

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

Montevideo, noviembre de 2024

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

Calificación de Títulos de Deuda del “Fideicomiso Financiero Peninsula Rentals” 01 - noviembre - 2024

Certificados de Participación	por hasta 442.810.000 de UI (Total emitido UI 361.814.005).
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:	Actualmente 9 años
Administración y pago:	TMF Uruguay AFISA
Comité de Calificación:	Julio Preve, Martín Durán y Adrián Tamber.
Calificación de riesgo:	BBB.uv
Vigencia de la calificación:	30 de abril de 2025 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 actualización son:

a) Respetto de los títulos

- 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.

b) Respetto de la Administración

- 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. Estas evaluaciones ponderan de modo significativo en la calificación realizada. La empresa sigue demostrando capacidad de adaptarse a los requerimientos del mercado y llevar adelante el proyecto.
- El período de inversión culminó en julio de 2021 y actualmente se está transitando por la etapa de gestión del portafolio y se ha iniciado el período de desinversión.
- 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 bruto (calculado como la diferencia entre el precio de venta y el costo de adquisición, sin considerar los costos del fideicomiso), se viene ubicando promediadamente en 16,0% en UI o 33,3% en dólares.

c) Respetto del activo subyacente

- Un negocio que desde el punto de vista económico-financiero continúa ofreciendo adecuadas perspectivas de lograr el propósito proyectado, aunque la evolución de los precios de los inmuebles en la moneda de la emisión ha deteriorado la TIR esperada. Esta reducción de los precios de los inmuebles en UI se debe fundamentalmente a la apreciación del peso y a que estos activos se comercializan en dólares. El operador ha comenzado a corregir esta situación incrementando en forma paulatina, y dentro de lo posible, los precios de venta de los inmuebles en dólares.
- 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 UI, comprometiendo de esta manera el 76% del total de la suscripción. Todas las obras ya están terminadas y entregadas al Fideicomiso, se han firmado todos los compromisos de compraventa, se han puesto en alquiler y se ha comenzado con la venta de unidades. A junio de 2024 se habían concretado las ventas de 47 apartamentos y 21 garajes. Por su parte, el 97% de los apartamentos y el 93% de los garajes están alquilados.

- El proyecto planteó en el prospecto una tasa interna de retorno del 8,17% en UI que fue en su momento sensibilizada satisfactoriamente por CARE ante escenarios negativos. Se presenta una nueva estimación de la TIR, la que se mantiene por debajo de la proyectada en el prospecto, y se explica en gran medida por la reducción del precio de venta de los inmuebles en UI como consecuencia del fortalecimiento del peso uruguayo respecto del dólar, moneda -esta última- con la que se ofrecen en venta los inmuebles en el Uruguay. La nueva TIR estimada por el operador para el escenario actual de ventas es de 2,3% en UI². El operador presenta también una estimación de la TIR ajustando los valores de venta de los inmuebles a lo que el llama "*fundamentos del mercado*" y en ese caso la TIR sería del 5,6% en UI, esto implicaría seguir subiendo los precios en dólares, ya que actualmente los precios del escenario actual de ventas siguen estando un 14 % por debajo de los referidos *fundamentos*. Finalmente si se estima la TIR en dólares, incluso considerando los precios del escenario actual de ventas, la TIR sería del 7,9%.
- Desde 2022, el escenario de suba de precios locales combinado con una baja del tipo de cambio, ha generado dificultades para establecer los precios de venta de las unidades del fideicomiso. El ratio USD/UI, considerando la cotización interbancaria, muestra una caída de 19% entre el 1 de enero de 2022 y el 30 de junio de 2023. Eso implica que, para alcanzar los objetivos en materia de rentabilidad original del negocio, el precio en dólares de los inmuebles debería haberse ajustado al alza en mayor proporción. Sin embargo, el mercado no se ajusta de manera automática a estas variaciones, con lo cual se presenta un dilema comercial que deberá resolver el operador entre vender a los valores actuales y esperar una TIR en el entorno del 2,3%, o diferir las ventas hasta que los valores retoman su anterior equilibrio. Cabe destacar que este fideicomiso estaría terminando en poco más de 2 años. El comité de vigilancia viene recomendando aumentar los precios de venta, ajustar los costos fijos y extender el plazo del fideicomiso como forma de contribuir a la mejora de la TIR.

d) Respecto del entorno

- El mercado inmobiliario continuó evolucionando favorablemente luego de la pandemia y de sus efectos negativos sobre el desarrollo del sector. Una vez controlada la crisis sanitaria, el sector ha evidenciado una importante mejoría evidenciada con un relanzamiento del sector, el aumento de la transaccionalidad y aumentos de la demanda apalancados en la recuperación de los ingresos de los hogares, el aumento del crédito, el fortalecimiento del peso uruguayo y algunos cambios normativos. Esto implica un abaratamiento relativo de la vivienda en dólares. Este escenario de mejora del lado de la demanda, trajo aparejado una reducción de los márgenes del lado de la oferta de los nuevos emprendimientos inmobiliarios y la necesidad de moderar el impacto de la inflación en dólares en los esquemas de costos de los nuevos desarrollos inmobiliarios.
- Por su parte, los precios de los alquileres han moderado sus aumentos y han actuado como un elemento clave del mercado inmobiliario en los últimos años, recogiendo el impacto de la nueva oferta inmobiliaria en Montevideo, probablemente estimulada por la vivienda promovida.

