

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

Montevideo, abril de 2022

4	RESUMEN GENERAL
7	I INTRODUCCIÓN
12	II EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION
14	III LA ADMINISTRACION: EL FIDUCIARIO Y EL OPERADOR
20	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
25	V EL ENTORNO
40	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

CALIFICACIÓN DE RIESGO C.P. FIDEICOMISO FINANCIERO “PENÍNSULA RENTALS” 05 - abril - 2022

Certificados de Participación:	por hasta 442.810.000 de UI (unidades indexadas).
Distribuciones:	Anualmente según resultados acumulados. Realizados según procedimiento establecido.
Activo Fideicomitado:	Bienes inmuebles, contratos de alquiler y fondos líquidos e instrumentos financieros adquiridos o mantenidos en propiedad fiduciaria por el fideicomiso.
Fideicomitentes:	Suscriptores iniciales de los CP's
Emisor y Fiduciario:	TMF Uruguay AFISA
Administrador:	Peninsula Rentals SRL
Entidad Registrante:	TMF Uruguay AFISA
Entidad Representante:	BEVSA
Fecha de suscripción de los CPs:	28 de julio 2017
Plazo:	9 años
Administración y pago:	TMF Uruguay AFISA
Comité de Calificación:	Julio Preve, Martín Durán y Adrián Tambler.
Calificación de riesgo:	BBB.uy
Vigencia de la calificación:	30 de noviembre de 2022 ¹ .
Manual utilizado:	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros

¹. 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 actual de mercado (caprate de 4,83%) una TIR del 6,39%.
- 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 el período de inversión en dos oportunidades, culminando finalmente en julio de 2021.
- Al 31 diciembre de 2021 se han cerrado acuerdos de inversión en 8 emprendimientos, que involucraron la adquisición de un total de 371 viviendas y 182 garajes por un monto total de poco más de 337 millones de Unidades Indexadas, comprometiendo de esta manera 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 31 de diciembre de 2021 solamente resta la entrega de 69 apartamentos y 33 garajes de una obra, y ya se ha iniciado de venta de las primeras unidades.

- 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 en el entorno de un 26% en promedio. A diciembre de 2021 fueron tasadas las unidades de los 7 emprendimientos que ya fueron entregados lo que determinó un incremento de 38% respecto del precio de adquisición en Unidades Indexadas.
- El mercado inmobiliario se ha reactivado de forma notoria luego del fuerte shock negativo generado por la pandemia del coronavirus durante el primer semestre de 2020. La recuperación de la confianza de los consumidores -principalmente de su predisposición a comprar bienes durables- apuntalada por la parcial recuperación del ingreso de los hogares -gracias a recuperación del mercado laboral y la debilidad del dólar a nivel local- habría impulsado la concreción de operaciones de compraventa postergadas a raíz de la pandemia. Adicionalmente, es posible esperar que esta situación haya sido acompañada de un aumento de la demanda de inmuebles por motivo inversión -en particular considerando el contexto financiero local e internacional- y un aumento de demanda de extranjeros que buscan instalarse en el país.
- Según se destaca en la sección V de este informe, el mercado viene demandando tipologías constructivas de menor tamaño, en línea con las que adquiere este Fideicomiso.
- Se mantiene el desencuentro entre oferta y demanda, en tanto el mercado no convalida los precios de oferta y los propietarios retienen sus viviendas por más tiempo. Esto favorece, en última instancia al mercado de alquileres que ha venido creciendo en cantidad de hogares en los últimos años, lo que se constituye en una oportunidad para este fideicomiso, que en un principio alquila las viviendas y recién ha comenzado lentamente con el proceso de su comercialización.
- No obstante está mejor coyuntura para el sector inmobiliarios, el conflicto bélico podría derivar en un contexto internacional menos favorable para las economías en desarrollo (más allá de mejoras en los precios de exportación), lo que podría ejercer presión sobre el poder adquisitivo de los hogares en moneda extranjera -al influir sobre la trayectoria del dólar a nivel local-, al tiempo que podría limitar o dilatar las decisiones de compra por motivo inversión, dado un mayor nivel de incertidumbre.
- Para el mediano y más largo plazo, se mantienen en términos generales las perspectivas para el sector, ya que la demanda por inmuebles nuevos existe y se fortalecería una vez se consolide la recuperación económica. Esto ocurre particularmente en algunos segmentos de la población y zonas que han mostrado elevado dinamismo en los últimos años y que han mostrado elevada resiliencia a pesar de los eventos adversos recientes.

- 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 liberación de los precios tope en la vivienda promovida, medidas para favorecer los alquileres y las mejores condiciones de exoneración fiscal para nuevos proyectos son 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 así como en el del regulador: 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 2022. No obstante la misma puede variar ante la aparición de hechos relevantes.

2. Antecedentes generales y hechos salientes del período

2.1. Antecedentes generales

- El objetivo del Fideicomiso es generar rentabilidad para los Titulares de los CPs a través de la inversión de los fondos aportados a través de:
 - (i) La compra de bienes inmuebles, ya sea tanto aquellos que estén totalmente contruidos 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 plazo original del Fideicomiso era 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 mismo². 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, para 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.).

². Este plazo fue modificado en dos oportunidades (un año cada vez), por lo que el plazo será de 9 años, finalizando en julio de 2026.

- El plazo de inversión se ha venido extendiendo en el tiempo y culminó en julio de 2021. Quedó un saldo por emitir aún, por lo que si se decidiera su utilización sería necesaria una nueva extensión del plazo de inversión.
- 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. Es uno de los edificios cuyas unidades se están ofreciendo para la venta, y ya se cuenta con una unidad vendida y dos en proceso. En todos los casos son apartamentos que están alquilados y se venden con renta. El edificio mantiene muy buenos niveles de ocupación, actualmente con el 97% de las unidades reservadas.
 - 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. En ambos edificios ya se están ofreciendo unidades a la venta, mientras tanto se mantienen alquilados y hay a febrero de 2022 un 93% de ocupación.
 - o **Proyecto Arrayán.** Se adquirieron 51 viviendas y 29 cocheras que responden al 72% del edificio. Las unidades se están alquilando con normalidad, existiendo a febrero de 2022 un 73% de ocupación.
 - 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 el nivel de ocupación se mantenido en el 100%.
 - o **Edificio 8cho.** Se adquirieron 59 apartamentos y 33 garajes que es el 68% del edificio. Este edificio recién se entregó y se viene alquilando a buen ritmo, a febrero de 2022 cuenta con un 15% de ocupación.
 - o **Escollera.-** Se adquirieron 56 unidades y 36 garajes que han sido construidos por el Fideicomiso Financiero Compass, esa compra implicó el 52% del edificio. A principios de noviembre 2021 se alcanzó la meta de ocupación (98% a febrero de 2022). Se avanzó en el acuerdo del texto del Reglamento de Copropiedad con la desarrolladora y se aguarda la coordinación de la firma de la Escritura de Compraventa. En este edificio también se están ofreciendo unidades para la venta.
 - o **NEO del Sur.-** El edificio Quijano, ahora denominado NEO del Sur, continúa desarrollándose con normalidad, cumpliendo con el cronograma acordado. El Fideicomiso adquirió el 100% del edificio, que son 69 apartamentos y 33 garajes. La obra tiene un avance muy importante y se espera la entrega en el primer semestre de 2022.

