

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

*Montevideo, abril de 2021*

---

4	RESUMEN GENERAL
6	I INTRODUCCIÓN
9	II EL FIDEICOMISO Y LOS TITULOS MIXTOS
11	III LA ADMINISTRACION EL FIDUCIARIO Y EL OPERADOR
16	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
21	V EL ENTORNO
33	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

---

## Actualización de Calificación Oferta Pública 12 - abril - 2021

<b>Fecha de Emisión:</b>	Mayo de 2012
<b>Denominación:</b>	Fideicomiso Financiero de Inversiones y Rentas Inmobiliarias.
<b>Fiduciario:</b>	EFAsset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.
<b>Agente de Registro y Pago:</b>	EFAsset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.
<b>Entidad Representante:</b>	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.
<b>Títulos:</b>	Títulos Mixtos con interés fijo del 2% e interés variable.
<b>Moneda:</b>	Dólares americanos
<b>Importe de la emisión:</b>	USD 60.000.000 (sesenta millones de dólares).
<b>Administrador:</b>	ICP Uruguay S.A.
<b>Plazo:</b>	hasta 2042
<b>Activos del Fideicomiso:</b>	Inmuebles, contratos relativos a los inmuebles y todos sus producidos incluyendo el precio de venta de los mismos y los derechos reales que surjan de inversiones en vehículos cuyo fin específico sea invertir en inmuebles junto con activos financieros.
<b>Estructura:</b>	Ferrere Abogados (asesor legal)
<b>Comité de Calificación:</b>	Julio Preve Folle y Martín Durán Martínez.
<b>Calificación de Riesgo:</b>	BBB +.uy
<b>Vigencia de la calificación:</b>	30 de noviembre de 2021.
<b>Manual utilizado:</b>	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros.

## Resumen General

***CARE ha actualizado la calificación de los Títulos Mixtos emitidos por el Fideicomiso Financiero de Inversión y Rentas manteniendo la nota BBB +.uy de grado inversor.***

La Calificación otorgada refiere a la probabilidad de pago de los intereses fijos únicamente y a la devolución del capital a la fecha del vencimiento legal del Fideicomiso.

A modo de resumen, los aspectos salientes de la calificación son:

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico ofrece las garantías necesarias. Esto fue ratificado por el informe jurídico de CARE<sup>1</sup> en la calificación de 2015.
- De modo especial se ha evaluado la capacidad de gestión del Administrador del proyecto, teniendo en cuenta los resultados obtenidos hasta la presente calificación. Esta evaluación pondera de modo significativo en la calificación realizada y continúa siendo favorable.
- Se trata de un negocio que desde el punto de vista económico financiero para el inversor soporta los stresses endógenos y exógenos a los que razonablemente la calificadora sometió al proyecto en su momento.
- El Fideicomiso es propietario de inmuebles cuyo valor supera en 19% los fondos emitidos en 2012 según tasación al 31 de diciembre de 2020. El flujo de ingresos por arrendamientos se encuentra en una relativa estabilidad, producto de las características de los inmuebles y los contratos de alquiler, y han superado ampliamente las necesidades financieras requeridas para cubrir el flujo que aquí se califica.
- Desde su emisión, el Fideicomiso ha realizado inversiones inmobiliarias por un monto superior a 56,3 millones de dólares, según valor de compra, y varios de estos han tenido mejoras. Asimismo, según la última tasación realizada de los inmuebles, con fecha 31 de diciembre de 2020, los activos tienen un valor cercano a 71,5 millones de dólares.
- Las inversiones realizadas desde la constitución del Fondo, se adecuan al Modelo de Negocios y revisten una eficiente diversificación geográfica, de tipologías, usos y subsectores económicos cumpliendo con el Modelo de Negocios del Prospecto de Emisión. Los arrendamientos, están diversificados con empresas medianas y grandes, que tienen vínculos comerciales con la región, el resto del mundo y el mercado doméstico. Esta diversificación, mitiga el riesgo inducido por la volatilidad del ciclo económico doméstico y su efecto en los contratos de arrendamiento con empresas cuyo ingreso proviene exclusivamente del mercado interno.

<sup>1</sup>. Disponible en [care@care.com.uy](mailto:care@care.com.uy)

- Adicionalmente, el flujo de arrendamientos en cartera y la tasación de los inmuebles prácticamente no se han visto impactados por la situación sanitaria vinculada al COVID-19 y sus ramificaciones económicas. En este sentido, la vacancia incluso se redujo marginalmente y no se han renegociado contratos de alquiler. Si bien los arrendamientos en moneda local han experimentado los efectos negativos de la depreciación del peso, esta merma en los ingresos ha sido compensada con ajustes en costos variables y mejoras en la eficiencia. En la opinión de CARE esto constituye una fortaleza relevante, tanto en relación al flujo de ingresos por arrendamientos como a las políticas de diversificación y flexibilidad que permiten reducir el impacto de las fluctuaciones económicas en el resultado del Fideicomiso.
- El Administrador ha informado a CARE sobre los Cap Rate<sup>2</sup> de los negocios adquiridos por parte del Fideicomiso. Estos no han tenido cambios y, en su mayoría, se adecúan a los proyectados en el Prospecto de Emisión en la mayoría de los casos.
- Se ha consolidado un flujo de ingresos que reduce al mínimo el riesgo de generación de flujos en lo que respecta al pago de los intereses fijos. En efecto, la vacancia es mínima (2,65%) y la cadencia de los vencimientos de los contratos vuelven robustos los ingresos del Fideicomiso, en lo que respecta a su generación para cubrir lo que aquí se califica. Como ya se mencionara en párrafos anteriores, el Fideicomiso ha logrado superar las externalidades negativas generadas a partir del Covid-19, hasta la fecha de la presente actualización.
- En lo que refiere al mercado de oficinas, se ratifica lo mencionado en los Informes anteriores. Carrasco y Punta Carretas aparecen como nuevos nodos de oficinas comerciales en Montevideo. Por su parte, la tasa de vacancia del mercado continúa sólida en los segmentos atendidos por el Fideicomiso, incluso habiendo sufrido renegociaciones de contrato durante la crisis del COVID-19, elemento que no ha estado presente en los inmuebles bajo gestión del Fideicomiso.
- En el sector logístico, se continúa evidenciando una centralización de actividades en zonas aledañas a Montevideo, en general en los ejes viales cercanos, confirmando la relevancia de los activos en cartera del Fideicomiso.
- En lo que refiere a las políticas públicas, el mercado objeto de las inversiones del Fideicomiso, no parecen revestir en la actualidad algún riesgo vinculado a este aspecto. A su vez, en la historia de los últimos 30 años, no ha habido injerencia de disposiciones de política pública que alteren las reglas de juego de dicho mercado, incluso se han ampliado en algunos casos, en especial bajo el régimen de zonas francas.

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

## I. INTRODUCCIÓN

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

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

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

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

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

Esta actualización tiene vigencia hasta el 30 de noviembre de 2021. No obstante, la misma puede variar ante la aparición de hechos relevantes.

### 1. Antecedentes relevantes y hechos salientes del período

#### ***Antecedentes relevantes:***

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

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

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

En otro orden, con fecha 13 de mayo del 2020, se celebró la última reunión de la Asamblea de Titulares, con el fin de informar la renuncia del hasta entonces Comité de Vigilancia y proceder a la designación de uno nuevo. Es así, que según consta en Acta de la misma fecha, por unanimidad se resolvió la designación del nuevo Comité de Vigilancia.

### **Hechos salientes del período**

- El Fideicomiso, si bien ha estudiado la ampliación de proyectos existentes, no ha realizado nuevas inversiones en el período que comprende la presente calificación.
- Un resumen de las adquisiciones realizadas por el Fideicomiso se describe en el Cuadro siguiente<sup>3</sup>.