². En diciembre de 2022, por las razones mencionadas estaba en 6,4% y en diciembre de 2023 en 3,2%

- No se esperan cambios significativos en el contexto macroeconómico que afecten al mercado inmobiliario de forma negativa. Por el contrario, el entorno económico es favorable para la demanda de inmuebles, en tanto se profundiza el proceso de mejora del ingreso de los hogares, reforzado por la acumulación de inflación en dólares. Esto, a su vez, se beneficia de un aumento en los créditos hipotecarios y mejores condiciones de acceso por parte de los hogares. En contrapartida, este escenario es complejo para el desarrollo de nuevas obras de vivienda, que ven sus márgenes erosionados y podrían ajustar los precios en dólares para hacer frente a esta situación. En el corto plazo, se espera que la transaccionalidad se mantenga.
- Según se destaca en la sección V de este informe, el mercado viene demandando tipologías constructivas en línea con las que tiene este Fideicomiso.
- 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. Sin embargo, el resultado de las elecciones presidenciales podría implicar revisiones a los esquemas de exoneraciones tributarias a nivel general, pudiendo afectar al sector inmobiliario.

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 siguientes no se vinculan estrictamente con la obtención de estas cifras. En efecto, no se trata en este caso de una emisión con compromiso de rentabilidad 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 a partir del 3 de abril de 1998. Califica conforme a su metodología oportunamente aprobada por dicha autoridad, seleccionando los profesionales necesarios para integrar en cada caso el comité de calificación, el que juzga en función de sus manuales. Estos, su código de ética, registros y antecedentes se encuentran disponibles en el sitio web: www.care.com.uy así como en el del regulador: www.bcu.gub.uy. El comité de calificación estuvo integrado en este caso 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.

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 construidos y habitables, como aquellos que se encuentren en proceso de construcción o en el pozo.
 - (ii) El arrendamiento de los bienes adquiridos, así como el arrendamiento de éstos con opción a compra;
 - (iii) Adicionalmente, el Fideicomiso podrá llevar a cabo la venta directa de los bienes inmuebles previamente adquiridos, o enajenar dichos bienes a plazo, siempre dentro de los límites de inversión previstos en el contrato de Fideicomiso.
- El plazo original del Fideicomiso era de siete (7) años, contados desde el inicio de actividades, o hasta el momento en que se liquidaran todos los activos del Fideicomiso y se cancelaran todas las obligaciones derivadas del mismo³. El plazo estaba dividido en tres períodos: de inversión y desarrollo, de dos (2) años, de gestión activa del portafolio, de tres (3) años y un período de liquidación de portafolio, de dos (2) años más; estos plazos podían 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, flexibilizando los porcentajes de participación, entre otras cosas (como se detallara en anteriores actualizaciones).
- El plazo de inversión se fue extendiendo en el tiempo y culminó en julio de 2021.
- Los cambios en la política de inversión del Fideicomiso lograron destrabar la ejecución del plan de negocios permitiendo en forma rápida avances en 8 emprendimientos inmobiliarios.
- o **Proyecto Met Parc.** Este fue el primer acuerdo y se realizó previo al cambio en la política de inversión. Son 59 viviendas y 22 cocheras de un total de 127 viviendas y 50 cocheras. Se han comercializado 12 apartamentos y 3 garajes y es uno de los edificios que ha mostrado mayor aceptación en el mercado, El edificio mantiene muy buenos niveles de ocupación, actualmente con el 96% de las unidades alquiladas

³. 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.