- A excepción de los Proyectos Nostrum Plaza y Nostrum Centenario, el Fideicomiso representa más del 50% de la copropiedad en todos los acuerdos.
- **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 los nuevos desarrollos, 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.
- 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.

2.2. Hechos salientes del período

- El 16 de diciembre de 2021 fue firmada la Escritura de Compraventa por 59 apartamentos y 33 garajes en el edificio 8cho.

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

Cuadro 1.- Acuerdos de inversión cerrados al 31 de diciembre					
Proyecto	Barrio	Estatus	Cantidad de unidades	Cantidad de garajes	% del proyecto
Met Parc	La Blanqueada	Compraventa	59	22	53%
Nostrum Plaza	Tres Cruces	Compraventa	16	16	7%
Nostrum Centenario	Brazo Oriental	Compraventa	14	13	10%
Arrayan	Bellavista	Compraventa	51	29	72%
8cho	La Blanqueada	Compraventa	59	33	68%
NEO Costa	Lagomar Sur	Compraventa	47		100%
NEO del Sur	Barrio Sur	Comp.Compraventa	69	33	100%
Escollera	Ciudad Vieja	Compraventa	56	36	51%
TOTAL			371	182	

Fuente: El Administrador
CARE dispone de los montos invertidos en cada proyecto.

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.

A continuación, se presenta un resumen de la situación de los arrendamientos al 31 de diciembre.

Cuadro 2.- Situación de los arrendamientos al 31 de diciembre de 2021

Ingreso alquileres actual	mensual	en pesos	5.743.207
Ingreso alquileres potencial	mensual	en pesos	7.554.607
Apartamentos alquilados		número	230
Apartamentos alquilados		porcentaje	77%
Garajes alquilados		número	101
Garajes alquilados		porcentaje	69%
Caprate s/stock total		porcentaje	4,8%
Caprate s/stock alquilado		porcentaje	6,2%

Fuente: El Administrador

Respecto de los alquileres, el operador informa que si bien los niveles de ocupación se han mantenido en línea con el objetivo, los precios de los alquileres han evolucionado por debajo de la inflación. Por ejemplo, el monto total de alquileres de diciembre 2021 (efectivos para los proyectos que están en alquiler y estimados para los que aún no están en el mercado) se ubica 3,6% por debajo del promedio de febrero 2021, medido en unidades indexadas. Con referencia a las ventas, se están ofreciendo unidades en los edificios Met Parc, Nostrum Plaza, Nostrum Centenario y Escollera. Dado el alto nivel de ocupación de los edificios, la venta está principalmente orientada al público inversor.

A diciembre de 2021 se realizó una nueva tasación de las viviendas y garajes de los 7 proyectos que ya fueron entregados al fideicomiso. La misma arrojó un monto equivalente a 382 millones de UI, un valor un 38% 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 2021.
- Informes y entrevista con el Comité de Vigilancia.
- Estados Contables del Fiduciario al 30/06/2021³.
- Estados Contables del Fideicomiso al 31/12/2021.
- Estados Contables de Península Rentals Uruguay SRL a 31/12/2020.
- Encuesta periódica de Research Uruguay; "La demanda en el mercado inmobiliario"; febrero de 2022.
- "Informe Sectorial Inmobiliario sobre el Mercado de Viviendas"; Ec. Mayid Sáder y la Ec. Serrana Calvette. Marzo de 2022.
- Tasaciones al 31 de diciembre de 2021

³. Si bien se dispone de los EE.CC intermedios a setiembre de 2021 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 suscribieron UI 442.810.000, equivalentes a 57 millones de dólares (en la fecha de suscripción).
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).

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 inscripta 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 30/6/21 y su comparativo con ejercicios anteriores se presenta en los cuadros siguientes.

Cuadro 3: Estado de Situación (en miles de \$)

Concepto	30/06/2021	31/12/2020	31/12/2019
Activo	118.120	1 10.882	85.019
Activo Corriente	7.637	3.734	5.306
Activo no Corriente	110.483	107.148	79.713
Pasivo	100.365	94.986	71.187
Pasivo Corriente	30.910	23.878	71.187
Pasivo no Corriente	69.455	71.108	-
Patrimonio	17.756	15.895	13.831
Pasivo y Patrimonio	118.120	110.882	85.019
Razón Corriente	0,25	0,16	0,07

Fuente: EE.CC TMF

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

Concepto	30/06/2021	30/06/2020	31/12/2020
Ingresos operativos	12.983	10.230	22.378
Costo Servicios Prestados	(2.041)	(1.633)	(3.592)
Resultado Bruto	10.942	8.598	18.786
Gastos Administración y Vtas.	(5.926)	(4.809)	(11.494)
Resultado Operativo	5.016	3.789	7.292
Resultado Financiero	(1.489)	10	(2.817)
IRAE	(1.666)	(1.511)	(2.412)
Resultado del Periodo	1.861	2.287	2.063

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 30/6/21, 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 Kirchheimer⁴ 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, Nostrum 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.

Península Rentals Uruguay SRL

Península Rentals Uruguay SRL es una sociedad uruguaya creada para officiar como Administrador del Fideicomiso. Componían su directorio, Carlos Mendive, Mauricio Levitin, recientemente fallecido, 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, y Josef Preschel.

⁴. Fallecido en enero 2021 por lo que su cuota parte en la sociedad pasó a su sucesión.

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 31/12/20 y de acuerdo a los mismos, nada hace suponer la eventualidad de algún riesgo en este sentido.

Fideicomiso⁵

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. 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 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 último de los cuales fue el pasado mes de julio del año 2021, vencimiento definitivo. De esta forma, también queda establecido el periodo denominado Gestión Activa del Portafolio, 3 años una vez finalizado el Periodo de Inversión, y también el plazo total que pasó a ser julio de 2026.

A partir del año 2018 se hicieron integraciones regularmente a medida que avanzaban los negocios. Al cierre del año 2021 se han completado emisiones por un valor algo mayor a las UI 333.3 millones, lo que representa un 75,27 % 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 del Fideicomiso al cierre del año 2021.

⁵ 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.