**Cuadro 1. Inversiones realizadas hasta dic. 2020**

Propiedad	Porcentaje del Portfolio	Ocupación %
Propiedad 1	7%	57,5
Propiedad 2	10%	100
Propiedad 3	16%	100
Propiedad 4	10%	84
Propiedad 5	8%	100
Propiedad 6	10%	95,1
Propiedad 7	21%	100
Propiedad 8	6%	100
Propiedad 9	12%	100
	100%	97,4

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

- El nivel de ocupación general se mantiene en niveles elevados, incluso con un alza marginal respecto a la Calificación anterior. El flujo de ingresos por arrendamiento también se mantiene firme y aumentó 2%, medido en dólares, respecto al trimestre anterior.
- En diciembre se realizaron pagos a Titulares por un monto total de USD 920.000 aproximadamente.
- El nuevo Comité de Vigilancia elevó su último informe en noviembre 2020.
- El Fideicomiso ha afectado los fondos disponibles en inversiones inmobiliarias y ya cuenta con inmuebles cuya tasación supera ampliamente el monto de la Emisión. Las inversiones fueron más lentas de lo proyectado lo que redundó en los primeros años del Fideicomiso, en

<sup>3</sup> CARE dispone de la identificación precisa de todas las propiedades adquiridas.

resultados económicos inferiores a los previstos en el Prospecto de Emisión. Empero, los inmuebles adquiridos, los contratos de alquiler, y la cadencia de vencimientos de éstos, vuelven robustos los ingresos del Fideicomiso en lo que respecta a la generación de ingresos para cubrir lo que aquí se califica.

- Se han logrado sortear con éxito, los impactos negativos generados como consecuencia de la crisis sanitaria por COVID-19, tanto en lo económico como en lo comercial. En particular, la ocupación se mantuvo firme y no se registran renegociaciones de contratos. Por otro lado, se han tomado medidas para mitigar el impacto de la depreciación del peso en el flujo de arrendamientos denominados en esa moneda, cumpliéndose casi en su totalidad con los resultados proyectados.

## **2. Información analizada**

La información analizada fue la siguiente:

- Informes de Gestión del cuarto trimestre de 2020.
- Informes de gestión de fondos hasta el 31/12/2020
- Informe del Comité de Vigilancia del 12 de noviembre de 2020.
- Calificaciones anteriores.
- EE CC del fiduciario al 31/12/20
- EE CC del fideicomiso al 31/12/20



### II. EL FIDEICOMISO Y LOS TITULOS MIXTOS

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

#### 1. Descripción general

**Denominación:** Fideicomiso Financiero de Inversión y Rentas Inmobiliarias

**Fiduciario:** EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A.

**Administrador:** ICP Uruguay S.A.

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

**Entidad Representante:** Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay.

**Cotización bursátil:** Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay.

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

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

**Moneda:** Dólares

**Importe de la Emisión:** USD 60.000.000

**Calificadora de Riesgo:** CARE calificadora de Riesgo

**Calificación de Riesgo:** BBB +.uy

**Manual utilizado** Manual de calificación de finanzas estructuradas por terceros

## 2. El análisis jurídico

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

Dicho análisis concluía:

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

## 3. Riesgos considerados

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

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

### III. LA ADMINISTRACIÓN: EL FIDUCIARIO Y EL OPERADOR

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

#### 1. EF Asset Management (EFAM) (La Fiduciaria)

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

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

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

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

#### **Autoridades**

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

#### **Situación económica y financiera<sup>4</sup>**

El análisis de los EE.CC al 31 de diciembre de 2020 sigue mostrando una sólida situación de solvencia. El ratio de liquidez se mantiene por debajo de la unidad. Cabe mencionar que el activo no corriente se compone en buena medida por los depósitos en garantía a que está obligada la firma, según normativa vigente, por los fideicomisos que administra y en consecuencia son de disponibilidad restringida. Esto explica los pasivos financieros, que son contraídos para constituir estas garantías y que una vez liberadas, los mismos son cancelados. En cuanto a la eventual necesidad temporal de fondos para atender obligaciones de corto plazo, la firma cuenta con financiamiento con partes relacionadas por lo que el riesgo de liquidez es muy acotado.

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

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

Concepto	31/12/2020	31/12/2019	31/12/2018
Activo Corriente	15.859	16.842	9.167
Activo no Corriente	228.346	176.772	95.074
<b>Total Activo</b>	<b>244.205</b>	<b>193.613</b>	<b>104.240</b>
Pasivo Corriente	27.348	22.132	14.368
Pasivo no Corriente	180.257	140.738	63.040
<b>Total Pasivo</b>	<b>207.605</b>	<b>162.870</b>	<b>77.408</b>
<b>Patrimonio</b>	<b>36.600</b>	<b>30.743</b>	<b>26.832</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>244.205</b>	<b>193.613</b>	<b>104.240</b>
<b>Razon Corriente</b>	<b>0,58</b>	<b>0,76</b>	<b>0,64</b>

Fuente: EE.CC EFAM

Los resultados de la firma a diciembre de 2020 muestran un incremento importante respecto al mismo periodo del año anterior.

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

Concepto	31/12/2020	31/12/2019	31/12/2018
Ingresos Operativos	60.275	48.081	45.176
Gastos Adm. y Vtas.	(53.901)	(43.595)	(41.745)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>6.373</b>	<b>4.486</b>	<b>3.431</b>
Resultados Financieros	2.566	2.484	(682)
<b>Resultados antes de impuestos</b>	<b>8.939</b>	<b>6.970</b>	<b>2.749</b>
IRAE	(2.686)	(2.586)	(1.120)
<b>Resultado del período</b>	<b>6.253</b>	<b>4.384</b>	<b>1.629</b>
Res Operativos/Ingresos	10,57%	9,33%	7,59%
Res Ejercicio/Ingresos	10,37%	9,12%	3,61%

Fuente: EE.CC de EFAM

Mantiene bajo su administración una importante cartera de fideicomisos, en cantidad y diversidad; por lo que su idoneidad para esta función no ofrece dudas.

## 2. ICP Uruguay S.A (La Administradora)

ICP URUGUAY S.A. ("ICP") fue creada con el objeto de organizar y administrar el Fideicomiso Financiero de Inversiones y Rentas Inmobiliarias. ICP es responsable por la correcta administración de las operaciones del Fideicomiso, teniendo a su cargo las siguientes funciones y actividades: la búsqueda y selección de inmuebles a ser adquiridos por el Fideicomiso; la estructuración de las transacciones de adquisición de propiedades inmuebles o derechos sobre los mismo; llevar adelante el proceso de due diligence de los proyectos relacionados con las inversiones potenciales; la selección, negociación de los términos de contratación con arrendatarios; y el control de gestión de las propiedades; entre otras. Ya se han mencionado en los distintos informes de actualización las dificultades que tuvieron los administradores para implementar el plan de negocios. Con el tiempo esto se ha ido superando y a setiembre del corriente año, con el anuncio de la adquisición de un inmueble con contrato de arrendamiento por 10 años, prácticamente se habrán afectado la totalidad de los fondos disponibles.

ICP es una sociedad anónima uruguaya con acciones nominativas inscrita en el Registro Nacional de Comercio el 27 de agosto de 2007, bajo el número 19731. Dichas acciones pertenecen a Independencia Capital Partners S.A. Inició actividades el 11 de julio de 2007.

Con ocasión de la primera calificación realizada por CARE se analizó al detalle los vínculos de ICP Uruguay con el grupo chileno del mismo nombre en base a lo cual se verificó su idoneidad para realizar la tarea encomendada en esta operación. En tal sentido se recuerda que ICP Uruguay había firmado con fecha 30/11/11 un contrato de prestación de servicios (asesoramiento integral para la implementación del plan de negocios del presente fideicomiso) con Independencia Administradora General de Fondos SA, firma chilena especializada en la materia. Con fecha 26/4/18 esta última sociedad, cede en todos sus términos dicho contrato a la firma, también chilena, denominada Independencia Internacional SA. Se trata de un cambio dentro del mismo grupo empresarial por razones de orden interno que no modifica la sustancia del asunto.

