la extensión de los plazos permitiría contar con más chances de éxito, de registrarse contratiempos tanto en el sector como en la economía en su conjunto. Entretanto, la opción de alquiler en la actual coyuntura resulta en una alternativa favorable. *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 títulos recogen la calificación BBB (uy)<sup>15</sup> de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor. Grado de inversión mínimo.

Comité de Calificación



Ing. Julio Pieve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrian Tamber

<sup>15</sup> . **BBB (uy)**. Se trata de instrumentos que presentan un riesgo medio bajo para la inversión, ya que evidencian un desempeño aceptable y suficiente capacidad de pago en los términos pactados. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, y las características del entorno, dan en conjunto moderada satisfacción a los análisis practicados, sin perjuicio de alguna debilidad en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo. Podría incrementarse el riesgo del instrumento ante eventuales cambios previsibles en los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, o en la economía en su conjunto. La probabilidad de cambios desfavorables previsibles en el entorno es de baja a media baja, y compatible con la capacidad de la administradora de manejarlos aunque incrementando el riesgo algo más que en las categorías anteriores. **Grado de inversión mínimo.**