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

Concepto	31/12/2021	31/12/2020	31/12/2019
Activo	2.189.331	1.558.973	530.276
Activo Corriente	52.923	41.592	27.178
Activo no Corriente	2.136.408	1.517.381	503.098
Pasivo	162.460	134.809	1.644
Pasivo Corriente	58.406	43.205	1.644
Pasivo no Corriente	104.054	91.604	-
Patrimonio	2.026.871	1.424.163	528.632
Pasivo y Patrimonio	2.189.331	1.558.973	530.276
Razón Corriente	0,91	0,96	16,53

Fuente: EE.CC Fideicomiso Península

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 393 millones, producto de convertir la cifra expresada en moneda nacional a la cotización de la UI al 31/12/2021 que era de \$ 5,1608. Este valor compara bien con las emisiones recibidas hasta fines de 2021 que, se reitera, sumaron en total UI 333.3 millones.

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

Concepto	31/12/2021	31/12/2020	31/12/2019
Ingresos por arrendamiento	49.595	24.789	8.423
Resultado por venta de propiedad	1.901	2.957	-
Resultado por valuación de inv.	319.531	415.610	
Otros ingresos	261		
Total ingresos	371.288	443.356	8.423
Gastos operativos	(12.298)	(5.935)	(3.414)
Gastos de Administración	(26.822)	(32.850)	(36.623)
Resultados Operativos	332.168	404.572	(31.615)
Resultados Financieros	(2.168)	725	(225)
Resultados antes de IRAE	329.999	405.297	(31.839)
IRAE	(12.486)	(105.157)	13.553
Resultado del Periodo	317.513	300.139	(18.287)

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 por arrendamiento, duplicando, en moneda local corriente, lo alcanzado en el mismo periodo del año anterior. También se registra resultado positivo por valuación de las propiedades. Un detalle de las inversiones realizadas hasta el momento y su valuación se desarrolla en la sección correspondiente.

Riesgos Considerados

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 de 2021) el fideicomiso ya cuenta con 302 viviendas y 149 garajes que se le han entregado, proveniente de cinco proyectos, de este total un 73% ya se han dado en alquiler y están generando renta. Queda un emprendimientos que no se ha entregado y se espera que esté pronto durante el primer semestre de 2022.

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 UI.

En esta oportunidad, el administrador aporta una actualización del flujo de fondos del proyecto a diciembre de 2021, 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:

- Precio actual de mercado: el punto de partida es la matriz de precios de alquileres de mercado según proyecto y tipología, definida en base a información real de alquileres para aquellos proyectos que ya están ofrecidos en alquiler, mientras que para los casos en los que aún no se cuenta con información real (actualmente solo Neo del Sur), se considera información de mercado y características específicas del proyecto. Luego se toman como referencia la mediana del precio de venta de 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 promedio por tipología, 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 4,83%.
- 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-26 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, por tanto, para algunos proyectos se extiende el plazo de alquiler y se posterga el inicio de las ventas. Las unidades Nostrum Plaza y Centenario comienzan a venderse en setiembre de 2021 y se venden a un ritmo uniforme durante 24 meses.
- 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.

Los resultados se presentan en el cuadro siguiente:

Cuadro 7.- Flujo financiero en UI y TIR del inversor en el escenario actual de mercado. (Caprate del 4,83%)										
	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	-128.920.000	-57.994.364	35.994.364	106.293.021	160.605.936	97.857.212	41.569.342
Impuestos	0	0	0	0	0	0	1.615.340	2.542.576	466.657	52.748
Flujo de Fondos d/Imp	-5.095.005	-31.339.000	-110.760.000	-128.920.000	-57.994.364	35.994.364	104.677.681	158.063.360	97.390.555	41.516.594
TIR estimada	6,39%									

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 es compartible y se ajusta a la realidad actual. A mayor caprate, menor el precio del inmueble, ya que los precios se definen en forma indirecta a través de los valores obtenidos por información de transacciones y arrendamientos reales.

En el escenario actual, los precios de mercado se definen de forma tal que resulte en una Cap Rate promedio de 4,83% para todo el portafolio.

Teniendo en cuenta la sensibilidad de la TIR a las variaciones de los precios de mercado, se presentaron cuatro escenarios considerando diferentes estimaciones de precios de venta.

Cuadro 8.- Estimación de la TIR según diferentes escenarios

Escenario	Caprate promedio	TIR estimada
Tasación	4,60%	7,65%
Actual de mercado	4,83%	6,39%
Actual conservador	5,04%	5,42%
Muy conservador	5,60%	2,83%

Fuente: El Administrador

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 y por ventas de los inmuebles cayeran en un 5% durante el período que resta; en este caso, la TIR del proyecto sería de 3,62%.

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 9.- Estimación de la rentabilidad por Proyecto

Proyecto	Caprate esperado (*)	TIR del proyecto	(**)Descuento estimado
Met Parc	6,1%	9,9%	23,1%
8cho	7,0%	14,2%	29,9%
Arrayán	6,2%	11,0%	23,2%
NEO Costa	6,4%	12,8%	18,6%
NEO del Sur	7,1%	16,0%	31,4%
Nostrum Plaza	6,2%	8,6%	26,2%
Nostrum Centenario	6,2%	10,3%	24,1%
Escollera	6,2%	13,8%	25,9%
PROMEDIO	6,4%	12,1%	26,0%

Fuente: El Administrador

(*) arrendamiento anual/precio de compra

(**) no considera los costos del fideicomiso

Los ingresos por arrendamientos en relación a los valores de compra se están ubicando en el entorno del 6,4% y las rebajas en las compras con respecto a los precios de lista se ubican promedialmente en un 26% 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

Se cuenta con una nueva tasación a diciembre de 2021, de los apartamentos, garajes y cocheras de 7 de los 8 proyectos que ya fueron entregados al Fideicomiso y que están en la etapa de gestión.

A continuación, se presentan los precios que surgen de la tasación realizada en diciembre de 2021 expresados en dólares, y se comparan con las tasaciones del año 2020 y con los valores actuales de mercado considerados en las proyecciones.

Cuadro 10.- Comparación de precios de mercado en Escenario Base Vs Tasación (USD)				
Proyecto	Mercado 2021	Tasaciones 2020	Tasaciones 2021	Variación Tasación 2021/2020
8cho	8.465.986	sd	8.814.727	
Arrayan	6.893.054	sd	7.197.331	
Met Parc	8.105.665	7.963.804	7.859.822	-1,3%
NEO Costa	7.018.032	7.327.323	7.349.855	0,3%
Nostrum Plaza	2.242.383	2.398.225	2.254.217	-6,0%
Nostrum Centenario	1.948.680	2.125.366	2.125.366	0,0%
Escollera	7.714.600	8.799.061	8.843.037	0,5%
TOTAL (*)	27.029.360	28.613.779	28.432.297	-0,6%

Fuente: El Administrador

(*) La suma del total no incluye los inmuebles no tasados en 2021 (Arrayán y 8cho).

Los precios de tasación son, en promedio, 4,85% superiores a los que se asumen en el escenario actual de mercado y se mantienen en dólares respecto del año anterior.