Nada ha ocurrido desde entonces que hiciera cambiar la opinión de CARE al respecto. Su situación económica y financiera en este caso no es lo más relevante; sus ingresos dependen de la marcha del fideicomiso y, en última instancia, cuenta con el respaldo de sus accionistas del exterior. No obstante, CARE tuvo a la vista una versión de sus EE.CC al 31/12/19; de la lectura de estos nada hace suponer que ICP incurra en riesgos de administración de las operaciones de este fideicomiso.

### 3. El Fideicomiso<sup>5</sup>

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

El fideicomiso clasifica las inversiones en inmuebles como propiedades de inversión ya que las mismas se destinan a obtener rentas a través de su alquiler. Ha adoptado el método del valor razonable con cambios en resultados, sustentando dichos valores mediante tasaciones independientes. Este criterio también se aplica para las sociedades subsidiarias las que no se consolidan, sino que figuran según su valor patrimonial (es el caso de Obaland SA, propietaria de Art Carrasco Business). De acuerdo con el estado de situación al 31/12/20 el valor contable de su patrimonio, reconocido en los EECC del fideicomiso es de USD 1.1 millones. También se reconoce un crédito por USD 5.8 millones por el préstamo concedido al momento de realizar la inversión. Por lo que la inversión total en dicha sociedad representa para el Fideicomiso USD 6.9 millones.

Siguiendo el criterio mencionado en el párrafo precedente, al 31/12/20 el importe en libros de las propiedades de inversión asciende a USD 63.165.510, habiendo aumentado en USD 488.768 de acuerdo a las tasaciones realizadas a fin del ejercicio; como queda dicho, no se incluye en esta cifra el valor del inmueble propiedad de Obaland SA.

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

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

Cuadro 4: Evolución del valor de las inversiones (miles u\$s)				
Inmueble	compra	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020
Propiedad 1	4.500	2.932	4.963	4.655
Propiedad 2	6.660	7.313	6.665	6.875
Propiedad 3	7.990	10.689	11.146	11.359
Propiedad 4	5.083	7.205	7.107	6.935
Propiedad 5	4.200	5.400	5.988	5.962
Propiedad 6	6.539	7.552	7.319	7.176
Propiedad 7	12.000	14.552	14.652	15.328
Propiedad 8	2.744	4.684	4.685	4.638
Propiedad 9	6.705	8.103	8.551	8.549
<b>Total</b>	<b>56.421</b>	<b>68.430</b>	<b>71.075</b>	<b>71.477</b>
Fuente: ICP				

Como queda dicho, el valor de tasación del cuadro precedente se realizó con vigencia al 31/12/20 e incluye el valor de la propiedad de Obaland SA por lo que no es comparable con el valor contable de las propiedades del Fideicomiso.

Puede observarse que, en todos los casos, la tasación estimada al cierre del último ejercicio es mayor que el precio de compra aunque no ocurre lo mismo respecto al ejercicio anterior; en cualquier caso, en el global se alcanzó un valor ligeramente superior.

El estado patrimonial y financiero del Fideicomiso al 31/12/20 se refleja en los EE.CC que se exponen en los cuadros siguientes.

Cuadro 5: Estado de Situación del Fideicomiso (miles de \$)			
Concepto	31/12/2020	31/12/2019	31/12/2018
<b>Activo</b>	<b>3.165.994</b>	<b>2.775.962</b>	<b>2.272.369</b>
Activo Corriente	194.792	185.375	206.636
Activo no Corriente	2.971.203	2.590.586	2.065.734
<b>Pasivo</b>	<b>3.325.526</b>	<b>2.587.766</b>	<b>2.676.819</b>
Pasivo Corriente	71.784	67.759	57.900
Pasivo no Corriente	3.253.743	2.520.007	2.618.919
<b>Patrimonio</b>	<b>(159.532)</b>	<b>188.197</b>	<b>(404.449)</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>3.165.994</b>	<b>2.775.962</b>	<b>2.272.369</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>2,71</b>	<b>2,74</b>	<b>3,57</b>

Fuente: EE.CC del Fideicomiso Financiero

**Nota:** el pasivo no corriente incluye intereses contingentes

Es pertinente recordar que, puesto que el compromiso a la emisión de títulos es la devolución de los mismos más un interés fijo mínimo del 2 % anual, ambos conceptos se contabilizan como pasivo del Fideicomiso (no hay obligación de amortizar). En este sentido, el fideicomiso se encuentra al día. Se recuerda que los intereses contingentes no tienen vencimiento y mientras no se cancelen se capitalizan para, eventualmente, pagarlos en la liquidación del fideicomiso junto con los títulos.

En el correr del año se abonaron por fondos netos distribuibles el equivalente a USD 3.660.128.

Al 31/12/20, el valor nominal<sup>6</sup> de los títulos mixtos arroja una cifra equivalente a USD 79 millones, compuesto por USD 60 millones que corresponden al importe de la emisión y el resto a intereses capitalizados.

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

Concepto	31/12/2020	31/12/2019	31/12/2018
Ingresos por alquileres	207.595	176.566	125.286
Cambio de valor de las inversiones	363.925	473.988	157.535
Gastos Operativos	(78.652)	(67.178)	(46.084)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>492.868</b>	<b>583.376</b>	<b>236.738</b>
Resultados Financieros	(840.440)	9.414	(391.492)
<b>Resultado antes de impuestos</b>	<b>(347.573)</b>	<b>592.790</b>	<b>(154.755)</b>
IRAE	(156)	(144)	(133)
<b>Resultado Integral del periodo</b>	<b>(347.729)</b>	<b>592.646</b>	<b>(154.888)</b>

Fuente: EE.CC del Fideicomiso Financiero

Los ingresos por alquileres del periodo analizado crecen más de 15,5 % respecto al mismo periodo del año anterior (en moneda nacional corriente)

### Riesgos Considerados

**Riesgo administración**, considerando la idoneidad para cumplir con la función de ICP Uruguay S.A. y de EFAM, así como su capacidad para promover cambios, particularmente por parte de la firma administradora, que mejoren las opciones de inversión, se considera que la administradora y el fiduciario están en condiciones de cumplir con las responsabilidades del proyecto. *Riesgo bajo.*

**Riesgo de conflicto de intereses**, este aspecto está adecuadamente contemplado en el Contrato de Fideicomiso entre el fiduciario y el administrador. *Riesgo casi nulo.*

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

**Riesgo por cambio del administrador**, se encuentra también previsto en contrato respectivo. *Riesgo muy bajo*

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

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

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

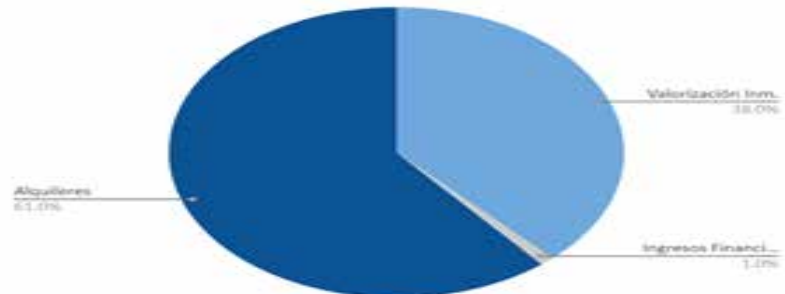
En la calificación inicial y las consiguientes actualizaciones se analizó la capacidad del activo subyacente de generar los recursos necesarios para cumplir con las obligaciones del Fideicomiso. Asimismo, los flujos fueron sensibilizados ante distintas situaciones a modo de testear la resiliencia de los flujos y robustecer el análisis.

Según el contrato de Fideicomiso Financiero y el resumen recogido en el Prospecto de Emisión, el objeto principal del "Fideicomiso Financiero de Inversión y Rentas Inmobiliarias" es proveer a los inversores retornos a corto y largo plazo logrados esencialmente a través del alquiler de los inmuebles adquiridos por el Fideicomiso, y a la vez, aunque en menor medida, de la valorización de estos en el tiempo. Actualmente los inmuebles bajo arrendamiento se concentran en el sector oficinas y logístico, agregándose inmuebles comerciales, todos ellos bajo estricto seguimiento por parte del Administrador

Las proyecciones económicas se elaboraron por un período igual a la duración del Fideicomiso, o sea 30 años. En este caso, los ingresos proyectados en el modelo de negocios son los siguientes:

- (a) aproximadamente un 61% en ingresos por alquileres,
- (b) un 39% por valorización nominal de los inmuebles en el tiempo y
- (c) un 1% de ingresos financieros.