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 Damodaran⁶ se adicionó a éste una prima que contempla el riesgo específico del mercado en el que se ejecuta el proyecto. En consecuencia para el cálculo del costo de los fondos propios se aplica la siguiente fórmula:

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

Donde:

$E(r_i)$: Tasa de retorno esperada del capital

β_{im} : Riesgo sistemático propio respecto del riesgo de mercado⁷.

r_f : tasa libre de riesgo (Treasury Bonds USA)

$E(R_m) - R_f$: 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 variable⁸ y la tasa libre de riesgo).

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

⁶. A. Damodaran, "Estimating Equity Risk Premiums" Stern School of Business.

⁷. Se consideraron los betas promedio de empresas de construcción de viviendas en mercados emergentes según A. Damodaran

⁸. Equity Risk Premium del S&P 500. El promedio de los últimos 5 años fue de 4,73%

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 2,0%, y en el momento actual cercano a 2,05%⁹.

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 2022 se ubica en 1,33 y en 1,04 para el promedio de los últimos 5 años, lo que indica que la inversión en la construcción de viviendas tiene un mayor 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, para evitar variaciones coyunturales y tener una visión de mediano plazo¹⁰. En este sentido, para el caso del rendimiento de los bonos americanos se consideró 1,90% y para el riesgo país (índice UBI), se consideraron 1,47 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 6,31%. Este valor es inferior a la TIR estimada para la última actualización (6,39%), lo que nos indicaría que la tasa prevista es superior a la teórica. La TIR estimada está en Unidades indexadas, mientras que el costo de oportunidad calculado es en dólares nominales, por lo que ambas tasas no son estrictamente comparables. Si bien estas comparaciones no pueden tomarse en sentido estricto, constituyen una referencia que – entre otras- ayuda a conformar un juicio acerca de la inversión.

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

Riesgos considerados:

Riesgo de generación de flujos. A partir de lo anterior se trata de señalar la capacidad de generar los flujos en el plazo pactado. Considerando 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.*

⁹. En la actualidad los rendimientos de estos bonos están con tasas en el entorno de valores del promedio de los últimos 5 o 10 años. Durante la peor parte de la crisis sanitaria estuvieron aún mucho más bajas, por debajo del 1%, pero en la actualidad están en aumento.

¹⁰. En el momento actual, las tasas de interés internacionales están muy afectadas por la coyuntura internacional derivada de los efectos del coronavirus y del conflicto entre Rusia y Ucrania, y sus consecuencias sobre la economía mundial.

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 Península Rentals, 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 especialmente elaborados para la calificadora 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 y otra provista por el emisor.

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. Luego, se desarrolla el contexto y perspectivas para el mercado inmobiliario, con foco en viviendas de interés social, el mercado relevante para el producto ofrecido por el FF Península Rentals. Finalmente se aborda la situación de las Políticas Públicas referidas al mercado de interés.

Este fideicomiso tiene un plan de negocios a 9 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

Luego de haber enfrentado un shock negativo inédito durante el 2020, la actividad económica mundial comenzó una rápida recuperación de su actividad económica durante el último año. En concreto, de acuerdo a estimaciones del Fondo Monetario Internacional la economía mundial habría recuperado a un ritmo anual de 5,9% durante 2021 y proyecta que este año lo haga a una tasa de 4,4% anual. A pesar de ello, esta recuperación es heterogénea, no sólo entre los distintos países -o regiones- sino también al interior de estos en tanto la pandemia impactó de forma desigual a los distintos sectores de actividad.

La recuperación global está estrechamente vinculada a un mayor control de la situación sanitaria. En efecto, el rápido despliegue de los planes de vacunación habilitó el paulatino retiro de las medidas de restricción a la movilidad impuestas para limitar la propagación del virus. No obstante lo anterior, no se debe de ignorar el importante rol que desempeñaron las políticas fiscales y monetarias desplegadas desde la órbita del sector público,

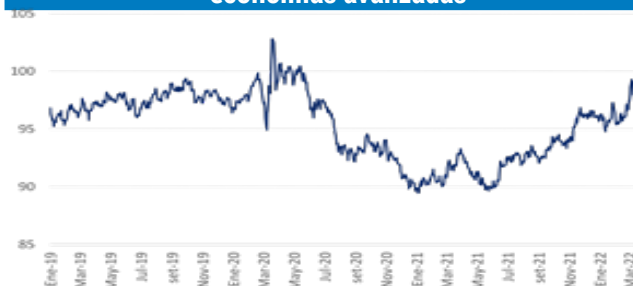
en particular aquellas desplegadas por los países más desarrollados. Estas políticas agresivas de estímulo no sólo lograron evitar un mayor deterioro de la actividad económica, sino que sentaron las bases para la rápida recuperación evitando que un shock de carácter transitorio derive en daños permanentes sobre el stock de capital físico y humano de la economía -lo cual limitaría su potencial crecimiento en el largo plazo-.

El resultado de estas políticas fue la configuración de un escenario financiero benigno para las economías emergentes. Al respecto, los elevados niveles de liquidez internacionales han derivado en condiciones internacionales de financiamiento laxas con tasas de interés históricamente bajas -cercasas a cero o incluso negativas-, un dólar que tendió a debilitarse a nivel mundial y el fortalecimiento de los precios de commodities impulsados por la rápida recuperación de los gigantes asiáticos, particularmente China e India.

A pesar de ello, este contexto financiero parecería estar llegando a su fin. En concreto, la rápida recuperación de las economías desarrolladas y las presiones inflacionarias exhibidas en algunas de ellas -particularmente en Estados Unidos- durante los últimos meses comenzaron a anticipar el retiro de las políticas acomodaticias. En este sentido, el inicio de las discusiones sobre el eventual desarme de las políticas expansivas derivó en un incremento de las tasas de interés¹¹ -lo que en el margen encareció el financiamiento de los desequilibrios fiscales-, al tiempo que implicó una reversión en la evolución del valor del dólar, que tendió a apreciarse frente a las monedas de las economías emergentes desde mediados del último año¹².

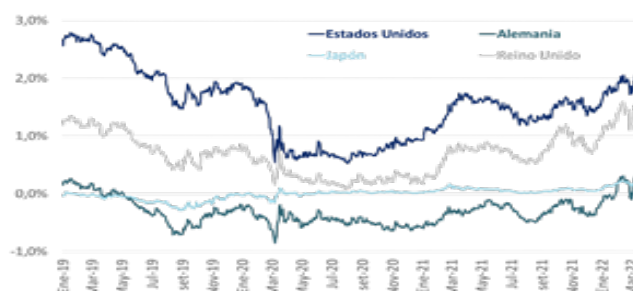
En esta línea, a marzo 2022 y con los niveles más altos de inflación de los últimos 30 años, la Reserva Federal de los Estados Unidos decidió comenzar con su proceso de normalización monetaria cambiando la tónica respecto a los últimos años en tres líneas: **i)** acelerando el retiro de compras de títulos de deuda pública, **ii)** elevando su tasa de interés de referencia y **iii)** señalizando al menos seis subas adicionales durante el año. De esta forma, a pesar de que las condiciones financieras internacionales continúan siendo favorables para economías emergentes, es de esperar que estas condiciones continúen endureciéndose durante los próximos meses.