**Gráfico 1 – Distribución prevista ingresos FFIRI**



Fuente: CARE en base al Administrador.

### 2. Evaluación de la inversión, riesgos asociados y sensibilizaciones

Las variables clave en el cumplimiento de los objetivos del Fideicomiso y la evaluación del cumplimiento de pago de la rentabilidad base prevista (2%) refieren a la evolución esperada del precio de los alquileres, así como al cumplimiento del pago por parte de las empresas inquilinas y la tasa de vacancia de cada una de las inversiones inmobiliarias. Asimismo, incluye una orientación sobre la valorización de los inmuebles relacionada con el incremento de largo plazo del precio de los alquileres.

Dado los altos niveles de ocupación que los inmuebles del Fideicomiso han logrado sostener, aún ante la irrupción del COVID-19 y sus efectos negativos sobre la economía, y la amplia diversificación entre zonas y destinos de los

<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.



inmuebles, es importante destacar dos elementos que hacen al cumplimiento de los objetivos. Por un lado, las acciones implementadas para paliar el efecto de la pandemia en el flujo de ingresos-egresos previsto. Por otro, los inmuebles continúan su proceso de valorización de acuerdo con las tasaciones actualizadas al cierre de 2020, superando ampliamente lo previsto en el prospecto de emisión. El capítulo V recoge una comparación sobre este punto.

En relación a lo anterior, si bien la pandemia del COVID-19 no tuvo impacto directo en la ocupación de los inmuebles, ni a través de una mayor vacancia ni de la renegociación de contratos, esta tuvo impacto en la valorización de algunos ingresos. En particular, la abrupta corrección cambiaria de marzo y abril afectó directamente la valorización en dólares de los flujos de alquileres percibidos en pesos (reajustables), que afecta al 40% de la cartera de rentas. Este elemento, único efecto saliente de la crisis del COVID sobre la gestión del Fideicomiso, fue contrarrestado por una política activa de *facility management* y por la optimización de los costos variables y de mantenimiento, que permitieron compensar lo anterior y alcanzar un cumplimiento casi completo de lo presupuestado.

Adicionalmente, el WACC estimado por CARE es de 6,7%. Dicha estimación tomó en cuenta que el financiamiento es únicamente con fondos propios y se utilizó la beta sectorial de las estimaciones de Damodaran para proyectos de real estate diversos junto al Equity Risk Premium de Uruguay. El riesgo país y la tasa libre de riesgo fueron consistentes con las actualizaciones del WACC que realiza CARE en otras calificaciones. Cabe señalar que esta estimación se realiza a modo de referencia, y no es otra cosa que un benchmark usual de comparación.

El Administrador informa trimestralmente a CARE sobre los Cap Rate<sup>7</sup> de los negocios adquiridos (individual y global) por parte del Fideicomiso. Estos se adecuan a los proyectados en el Prospecto de Emisión en la mayoría de los casos.

Como fuera mencionado en actualizaciones pasadas, el Administrador ha realizado acciones que mitigan riesgos inherentes al negocio inmobiliario y en particular al riesgo de generación de flujos del Fideicomiso. Cabe destacar:

- (a)** una eficiente diversificación geográfica de los inmuebles adquiridos por el Fideicomiso,
- (b)** los arrendamientos, están diversificados con empresas medianas y grandes que tienen vínculos comerciales con la región, el resto del mundo y el mercado doméstico y
- (c)** la cadencia de vencimientos de los contratos de alquiler y/o donde el inquilino tiene la opción de rescindir o renegociar las condiciones, son adecuadas para mitigar el riesgo de generación de flujos

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

## Cuadro 7 – Valorización y ocupación inmuebles

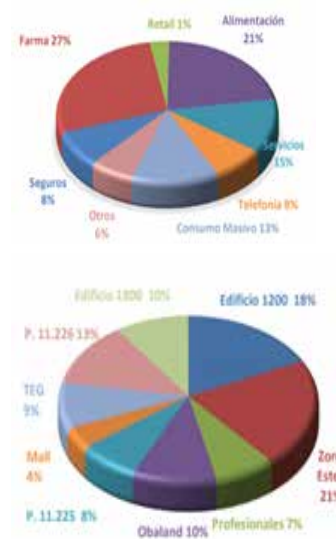
Propiedad	Destino	Precio de Comercial Compra (USD)	Tasación 31.12.19 (usd)	Tasación 31.12.20 (usd)	% de Ocupación
Propiedad 1	Centro Comercial	4.503.325	4.962.822	4.654.775	57,5%
Propiedad 2	Oficinas	6.660.000	6.665.000	6.875.000	100%
Propiedad 3	Oficinas	7.990.000	11.145.897	11.358.548	100%
Propiedad 4	Oficinas	5.083.320	7.107.000	6.935.000	84%
Propiedad 5	Logística y Oficinas	4.200.000	5.988.246	5.962.162	100%
Propiedad 6	Oficinas	6.496.014	7.318.756	7.176.125	95,1%
Propiedad 7	Logística	12.000.000	14.652.449	15.328.452	100%
Propiedad 8	Logística	2.744.304	4.684.554	4.638.174	100%
Propiedad 9	Logística	6.705.201	8.550.700	8.548.620	100%
<b>TOTAL</b>		<b>56.382.164</b>	<b>71.075.424</b>	<b>71.476.856</b>	<b>97,35%</b>

Fuente: CARE en base al Administrador

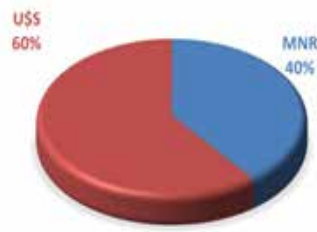
Por último, el hecho de que la emisión del Fideicomiso esté expresada en dólares y la mayoría de los ingresos provengan de contratos de alquiler situados en Uruguay podría generar un eventual descalce de monedas que ha sido correctamente mitigado por parte del Administrador. En particular 60% de los contratos están denominados en dólares, con empresas cuyas fuentes de ingreso están vinculadas con el exterior. **A pesar de la crisis del COVID, este flujo no se ha visto impactado negativamente.**

No obstante, las empresas al estar radicadas en Uruguay sentirían los efectos de coyunturas macroeconómicas adversas que podrían incidir en los contratos futuros. El plazo de 30 años del Fideicomiso sirve como un atenuante de dicho riesgo ya que, en el largo plazo, los contratos de alquiler tenderán a aumentar en dólares corrientes (ver Sección V). Otro factor que fortalece los ingresos del Fideicomiso refiere a los plazos de vencimiento de los contratos de alquiler, donde aproximadamente 70% de los mismos vence en un período mayor a 5 años<sup>8</sup>. A continuación, se incluyen algunos gráficos que dan cuenta de la adecuada diversificación de riesgos en distintos sectores de actividad, proyectos inmobiliarios y monedas.

## Gráfico 2 - Ingresos del FF por sector de actividad, proyectos inmobiliarios y monedas



<sup>8</sup>. Incluso en un caso de contrato que vence en 2024, las partes ya se encuentran en proceso de negociación.



Fuente: En base a ICP

Si bien el Fideicomiso no ha realizado nuevas inversiones desde la última actualización, el mix de activos se mantiene adecuado y la diversificación permitiría navegar exitosamente ante circunstancias adversas como las observadas durante el último año.

### 3. Generación de Flujos y sensibilización

Como fuera mencionado en la actualización pasada, el Fideicomiso ha honrado los compromisos de interés fijo y se generaron los recursos suficientes como para cubrir la obligación que se califica en esta oportunidad, en los montos y plazos acordados en el contrato. A la fecha de la presente actualización, el Fideicomiso ha superado los efectos negativos del COVID-19.