Gráficos 1 y 2 – Dollar index y rendimientos de renta fija en economías avanzadas



¹¹. Más allá de ello, estas aún se encuentran en niveles mínimos históricos, en particular las tasas de interés reales.

¹². Esto último ha obligado a muchas de ellas a comenzar a retirar los estímulos fiscales y monetarios brindados en un contexto donde muchas de ellas aún conviven con el impacto del virus y están lejos de haber alcanzado los niveles de actividad exhibidos antes de la irrupción de la pandemia.

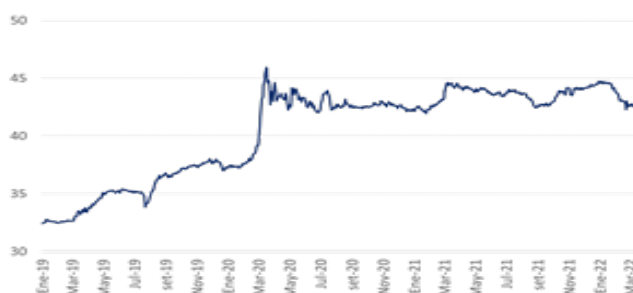


Fuente: EconUy

En este contexto, el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania -y su potencial escalada- se presenta como una fuente de incertidumbre adicional, en particular debido a que aún es temprano para evaluar sus consecuencias, tanto económicas¹³ como geopolíticas¹⁴. Por lo pronto, es esperable que la guerra impacte sobre la evolución de la actividad económica internacional ralentizando la recuperación en curso, al tiempo que genere mayor presión sobre la dinámica de precios -en particular de las economías avanzadas- a través del aumento del precio de los commodities energéticos y alimenticios.

A pesar de lo anterior, se debe tener presente que el dólar ha evolucionado de forma algo diferente en el mercado financiero local y se ha debilitado en términos reales con respecto al peso uruguayo. Este comportamiento podría ser explicado en buena medida por la política monetaria que el BCU ha desplegado con el objetivo de lograr la convergencia de la inflación al rango meta. No obstante lo anterior, la inflación se ha acelerado recientemente y se espera se mantenga por encima de la meta en los próximos meses. Este cambio en la dinámica inflacionaria guarda relación principalmente con el aumento del precio de los precios de la energía y los alimentos (trigo, maíz, carne y lácteos, entre otros) producto de la guerra en Ucrania. Si bien aún esto no se ha visto totalmente impactado en los precios, es probable que en los próximos meses los precios domésticos comiencen a internalizar este nuevo escenario global.

Gráficos 3 y 4 – Tipo de Cambio Nominal (USD/UyU) e Inflación (Anual)



¹³. Es esperable que este dependa de la intensidad y duración del conflicto, así como que sea heterogéneo entre los distintos países. Entre otros factores, el impacto podría depender de la composición de la canasta de comercio exterior de cada país -productos exportados e importados y sus correspondientes destinos y procedencia-, así como de sus lazos financieros internacionales.

¹⁴. El conflicto podría traer aparejado cambios en el escenario geopolítico internacional que introduzcan modificaciones sobre las actuales relaciones de poder de la política internacional



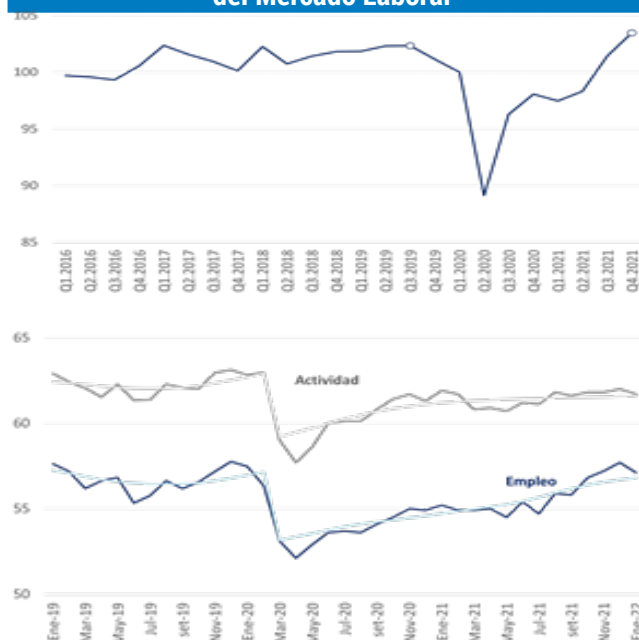
Fuente: EconUy

Al respecto de la actividad económica, luego de la significativa caída de la actividad durante 2020, la economía uruguaya ha comenzado un lento y dispar proceso de recuperación que estuvo fuertemente condicionado por la realidad sanitaria que atravesó el país principalmente durante el primer trimestre del año. En efecto, esta situación derivó en una recuperación asimétrica para los distintos sectores de actividad y que estuvo impulsada por el buen desempeño de la construcción (estrechamente vinculada a grandes obras) y el sector agropecuario. Con esto, el PIB creció 4,4% en 2021, superando los niveles de actividad del 2019, previo a la pandemia. No obstante, y en línea con lo anterior, la recuperación ha sido asimétrica entre sectores, resaltando que algunos sectores sufrieron por más tiempos los efectos negativos de la crisis sanitaria

En este contexto, la mediana de analistas consultados por el Banco Central del Uruguay estima que la actividad económica continúe creciendo este año a un ritmo anual de 3,4%. Estos guarismos han sido ajustados al alza en los últimos meses aunque no incorporan aún las perspectivas de un ciclo financiero más restrictivo ni el aumento de la incertidumbre global producto de la guerra en Ucrania.

En esta línea, la realidad del mercado laboral ha presentado una evolución favorable en los últimos meses con sendos incrementos en la participación laboral y el empleo de las personas en edad de trabajar, los cuales trajeron aparejado una caída en el desempleo. Al mismo tiempo, la cantidad de ocupados habría alcanzado los niveles previos a la pandemia, reforzando la recuperación general de la economía. Este comportamiento del mercado laboral tuvo su correlato en el ingreso de los hogares, que recuperaron de forma parcial la caída asociada a la crisis económica derivada de la pandemia. En paralelo, los salarios no han tenido la misma evolución, ubicándose 1,5% por debajo de 2020, en términos reales. Por otro lado, el debilitamiento del dólar a nivel local permitió recuperar aún más el poder de compra de los hogares medido en dólares.

Gráficos 5 y 6 – Nivel de actividad (Desestacionalizado) y Evolución del Mercado Laboral



Fuente: EconUy

2. 2. Mercado inmobiliario de vivienda

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 de altos ingresos 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 – 2019) en la que se aprecia un ciclo de crecimiento tendencial 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. A partir de 2020, la pandemia y sus efectos globales generaron amplia incertidumbre a nivel global y local, con efectos sobre el mercado inmobiliario. Sin embargo, durante 2021 esta situación

parece revertirse y comienza a evidenciarse cierto dinamismo del sector, tal como se aborda en lo que sigue de este capítulo.

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 representan la segunda o tercera vivienda del hogar (típicamente vivienda de balneario). El sector presenta un stock de viviendas antiguo, con necesidades de reciclajes, reparaciones y mejoras constructivas ya que más del 60% del stock de vivienda fue construido hace más de 40 años presentando características tipológicas y constructivas en vías de obsolescencia. También es importante destacar que se trata de un mercado segmentado tanto a nivel de producto como de zona geográfica y público objetivo, y por tanto es dable pensar que las características promedio del stock de viviendas no se mantengan 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 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. Esto ha llevado a redensificar zonas de relativamente menor atractivo como el Centro, La Blanqueada, Palermo y Barrio Sur, entre otras.

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 algunos proyectos. Más recientemente, cambios en la Ley de Vivienda Promovida habrían apuntalado el desarrollo de inmuebles, dando un nuevo impulso a la construcción de vivienda nueva en zonas donde la VIS había focalizado sus objetivos.

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 -las cuales se describen más adelante, en la sección que analiza la demanda de vivienda-.

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 y por tanto alentado la creación de nuevos proyectos edificios.

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 se 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. Si bien algunos de estos elementos han sido comentados previamente, ahora se profundiza en cada caso.

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 cierto flujo migratorio, cambiando la tónica de los primeros años del siglo XXI¹⁵. Este proceso ejerce presión sobre la demanda de inmuebles, particularmente sobre el mercado de alquileres.

A su vez, existen otros drivers estructurales, 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. 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.

Para comprender el perfil de la demanda de vivienda, se contrató los servicios de Research Uruguay, a través de una encuesta semestral recurrente, que ya acumula 13 ediciones. Según concluye la investigación realizada la demanda concuerda con lo descrito sobre la oferta: aproximadamente el 20% y 50% de los entrevistados en la encuesta realizada prefieren unidades que cuenten con 1 y 2 dormitorios, respectivamente. Si bien en anteriores ocasiones se identificó un creciente interés por viviendas algo más grandes (durante 2020) este parece haberse diluido en la última edición de la encuesta.

¹⁵. Según los últimos datos publicados por la ONU en Uruguay, casi un 2,4% de la población es inmigrante

Gráfico 7 - Cantidad de dormitorios buscados por "hogares que buscaron en los últimos tres meses"



Fuente: Research Uruguay

Para estos hogares, los principales atributos a la hora de elegir una vivienda refieren a la ubicación en un lugar céntrico, la existencia de buena locomoción, que se trate de un entorno seguro y cercano al lugar de trabajo. Todos estos son amenities vinculados al entorno geográfico de la vivienda. Respecto al lugar de estacionamiento, que en primera instancia parecería ser una necesidad de los hogares, no constituye uno de los factores determinantes a la hora de elección de una vivienda según el relevamiento de Research.

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, evidenció una caída durante 2020-21 luego de un largo período de crecimiento ininterrumpido. Esta caída estuvo 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 principalmente 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 período.

A pesar de ello, durante la segunda mitad del 2021 y comienzos del corriente año las expectativas de los consumidores registraron una mejora y se situaron en la zona de moderado optimismo. Esto incluso implica una mejora relativa en comparación a los últimos 5 años, la cual no parece guardar relación con los principales indicadores macroeconómicos sino que parece reflejar una mejora del clima general por el proceso de apertura y las mejores perspectivas post-pandemia.

Gráfico 8 – Confianza del consumidor y de consumo en bienes durables

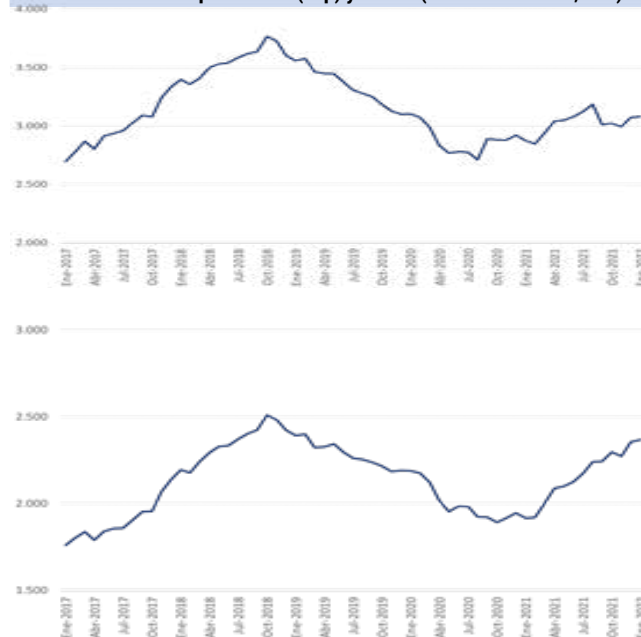


Cuando se examinan los distintos subíndices que componen el Índice de Confianza del Consumidor, se aprecia que la recuperación estuvo en parte ligada a una importante recuperación de la propensión a comprar bienes durables. Esta se sitúa en niveles similares a aquellos exhibidos pre-pandemia y representa una buena noticia para el mercado inmobiliario, en tanto reflejaría un mayor optimismo y cierta propensión a ingresar o participar activamente en el mercado..

Por otra parte, con respecto al acceso al crédito hipotecario, este habría registrado una importante recuperación luego del mínimo evidenciado durante el primer semestre de 2020: a enero del corriente año el monto de nuevas operaciones supera casi en un 10% el exhibido previo a la irrupción de la pandemia. Este aumento en los montos fue acompañado con una modesta recuperación de la cantidad de nuevas operaciones -que actualmente se sitúan en su nivel previo a la pandemia-, lo que da cuenta de un aumento en el monto promedio de crédito otorgado por operación. Esto sugiere que a nivel de créditos hipotecarios el incremento se vuelca hacia mayores montos, por sobre la cantidad de operaciones nuevas.

Gráfico 9 y 10 – Créditos hipotecarios en UI

Cantidad de nuevas operaciones (izq.) y Monto (en millones de UI; der.)



Fuente: CARE en base a BCU

En cuanto al stock de créditos hipotecarios existentes, de acuerdo a información del BCU, al mes de enero de 2022 se ubicaba en 2.600 millones de dólares. En línea con el comportamiento de las nuevas operaciones, este guarismo se sitúa 3% por encima de su nivel previo a la pandemia, al tiempo que evidencia una tendencia positiva durante los últimos meses. Los niveles de morosidad, por otra parte, se han mantenido estables alrededor de 1,2% del total de créditos.