**Cuadro 8. Esquema del resultado económico del Fideicomiso al 31/12/2020.**

Concepto	Millones de dólares
INGRESOS DEL FIDEICOMISO*	5,7
INTERESES FIJOS*	- 1,2
GASTOS (incluye IVA) *	- 1,3
Gastos operativos de Inmuebles	- 0,8
RESULTADO	2,4

Fuente: Datos estimados por CARE

\* Valores aproximados.

Según informa el Administrador en el cuarto trimestre del 2020, el Fideicomiso se encuentra con holgura financiera suficiente en depósitos a la vista que le permite cumplir con sus compromisos.

Vinculado a lo anterior y a modo de sensibilización, y suponiendo que los costos operativos de los inmuebles y del Fideicomiso se mantuvieran rígidos, los ingresos del Fideicomiso por alquileres deberían verse reducidos en 42% para que el Resultado económico del año se vuelva nulo. Del mismo modo, los alquileres deberían reducirse en más del 42% para que el Fideicomiso no pueda hacer frente a las obligaciones vinculadas al pago de interés fijo que aquí se califica. Como se desprende del análisis anterior y confirma la evidencia reciente, este escenario tiene muy baja probabilidad de ocurrencia.

En función de lo anteriormente mencionado, se puede considerar que el riesgo de generación de flujos para el pago de intereses fijos y mantenimiento del Fideicomiso es muy bajo.

## **Riesgos considerados:**

**Riesgo de generación de flujos.** A partir de lo anterior se trata de señalar la capacidad de generar los flujos en el plazo pactado. Considerando el modelo de negocios planteado en el Proyecto, el avance del mismo descrito en los párrafos precedentes y el seguimiento que realizará la calificadora al cumplimiento en plazo y forma de los compromisos de compra y alquiler, se considera que existe un riesgo generación de los flujos bajo y posible de ser controlado a tiempo. *Riesgo muy bajo.*

**Riesgo de descalce de monedas.** Por lo anteriormente expuesto, en especial por la diversificación de activos y un correcto manejo de los *riesgos*, se *considera que este riesgo es medio 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 Fideicomiso Financiero de Inversiones y Rentas Inmobiliarias, 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.

Para la elaboración de esta calificación CARE utilizó documentos e información de carácter pública referida a los mercados relevantes para el Fideicomiso. En este sentido, los documentos utilizados fueron:

- Uruguay XXI; *"Oportunidades de inversión en el mercado inmobiliario"*; diciembre de 2020.
- Workplace; *"Mercado de oficinas"*; 2020.
- Instituto Nacional de Logística; *"Georreferenciación y caracterización de las infraestructuras logísticas e industriales en el área metropolitana"*; 2018
- Instituto Nacional de Logística; *"Diagnóstico de la movilidad de cargas en el departamento de Montevideo"*; 2018

En lo que sigue se realiza un breve análisis del entorno macroeconómico de forma de sentar las bases para el posterior análisis de los mercados relevantes para el Fideicomiso Financiero de Inversiones y Rentas Inmobiliarias. Luego se desarrolla el contexto y perspectivas para el mercado inmobiliario y se analiza la evolución del precio de los inmuebles en el largo plazo.

### 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 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.

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

### Gráficos 3 y 4 – Dollar Index y rendimientos de renta fija soberana en principales economías.



Fuente: Econly

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 podría sostenerse en el tiempo, 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, la actividad económica se contrajo 5,9% anual durante el último año, al tiempo que la mediana de analistas que reportan sus expectativas al BCU espera que la actividad se recupere a un ritmo anual de 2,9% y 2,7% para 2021 y 2022, respectivamente. Esto implicaría que el país recién alcanzaría en 2023 los niveles de actividad previos a la pandemia

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>9</sup> como forma de evitar restricciones en el mercado de dinero que podrían generar tensiones sobre la cadena de pagos<sup>10</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

### 2.a 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.i Oficinas A y A +

A mediados de la década del noventa, producto de la mayor participación del sector servicios en la economía uruguaya, el mercado de oficinas en Uruguay comenzó a evidenciar un proceso de cambios que continúa hasta el presente. El avance de la globalización y la fragmentación de los procesos en las cadenas de valor globales ha ido posicionando a Uruguay como un país competitivo para instalar empresas de servicios en conexión con el resto del mundo. Software, Servicios Financieros, Servicios Profesionales, Outsourcing

<sup>9</sup>. Se debe considerar que en septiembre 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>10</sup>. Las rebajas de tasas de interés se tradujo en menores costos para el acceso al crédito en el mercado financiero doméstico.

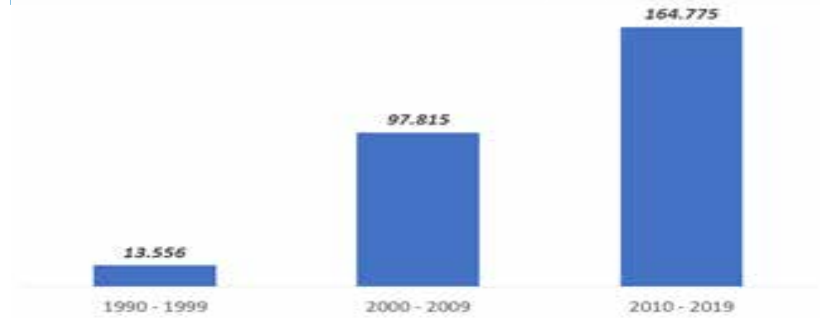
de grandes empresas, son algunos de los ejemplos de actividades que sostienen la demanda en el mercado de oficinas A y A + y que han tenido un importante desarrollo en los últimos años.

El primer hito fue la construcción de las oficinas WTC. En el período 2005 – 2012, el país comenzó a recibir inversión extranjera directa para producir edificios de oficinas que se enmarcaron en lo que se denomina “servicios globales” y donde Uruguay ofrece condiciones de competitividad genuinas.

## i. Oferta de oficinas

De acuerdo a Uruguay XXI y Coldwell Banker Commercial, el stock de oficinas A y A + ha experimentado un crecimiento sostenido en los últimos treinta años, destacándose la evolución creciente en los últimos diez años (periodo en el cual el stock aumentó a un ritmo anual de 9%).

**Gráfico 5 – Aumento del stock de edificios A y A+ (en m2)**



Fuente: Uruguay XXI y Coldwell Banker

A finales del último año Montevideo contaba con aproximadamente 273 mil metros cuadrados de oficinas A y A +, de los cuales 108 mil metros cuadrados corresponden a edificios de estas categorías localizados en Zonas Francas. Los restantes 165 mil metros cuadrados de oficinas se encuentran distribuidos en 23 edificios que se detallan a continuación.

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



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

	<b>Metros2</b>	<b>Cat.</b>
WTC 1	11906	A+
WTC 2	10143	A+
WTC 3	22632	A+
WTC 4	32187	A+
Plaza Alemania	13400	A+
WTC Sector ABC	2105	A+
<b>Subtotal</b>	<b>92.373</b>	
Victoria Plaza Office Tower	12500	A
Torre de los Profesionales	11520	A
Punta Carretas Tower	7490	A
Art Carrasco Business	5500	A
Imperium Building 1	5469	A
Torre Mapfre	5406	A
Columbus Center (Ferrere)	4811	A
Edificio Omega	3519	A
Colonia 950	2984	A
IBM	2520	A
Mercosur Business Center	2108	A
Marigot Office	1994	A
El Plata Corporate	1886	A
Torre 58	1800	A
Gamma Tower	1315	A
Costa Carrasco Building	1184	A
Stella Park	800	A
<b>Subtotal</b>	<b>72.806</b>	
<b>Total</b>	<b>165.179</b>	

Fuente: CARE

La oferta de oficinas es cada vez de mayor calidad y se está adecuando a las formas de trabajo modernas. En este sentido, de acuerdo con Uruguay XXI, el arribo de empresas extranjeras ha aumentado las exigencias en las edificaciones de oficinas, lo cual ha sido reforzado por empresas locales que elevaron sus estándares al nivel de las empresas extranjeras. A este respecto, cabe destacar la reciente inauguración del edificio Plaza Alemania, un edificio de categoría A + que cuenta con 13.400 metros cuadrados de oficinas y, de acuerdo con Uruguay XXI, se trata de uno de los mejores edificios de esta categoría en la región.