Cuando se computa el volumen del crédito como porcentaje del Producto Bruto Interno se encuentra que este ascendió aproximadamente a 4,5% para 2021, lo que se considera bajo en perspectiva internacional y aún moderado

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 con 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

Desde la óptica de los agentes demandantes de crédito (los hogares), algunas de las restricciones más importantes a la hora de acceder a ellos son el ahorro previo y los requisitos de ingresos mensuales por núcleo familiar. En este sentido, los requisitos asociados a estos últimos se habrían incrementado en los últimos años. A modo de referencia y según Sader & Calvete, a diciembre 2021 el ingreso mensual líquido requerido para acceder al financiamiento del 80% de un inmueble medio tipificado de 65m2 alcanzó a \$144.000 a precios constantes de diciembre de 2020. Según datos del INE¹⁶, estos ingresos no sólo se ubican por encima del ingreso promedio, sino que sólo el 13% de los hogares contaba con ingresos líquidos superiores a este monto durante el último año¹⁷.

Gráfico 9 - Ingreso promedio del hogar para acceder a un crédito hipotecario



Fuente: Sader & Calvete (Mar. de 2022).

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

Como fue señalado, la demanda de inmuebles por motivo de inversión está estrechamente vinculada al costo de oportunidad, determinado por las tasas de interés reales (tanto locales como extranjeras) y los flujos de capital. Más allá de cierto ajuste, al día de hoy las tasas de interés a nivel internacional continúan en niveles bajos -en particular las reales- principalmente asociadas a políticas ultra-expansivas en los países desarrollados, lo que genera condiciones favorables para el fortalecimiento de la demanda de inmuebles como inversión. En el mercado local, esto a su vez podría ser apuntalado por el

¹⁶. De acuerdo con información de la Encuesta Continua de Hogares (ECH).

¹⁷. Complementando lo anterior, el relevamiento de Research Uruguay indica que casi el 50% de los encuestados esperan financiar más de la mitad de la compra de su vivienda, en tanto apenas 20% dice que no requerirá financiamiento.

fortalecimiento del peso uruguayo respecto al dólar, lo que permitió recuperar parcialmente el poder adquisitivo de las familias en moneda extranjera.

Esto fue evidenciado en la anterior 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. A pesar de ello, la última edición de la encuesta de Research Uruguay refleja que los hogares redujeron sus búsquedas de vivienda para inversión aunque prevén hacerlo en mayor medida en los próximos dos años.

iii. Evolución reciente del mercado de compraventas y alquileres

iii.i. Evolución general de operaciones y precios

La información oficial del mercado de compraventas generalmente es incompleta y debe ser complementada con información secundaria. Por este motivo es necesario analizar la evolución de indicadores indirectos para inferir el nivel de actividad del mercado. En este sentido, el seguimiento del Índice de Confianza del Consumidor elaborado por SURA y Equipos, conjugado con la evolución de distintos indicadores de alta frecuencia asociados a la actividad del sector como la recaudación de Impuesto a las Transacciones Patrimoniales y la cantidad de nuevos créditos hipotecarios bancarios permiten obtener una primera aproximación de la coyuntura del sector casi a tiempo real. A este respecto, el comportamiento de cualquiera de estos tres indicadores deja entrever una dinámica positiva del mercado inmobiliario luego de la irrupción de la pandemia a comienzos del pasado año.

Por una parte, el Índice de Confianza del Consumidor presentó una evolución positiva en la segunda mitad del último año y actualmente se sitúa en la zona de moderado optimismo. Esta evolución favorable estuvo ligada parcialmente a una importante recuperación de la propensión a comprar bienes durables, que actualmente se sitúa en niveles similares a aquellos exhibidos antes de la pandemia y representa una buena noticia para el mercado de compraventa de inmuebles.

Por otra parte, los créditos hipotecarios evidenciaron un comportamiento positivo, particularmente en cuanto a los montos de las nuevas operaciones. En este sentido, si bien la cantidad de nuevas operaciones se situó en niveles similares a su nivel previo a la irrupción de la pandemia, los montos operados presentaron una evolución favorable durante los últimos meses y actualmente se encuentran un 10% por encima de este nivel.

Por último, y de alguna forma como reflejo de la recuperación de la confianza de los consumidores y el incremento de las operaciones de crédito hipotecario, la recaudación del Impuesto a las Transacciones Patrimoniales evolucionó más que favorablemente y también se ha recuperado cuando se lo compara con los niveles previos a 2020¹⁸. Esto parecería pautar una recuperación de la transaccionalidad del sector -lo que podría ser explicado por una mayor cantidad de operaciones u operaciones de montos más elevados-. Esto es consistente con la última información disponible del Instituto Nacional de Estadística¹⁹ que indica que se han registrado más de 25% más de compraventas a nivel país respecto al 2020. En el caso de Montevideo, que es el principal punto de desarrollos inmobiliarios para vivienda permanente, los registros de compraventas aumentaron 18% en 2021, respecto al año anterior,

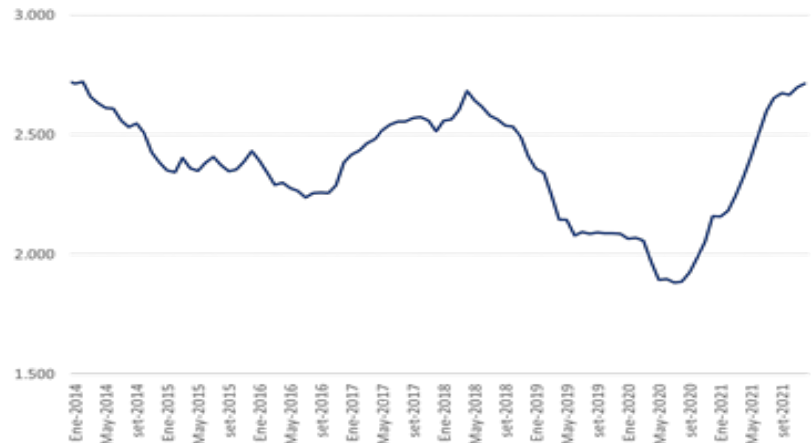
¹⁸. Incluso uno debe remontarse hasta principios de 2014 para encontrar niveles de recaudación similares.

¹⁹. En base a información de la Dirección General de Registros.

confirmando la recuperación del sector y las buenas perspectivas del mercado inmobiliario.

Gráfico 10 – Recaudación del Impuesto a las Transacciones Patrimoniales (ITP)

Millones de pesos constantes de diciembre de 2020 - 12 meses móviles



Fuente: MEF

De esta forma, la evolución de estos tres indicadores en su conjunto junto a la información de la Dirección Nacional de Registros dejan entrever que el mercado inmobiliario evolucionó favorablemente luego del importante impacto sufrido al momento de la irrupción de la pandemia. A este respecto, la concreción de operaciones postergadas a raíz de la pandemia apuntalado por la parcial recuperación de los ingresos de los hogares -explicada por la paulatina recuperación del mercado laboral e impulsada por la debilidad del dólar en el mercado financiero local- y las mejores expectativas de estos, explicarían en parte la evolución favorable del mercado inmobiliario. Adicionalmente, es posible conjeturar un incremento de la demanda de inmuebles por motivo inversión -como fue relevado en la edición anterior de la encuesta de Research Uruguay-.