Análogamente, existen importantes proyectos que están en proceso de iniciar obras. En concreto, actualmente existen ocho edificios de oficinas de estas categorías (A y A +) que se encuentran en construcción y se espera que terminen antes de 2025. Estos edificios aumentarán el stock de oficinas en 73.386 metros cuadrados, de los cuales 15.600 corresponden al nuevo edificio en Zona Franca del WTC.

### **ii. Demanda, vacancia y precios**

De acuerdo con el reporte sobre el mercado de oficinas de Montevideo de CBC, la absorción neta de oficinas de estas categorías ascendió a 6.500 metros cuadrados promedio anual durante los últimos diez años. Se debe tener presente que esta absorción varió de acuerdo con la categoría del edificio: mientras que las oficinas de categoría A tuvieron una absorción anual

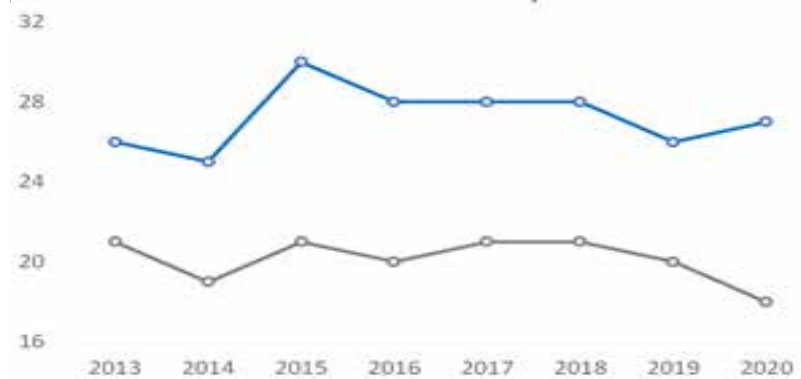
<sup>11</sup>. Los trabajos pueden solicitarse en [care@care.com.uy](mailto:care@care.com.uy)

promedio de 2.600 metros cuadrados por año, las oficinas de categoría A+ presentaron una absorción de 3.900 metros cuadrados.

En los últimos años, la demanda ha sido motivada por empresas que migran sus oficinas a edificios con mejores prestaciones. En este sentido, la demanda se ha concentrado en espacios con excelentes sistemas de seguridad, sistemas de detección y extinción de humo de última generación, plantas libres y muy iluminadas, espacios compartidos de trabajo y amenities corporativos y muy buen sistema de transporte y entorno.

Con respecto a los precios de alquiler de las oficinas de categoría A y A+, estos se han mantenido prácticamente sin cambios en los últimos años: de acuerdo con Uruguay XXI, en tanto el costo promedio mensual de alquiler varía entre 23 dólares por metro cuadrado para oficinas A y 35 dólares para oficinas A+. Análogamente, Coldwell Banker Commercial también señala que los precios se han mantenido relativamente estables durante los últimos años, aunque estima un nivel de precios algo más bajo: en el promedio de los últimos tres años estos habían ascendido a 20 y 27 dólares por metro cuadrado para oficinas A y A+, respectivamente.

**Gráfico 6 – Precio de alquiler de oficinas A y A+, por m2**



Fuente: Coldwell Banker

De todas formas, debe considerarse que los precios se caracterizan por tener una elevada variabilidad respecto a diferentes características de las oficinas -como son la ubicación, superficie total, orientación, piso, entre otras- existiendo importantes diferencias para aquellas oficinas ubicadas en Zonas Francas. A modo de referencia, el siguiente cuadro presenta los precios de alquiler por metro cuadrado para diferentes oficinas ubicadas en Montevideo durante 2018 de acuerdo con el simulador de costos de Uruguay XXI.

**Cuadro 10 – Precios de referencia para alquiler de oficinas por zonas.**

Precio Promedio de alquiler de oficina en Montevideo en 2018 (USD/m2)	
Oficinas A+ fuera de Zona Franca	21
World Trade Center Free Zone	57
Laboratorio Tecnológico del Uruguay	16
Aguada Park	28
Parque de las Ciencias	21
Zonamérica	29

Fuente: Uruguay XXI

Durante el último año el mercado de oficinas se resintió con la pandemia en tanto una parte importante de las empresas tuvieron a su personal trabajando de forma remota y otras reformularon sus esquemas de trabajo para incorporar las dinámicas de trabajo a distancia. De esta forma, se ha procesado un ajuste a la baja en los precios de alquiler a través de una flexibilización de los contratos existentes -con quitas para los meses más afectados por la pandemia- y a reducciones en los precios solicitados para aquellas empresas que buscan nuevas oficinas. A este respecto, CBC señala que las rebajas de precios han oscilado entre 20% y 40%.

Esta reducción de precios ha amortiguado el aumento de la vacancia, particularmente en las oficinas de categoría A+ en tanto empresas que se encontraban en busca de nuevas oficinas habrían optado por estas por su *"calidad, prestaciones y servicios con un precio competitivos"*<sup>11</sup>. En concreto, de acuerdo con CBC, la vacancia promedio habría ascendido a 21,9% para los edificios de categoría A y de 9% para aquellos de categoría A+.

En el caso de los edificios de oficinas que se encuentran dentro del portafolio de activos inmobiliarios del Fideicomiso Financiero de Inversiones y Rentas Inmobiliarias, se debe notar que durante el cuarto trimestre del último año tres de ellos - la Torre El Gaucho y los edificios en Zonamérica 1200 A y 1800- no contaban con espacios vacantes, al tiempo que los restantes dos registraban un nivel de ocupación de 84% y 95% -la Torre de los Profesionales y Art Carrasco-. En todos los casos, los guarismos registrados durante este periodo suponen niveles de ocupación iguales o superiores a los experimentados durante el tercer trimestre, lo que evidencia la robustez de los contratos de alquiler en tanto el último trimestre del año estuvo marcado por el recrudescimiento de la situación sanitaria en nuestro país.

### iii. Impacto del COVID-19 sobre el futuro del mercado de oficinas

El mercado de oficinas está atravesando un proceso de transformación. Los cambios evidencian raíces tecnológicas, económicas y culturales. La irrupción de la pandemia profundizó y aceleró un proceso de cambios que ya había comenzado a mediados de la primera década del siglo y es esperable que introduzca modificaciones sobre los paradigmas existentes previamente en cuanto al diseño y uso de las oficinas.

A este respecto, es posible conjeturar que no parecería probable que las empresas migren a un régimen completamente remoto (similar al implementado por muchas empresas durante los momentos más delicados de la emergencia sanitaria) en el corto o mediano plazo una vez superada la crisis sanitaria. En cambio, parecería ser más factible que estas migren hacia un régimen mixto de asistencia a la oficina (es decir, que sus empleados desarrollen parte de sus tareas de forma presencial y otra de manera remota) y que las oficinas requieran más espacio para cumplir los protocolos.

En última instancia, la persistencia e intensidad del trabajo remoto en el futuro podría depender, entre otros factores, de: acuerdos entre empresas y trabajadores; modelos de trabajo instaurados por la empresa; una adecuada legislación laboral y; de adecuadas comodidades en el hogar para los trabajadores.

<sup>11</sup>. Extraído de CBC Workplace Report 2020.

Dicho esto, aún es prematuro para conocer el efecto que tendrá la pandemia en el mercado de oficinas una vez que esta sea superada y la incertidumbre a este respecto se mantiene elevada, no solo por la configuración de las necesidades sino por el timing de superación de la crisis sanitaria y sus secuelas sobre la actividad. Es esperable que el mercado de oficinas se recomponga con un nuevo paradigma de demanda y la infraestructura inmobiliaria deberá acompañar los procesos mixtos de trabajo a distancia y presencial en el futuro.

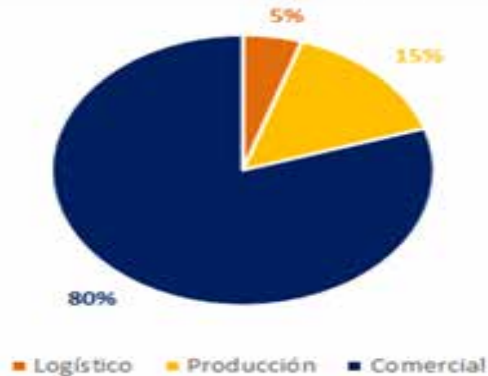
### **2.a.ii Logística**

El crecimiento demográfico en los centros urbanos del Área Metropolitana de Montevideo ha generado zonas de alta densidad de población que actúan como atractores de instalaciones comerciales. Esto último se conjuga con el incremental consumo de los hogares y sus nuevas exigencias que han transformado la demanda. Estos cambios impactan en la logística de última milla, también denominada "Distribución Urbana de Mercancías" (DUM). Esta definición abarca "todos los movimientos relacionados con la actividad comercial y el suministro y distribución de bienes en las ciudades".

La ciudad de Montevideo dispone de escaso suelo adicional para estos usos, los cuales en su gran mayoría no conviven de forma armónica con la trama urbana de vivienda. De acuerdo al Instituto Nacional de Logística, en Montevideo existen 11.595 empresas cuyo objeto principal necesita de movimiento de cargas y depósitos de mercaderías, siendo las de logística solamente el 5% de estas.

De las empresas que requieren algún tipo de movimiento de cargas, una cantidad importante se acumulan en la zona central y costera de la ciudad, lugar donde están ubicados los barrios con mayor densidad poblacional. El Instituto Nacional de Logística señala que puede inferirse "una relación directa entre la población y la actividad logística", al tiempo que "existe una relación entre los barrios con mayor cantidad de empresas y con mayores problemas para la Distribución Urbana de Mercaderías".

**Gráfico 7 - Empresas con movimiento de cargas y depósitos de mercaderías por rubro (%)**

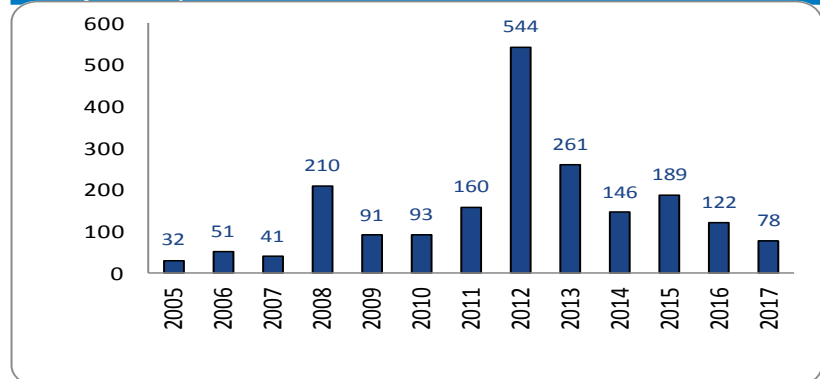


Fuente: INALOG

En lo que respecta al mercado inmobiliario para la actividad industrial y logística, se debe notar que su desarrollo se ha trasladado a las afueras de Montevideo, situándose en los límites con los departamentos de Canelones y

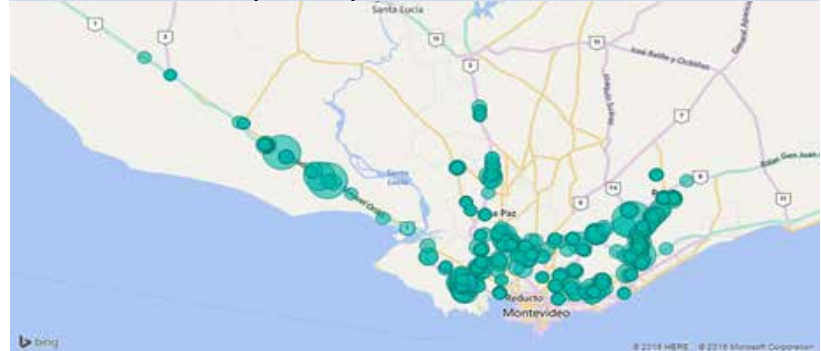
San José. Los principales ejes de transporte son la Ruta 1, la Ruta 5, la Ruta 101, la Ruta 8 y la Ruta 102.

**Gráfico 8 - Superficie construida de depósitos logísticos en el área Metropolitana, en miles de metros cuadrados.**



Fuente: INALOG

**Imagen 1. Nuevas instalaciones en el área Metropolitana desde 2005 al 2019 con superficie mayor a 1000 mt2.**

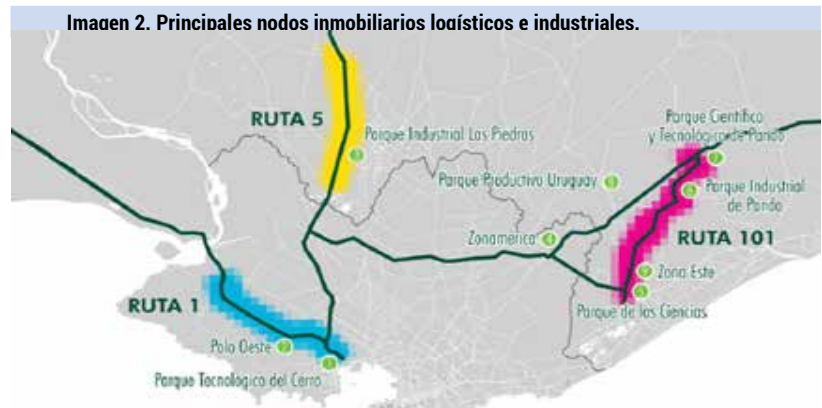


Fuente: INALOG

A este respecto, durante los últimos años la cantidad de metros cuadrados de depósitos logísticos construidos ha ascendido a 155 mil metros por año aproximadamente. De todas formas debe considerarse que estos han tenido una tendencia alcista hasta el año 2012 para luego decrecer y comenzar a estabilizarse en un nivel más bajo. De acuerdo al Instituto Nacional de Logística, en Montevideo fueron construidos el 54% de estos metros cuadrados, al tiempo que en Canelones y San José fueron los restantes 39% y 7%, respectivamente.

A modo de facilitar la visualización de este fenómeno por parte del lector, y de manera complementaria, la Imagen 1 presenta la ubicación de las nuevas instalaciones con superficies mayores a 1.000 m<sup>2</sup> construidas en la zona metropolitana a partir del año 2005. Como destaca el Instituto Nacional de Logística, y fue adelantado precedentemente, estos se encuentran predominantemente en la periferia de Montevideo y en los departamentos de Canelones y San José. Análogamente, destaca los clústeres de las zonas de “Camino Bajo la Petisa, Ruta 102, Camino Carrasco en Montevideo, Ruta 101 y Ruta 5 en Canelones y Ruta 1 en San José”.

A este respecto, se debe notar que la Intendencia de Montevideo lentamente está haciendo cumplir la legislación departamental que insta a que las empresas de logística y depósitos se retiren del área céntrica del departamento, volviendo cada vez más estricta la normativa de circulación de vehículos de carga en Montevideo. De continuar con esta postura de las autoridades departamentales, esto obligaría a las empresas a reubicarse dentro de las zonas no céntricas de Montevideo o los departamentos linderos. En este sentido, la Imagen 2 presenta los principales nodos o ecosistemas logísticos e industriales.



Fuente: INALOG

En cuanto a los activos inmobiliarios dentro del portafolio del Fideicomiso destinados al sector logístico, debe tenerse presente que estos experimentan un nivel de ocupación total y no evidencian impacto del recrudescimiento de la situación sanitaria de los últimos meses del año. Esto último explicado porque el sector logístico no fue particularmente afectado por esta situación. Análogamente, debe notarse que tampoco han existido problemas de cobro con los inquilinos. Ambos fenómenos indican la solidez de los contratos de alquiler celebrados por el Fideicomiso.