Con respecto a los precios, de acuerdo a información provista por Sader y Calvete en base al Research de Portfolio, el precio de oferta por metro cuadrado de vivienda expresado en dólares habría tendido a aumentar durante 2021. A pesar de esto, informantes calificados del sector habían informado a CARE que muchas operaciones se habrían realizado validando precios en dólares menores. Es importante destacar que esto podría llevar a cierto desencuentro entre oferta y demanda, en tanto el mercado no convalida los precios de oferta y los propietarios retienen sus viviendas por más tiempo. Lo anterior favorece, en última instancia al mercado de alquileres que ha venido creciendo en cantidad de hogares inquilinos desde hace años. Esto confirma el crecimiento y la importancia que ha adquirido el alquiler con opción a compra, para el caso particular de este fideicomiso.

El mantenimiento/alza de los precios en dólares habría llevado a un aumento del precio medido en pesos constantes (UI). 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 en el mercado doméstico y, **(ii)** aproximadamente el 80% del costo de producción de la vivienda también son bienes no transables, denominados en moneda local.

En última instancia, se debe notar que la importante brecha entre la evolución del precio de venta y alquiler de viviendas en unidades indexadas potencia el mercado de arrendamientos. En este sentido, en los últimos años ha existido un significativo incremento del stock de viviendas para alquiler en Montevideo, al tiempo que la cantidad de hogares inquilinos ha tenido un aumento sostenido desde 2016. Parte de este incremento podría estar relacionado al encarecimiento relativo que han mostrado los precios de venta de la vivienda y resalta que el alquiler continúa siendo la válvula de escape del sector inmobiliario.

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

Para el corto plazo, luego de la recuperación evidenciada por el mercado inmobiliario durante los últimos 18 meses, 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 cuyo efecto sobre el mercado inmobiliario parece haberse disipado mayormente, dado el incremento de la transaccionalidad sobre el cierre de 2020 y durante 2021.

A este respecto, la recuperación de la confianza de los consumidores -principalmente de su predisposición a comprar bienes durables- apuntalada por la parcial recuperación del ingreso de los hogares -gracias a recuperación del mercado laboral y la debilidad del dólar a nivel local- habría impulsado la concreción de operaciones de compraventa postergadas a raíz de la pandemia. Adicionalmente, es posible conjeturar que esta situación haya sido acompañada de un aumento de la demanda de inmuebles por motivo inversión

-en particular considerando el contexto financiero local e internacional- y un aumento de demanda de extranjeros que buscan instalarse en el país -en parte atraídos por posibles beneficios tributarios como la residencia fiscal-.

En esta línea, la persistencia del debilitamiento del dólar a nivel local podría seguir incidiendo positivamente sobre la recuperación del poder adquisitivo de los hogares, lo cual sumado a las bajas tasas de interés continuaría impactando positivamente sobre las decisiones de compra, en particular para aquellas personas que miran al sector inmobiliario desde una perspectiva financiera: como resguardo de valor y generación de renta.

Más allá de ello, es importante realizar algunas consideraciones hacia el futuro. Por una parte, aún es precipitado evaluar las consecuencias macroeconómicas de la guerra de Ucrania y su derrame sobre economías en desarrollo. Si bien el impacto será heterogéneo y dependerá de múltiples factores²⁰, en el corto plazo es esperable que la guerra limite el ritmo de recuperación de la actividad económica a nivel internacional, al tiempo que agregue presión adicional sobre la dinámica de precios de las economías desarrolladas²¹. En un extremo, esta situación podría derivar en un contexto internacional menos favorable para las economías en desarrollo (más allá de mejoras en los precios de exportación), lo que podría ejercer presión sobre el poder adquisitivo de los hogares en moneda extranjera -al influir sobre la trayectoria del dólar a nivel local-, al tiempo que podría limitar o dilatar las decisiones de compra por motivo inversión, dado el elevado nivel de incertidumbre.

Por otra parte, se debe tener en cuenta que el poder adquisitivo de los hogares aún no recuperó su nivel previo a la pandemia y es esperable que su evolución esté directamente ligada a la dinámica de la actividad económica. A este respecto, no sólo las consecuencias económicas de la guerra serán determinantes sino que también será importante la evolución de la situación sanitaria que, si bien parece haberse normalizado, aún persisten ciertos riesgos. En última instancia, ambos factores de riesgo podrían 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.

Para el mediano y más largo plazo, se mantienen en términos generales las perspectivas para el sector, ya que la demanda por inmuebles nuevos existe y se fortalecería 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 y que han mostrado elevada resiliencia a pesar de los eventos adversos recientes.

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 como 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.

²⁰. Entre ellos, la matriz productiva de cada país, sus correspondientes canastas de comercio exterior y sus lazos financieros internacionales

²¹. Particularmente a través del aumento del precio de los commodities, en especial aquellos de índole energética como el petróleo y el gas.

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 ciertas modificaciones 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. Además, se ha flexibilizado el régimen de alquileres, en especial en lo referente a la garantía de acuerdo con la Ley 19.889, con el objetivo de dinamizar el mercado de alquileres y favorecer el acceso de la población a la vivienda. Es importante destacar que hasta el momento, esta innovación no parece haber impactado cuantitativamente en el mercado de alquileres, en tanto se registran muy pocas operaciones que se adecúan al nuevo régimen alternativo de alquileres sin garantía.

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.

3. Conclusiones sobre el entorno

El riesgo mercado. Entendido como la posibilidad de que los negocios inmobiliarios se desarrollen con una adecuada trayectoria se encuentran acotados. Sobre este punto, es importante resaltar que más allá de la crisis sanitaria de 2020-21, el mercado inmobiliario habría mejorado sustancialmente en los últimos nueve meses con una recuperación de varios indicadores directos sobre la actividad (registros, ITP, créditos hipotecarios, entre otros) e indirectos (expectativas de los hogares). No obstante, dado que se trata de un mercado segmentado, es importante considerar el desempeño específico de cada segmento y propuesta de valor. Una reversión más agresiva que la prevista del ciclo financiero internacional o la incertidumbre creciente por la guerra en Ucrania podrían influir en el contexto general para el mercado inmobiliario. 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. *Se considera un nivel de 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 y tienden a flexibilizar las condiciones de acceso, ya sea a través de subsidios a la oferta como a las recientes facilidades para concretar el arrendamiento. La aprobación de estímulos, la flexibilización de garantías de arrendamiento y la eliminación de topes asociados a los proyectos de Vivienda Promovida van en este sentido. *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)²² de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor. Grado de inversión mínimo.

Por Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrián Tambler

²². **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.**