### **2.b Evolución del precio de los inmuebles en el largo plazo**

De acuerdo con la información presentada en el modelo de negocios detallado en el Prospecto de Emisión, el retorno de la inversión depende principalmente de la calidad de los contratos de alquiler y la valorización de los inmuebles a lo largo de los años de vigencia de la inversión. En concreto, el modelo de negocios supone una valorización anual en dólares de los inmuebles de 2,5%, la cual se encuentra proyectada dentro del Flujo de Fondos esperado.

Como forma de analizar la pertinencia de este supuesto, a continuación, se presentan dos metodologías que permiten tener una referencia teórica respecto a la evolución del precio de los activos inmobiliarios en el largo plazo. Al mismo tiempo, se presenta la valuación efectiva de los inmuebles durante los años de vigencia del Fideicomiso, la cual se encuentra presente en los Estados Contables y se explicita en las secciones anteriores de esta calificación.

Por un lado, en moneda local constante el precio de los inmuebles tiende a crecer en el largo plazo acompañando el crecimiento promedio de la economía, al cual se le descuenta una depreciación por uso. En tanto el Fideicomiso está

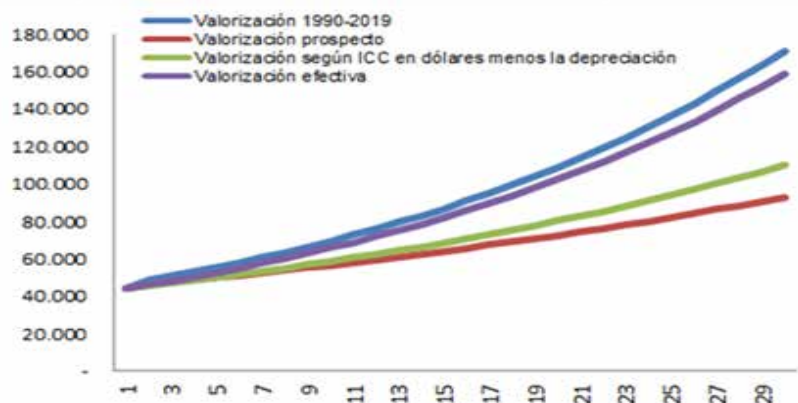
emitido en dólares, la valuación de la garantía colateral inmobiliaria se podría proyectar utilizando la variación anual del producto, sumarle la pérdida anual del valor del dólar respecto al peso uruguayo y restarle una depreciación por uso.

De esta forma, siguiendo esta metodología y tomando valores de largo plazo (los 30 años comprendidos entre 1990 y 2019), el valor en dólares de los activos inmobiliarios se tendría que haber apreciado en moneda local constante un 2,8% anual por concepto del crecimiento del PBI<sup>12</sup> y un 3,8% anual por la pérdida del valor del dólar en el tiempo<sup>13</sup>. A su vez, se podría suponer una tasa de depreciación de 2%, si asumimos una vida útil del inmueble de 50 años. En suma, la aplicación de esta metodología brinda una apreciación promedio de los inmuebles en el largo plazo de 4,6% anual.

Por otro lado, otra metodología para evaluar la evolución de largo plazo del precio de los activos inmobiliarios es observar la evolución del Índice del Costo de la Construcción (ICC) en dólares corrientes. Este índice captura la evolución del costo de reposición del inmueble. De esta forma, si se toma la evolución del ICC de los últimos 30 años y se le resta una tasa de depreciación de igual magnitud a la utilizada previamente, esta metodología supone una apreciación promedio en dólares de los inmuebles en el largo plazo de 3,2% anual.

Como fue previamente señalado, el Prospecto de Emisión supuso una valorización de los inmuebles del 2,5% anual para el cálculo de los Flujos de Fondos esperados, guarismo que se encuentra por debajo de la valorización de los inmuebles en el largo plazo de acuerdo de las metodologías propuestas. De igual forma, la valorización anual de los inmuebles del Fideicomiso presente en los Estados Contables se encuentra por encima de la valorización supuesta en el Prospecto de Emisión: de acuerdo a estos, los inmuebles se habrían apreciado más de 4% en promedio anual durante la vigencia del Fideicomiso.

**Gráfico 9 - Simulación de la evolución del precio de los inmuebles en el largo plazo de acuerdo con diferentes metodologías de cálculo**



Fuente: CARE

El siguiente gráfico presenta la evolución del valor de los inmuebles propuesta en el Prospecto de Emisión y la compara con las diferentes metodologías analizadas y la valoración efectivamente ocurrida de acuerdo con los Estados Contables.

<sup>12</sup>. De acuerdo a la serie histórica para el Producto Bruto Interno del Instituto de Economía de la Facultad de Ciencias Económicas y de Administración y el Banco Central del Uruguay.

<sup>13</sup>. De acuerdo a la serie histórica de la cotización del dólar interbancario del Instituto Nacional de Estadística.



De esta forma, en base a la información precedente, es posible argumentar que la apreciación proyectada en el Prospecto de Emisión es de carácter conservadora.

### 3. Las políticas públicas

El riesgo de políticas públicas refiere a la amenaza por parte del Estado de actuar contra las modalidades de propiedad y explotación que propone el Fideicomiso para alcanzar los flujos de fondos proyectados en su Prospecto de Emisión y cumplir con sus correspondientes obligaciones. A este respecto, se debe notar que históricamente los gobiernos del país no han intervenido en los subsectores inmobiliarios de interés para el Fideicomiso.

En esta línea, Uruguay cuenta con un marco legal específico para el desarrollo de la actividad industrial y logística en el país. Por citar algunas de las más importantes: Ley de Zonas Francas; Ley de Parques Industriales y Ley de Inversiones. Este marco normativo de política pública se ha mantenido durante décadas y es de muy baja probabilidad que se modifique de forma que afecte negativamente la actividad sectorial y, en última instancia, el correcto desarrollo de la actividad del Fideicomiso. En cuanto al mercado de oficinas, no se esperan modificaciones sustanciales en el mediano plazo más allá de las inherentes a la crisis sanitaria que se suponen transitorias. En cuanto a la oferta de oficinas, nuevos estímulos a obras de gran dimensión económica podrían incrementar la oferta de oficinas en el mediano plazo, en especial si logran captar proyectos que tengan entre sus focos principales la construcción de oficinas de segmento A o A+.

### 4. Conclusiones sobre el entorno

**El riesgo mercado.** Entendido como la posibilidad de que los negocios inmobiliarios del Fideicomiso se desarrollen con una adecuada trayectoria se encuentran acotados. En este sentido, ni la primera etapa de la pandemia durante 2020 ni el recrudescimiento de la situación sanitaria del cuarto trimestre del último año han impactado de manera particular sobre los subsectores inmobiliarios de interés para el Fideicomiso, al tiempo que la recuperación prevista para la actividad durante el corriente año genera perspectivas positivas sobre los subsectores inmobiliarios donde el Fideicomiso desarrolla su actividad. Se considera un nivel de *Riesgo bajo/medio*.

**El riesgo de políticas públicas.** Se encuentra acotado en tanto históricamente los sucesivos gobiernos han tenido reducida incidencia en los subsectores inmobiliarios de interés para el Fideicomiso. De esta forma, a la fecha de la presente actualización no se permite advertir ninguna amenaza seria en lo que respecta al riesgo político. Se considera un nivel de *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 el administrador, los activos subyacentes y el flujo de fondos, y el entorno). Dispuestos en una matriz, los indicadores de cada factor en cada área de riesgo van generando puntajes a juicio del comité calificador que van conformando el puntaje final. Éste se corresponde con una nota de acuerdo con el manual de calificación.

*En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos - tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación BBB + (uy)<sup>14</sup> de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.*

Comité de Calificación



Ing. Julio Pieve



Sr. Martín Durán Martínez

<sup>14</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. La inclusión del signo + indica que la calificación se acerca al escalón superior. **Grado de Inversión mínimo.**