- 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. Se han vendido 8 apartamentos y 8 cocheras y en términos de alquiler, al 28 de agosto 2024 se contaba con una ocupación del 90% en Nostrum Plaza y del 92% en Nostrum Centenario.
- o **Proyecto Arrayán.** Se adquirieron 51 viviendas y 29 cocheras que responden al 72% del edificio. Las unidades se están alquilando con normalidad, existiendo al 28 de agosto un 98% de ocupación. Se han vendido a la fecha 2 apartamentos.
- o **NEO Costa.**- se adquirieron 47 unidades 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 actual es de 100%. Se han vendido 2 unidades.
- o **Edificio 8cho.** Se adquirieron 59 apartamentos y 33 garajes que es el 68% del edificio. Al 29 de febrero el nivel de ocupación era de 96%. Se están ofreciendo unidades para la venta.
- 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. Al 28 de agosto 2024 el complejo presentaba un nivel de ocupación de 96%, se han vendido 16 apartamentos y 9 garajes, observándose una buena aceptación del producto.
- o **NEO Sur.**- El edificio Quijano, ahora denominado NEO Sur. El Fideicomiso adquirió el 100% del edificio, que son 69 apartamentos y 33 garajes. Al 28 de agosto el complejo presentaba un nivel de ocupación de 94%, las unidades se están ofreciendo para la venta, pero aún no se han concretado negocios.

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

Cuadro 1.- Inversiones realizadas por el Fideicomiso				
Proyecto	Barrio	Cantidad de unidades	Cantidad de garajes	% del proyecto
Met Parc	La Blanqueada	59	22	53%
Nostrum Plaza	Tres Cruces	16	16	7%
Nostrum Centenario	Brazo Oriental	14	13	10%
Arrayan	Bellavista	51	29	72%
8cho	La Blanqueada	59	33	68%
NEO Costa	Lagomar Sur	47		100%
NEO del Sur	Barrio Sur	69	33	100%
Escollera	Ciudad Vieja	56	36	52%
TOTAL		371	182	

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

- Ya se han firmado las compraventas definitivas de los ocho emprendimientos, que involucraron la adquisición de un total de 371 viviendas y 182 garajes por un monto total de 337.540.348 Unidades Indexadas. De este modo, el Fideicomiso comprometió el 76% del total del monto suscrito.
- A excepción de los Proyectos Nostrum Plaza y Nostrum Centenario, el Fideicomiso tiene 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, y la etapa de ventas comenzó sobre fines de 2021, con el mismo edificio.
- 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, este hecho no ha generado cambios en la marcha de este fideicomiso.
- Con fecha 11 de noviembre de 2022 se aprobó la primer distribución de utilidades por la suma de \$ 46.900.000. Al 31 de diciembre de 2023 ya se han distribuido un total de 221,2 millones de pesos.
- El 31 de enero de 2023 se realizó una Asamblea de Beneficiarios con la participación del 100% de los tenedores de CPs a los efectos de aprobar la cuarta modificación del Contrato de Fideicomiso. La modificación acordada refirió a un cambio puntual del mecanismo de distribución haciéndolo más flexible y por tanto se mejora la velocidad de distribución de la liquidez excedente.
- A diciembre de 2023 se presentó la tasación de los inmuebles en propiedad del fideicomiso, que correspondía a 328 apartamentos y 161 garajes/cocheras. El monto total de la tasación fue de 366,0 millones de unidades indexadas, equivalentes a 54,6 millones de dólares. Los valores de la tasación estaban apenas un 0,6% por debajo de los valores considerados en el escenario actual de ventas.

2.2. Hechos salientes del período

Se presenta a continuación un resumen de la situación de los arrendamientos al 28 de agosto de 2024

Cuadro 2.- Situación de los arrendamientos al 28 de agosto 2024			
Ingreso alquileres actual	mensual	en pesos	9.112.123
Ingreso alquileres actual	mensual	en dólares	225.844
Ingreso alquileres potencial	mensual	en pesos	9.431.987
Ingreso alquileres potencial	mensual	en dólares	233.772
Apartamentos alquilados		número	314
Apartamentos alquilados		porcentaje	97%
Garajes alquilados		número	150
Garajes alquilados		porcentaje	93%
Caprate s/stock total		porcentaje	6,2%
Caprate s/stock alquilado		porcentaje	6,0%

Fuente: El Administrador

- Con referencia a las ventas, se están ofreciendo unidades en todos los edificios, con principal foco en el público inversor, debido a que la mayoría de las unidades se encuentran alquiladas. Al 30 de junio de 2024, se habían concretado la venta de 47 apartamentos y 21 garajes.
- El *upside* bruto⁴ de las unidades vendidas viene siendo del 16,0% en UI o del 33,3% en dólares. La diferencia de rendimiento se explica por la desigual evolución de la Unidad Indexada y el dólar.
- El comité de vigilancia informa que el nivel de ocupación de las unidades, la tasa de morosidad del pago de los alquileres y el rendimiento bruto sobre el portafolio alquilado presenta una buena performance de gestión, sin embargo, los precios relativos de los inmuebles y los elevados costos fijos de funcionamiento están afectando la rentabilidad del Fideicomiso. En ese sentido recomienda: **(a)** aumentar el precio de las unidades de forma de que mejore el upside, **(b)** reducir los costos fijos y **(c)** extender el plazo del fideicomiso.
- El 20 de febrero del 2024 a pedido de los beneficiarios se aprobó la distribución de 42,5 millones de pesos, el 11 de abril se aprobó una por 5,8 millones de pesos y el 25 de junio se realizó una nueva distribución por 11,1 millones de pesos. Estas distribuciones, sumadas a las anteriores hacen un total acumulado al cierre del semestre de \$ 280,6 millones (aproximadamente UI 50 millones).

3. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- Informes trimestrales de Península Rentals Uruguay SRL, el último al 30/06/24.
- Informes trimestrales del comité de vigilancia, el último al 30/06/24.
- Estados Contables intermedios del Fiduciario al 30/06/2024.
- Estados Contables intermedios del Fideicomiso al 30/06/2024.
- Estados Contables de Península Rentals Uruguay SRL a 31/12/2023.
- Informes trimestrales del Fiduciario. El último al 30/06/24
- Encuesta periódica de Research Uruguay; "La demanda en el mercado inmobiliario"; Setiembre de 2024.
- "Informe Sectorial Inmobiliario sobre el Mercado de Viviendas"; Ec. Mayid Sáder y la Ec. Serrana Calvette. Setiembre de 2024.

⁴. Representa la diferencia entre el precio de venta y el costo de adquisición más mejoras.

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 emitidos: 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).

Monto Integrado: UI 361.814.005 (a la fecha).

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 al cierre intermedio del 30/06/2024 y su comparativo con cierres anteriores se presenta en los cuadros siguientes.

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

Concepto	30/6/2024	31/12/2023	31/12/2022
Activo	170.272	154.995	160.000
Activo Corriente	42.046	30.141	35.014
Activo no Corriente	128.226	124.854	124.986
Pasivo	145.696	130.795	137.112
Pasivo Corriente	35.953	23.879	28.271
Pasivo no Corriente	109.743	106.916	108.841
Patrimonio	24.576	24.200	22.888
Pasivo y Patrimonio	170.272	154.995	160.000
Razón Corriente	1,17	1,26	1,24

Fuente: EE.CC TMF

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

Concepto	30/6/2024	30/6/2023	31/12/2023
Ingresos operativos	18.447	18.916	35.903
Costo Servicios Prestados	(3.879)	(3.943)	(7.075)
Resultado Bruto	14.568	14.973	28.827
Gastos Administración y Vtas.	(7.716)	(6.440)	(16.290)
Resultado Operativo	6.852	8.533	12.537
Resultado Financiero	(4.034)	(5.629)	(7.342)
IRAE	(2.441)	(864)	(3.884)
Resultado del Periodo	377	2.041	1.312

Fuente: EE.CC TMF

Como se desprende de los cuadros precedentes, la firma mantiene patrimonio positivo. 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 cierre del primer semestre de 2024, TMF Uruguay AFISA mantiene la administración de varios fideicomisos financieros (tanto de oferta pública como privada) que operan en diversas áreas y varios fideicomisos de administración y garantía.

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 Kirchheimer⁵ 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 su ejecución.

En Uruguay, Península tiene como socio a Altius Group quien ha desarrollado los siguientes proyectos, entre otros: 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 oficiar como Administrador del Fideicomiso. En la actualidad es socio administrador, Carlos Mendive, mientras que son socios, sin administración: Dalega Holding LLC y Shela Levitin Safra.

Carlos Mendive y Josef Preschel, integran el Comité de Inversión y el primero de ellos 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 y figura clave. 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 28/7/2017, 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.

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.

⁵. Fallecido en enero 2021 por lo que su cuota parte en la sociedad pasó a su sucesión.

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 31/12/2023, último disponible, y de acuerdo a los mismos, nada hace suponer la eventualidad de algún riesgo en este sentido.

Fideicomiso

El Fideicomiso se constituyó mediante contrato celebrado el 3/01/2017 entre TMF Uruguay (la Fiduciaria) y los suscriptores iniciales de los valores (los Fideicomitentes). El BCU, según Comunicación 2017/1456 del 29/06/2017 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 28/07/2017 por UI 442.810.000 con un valor nominal de una UI cada uno. Las integraciones se han hecho en régimen de "Capital Calls".

La integración inicial se efectuó el 4/08/2017 con UI 3.113.005, marcando el punto de partida del Periodo de Inversión que era de dos años a partir de la primera integración, es decir, finalizó el 4/08/2019. Posteriormente este plazo fue prorrogado dos veces; el último de los cuales fue en el 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 hasta julio de 2026.

A partir del año 2018 se hicieron integraciones regularmente a medida que avanzaban los negocios. Al cierre del primer semestre de 2024 no se han producido nuevas emisiones por lo que se mantiene el mismo saldo acumulado ya informado en anteriores actualizaciones de algo más de UI 361.8 millones, la última de las cuales fue el 28/04/2022 por UI 28.5 millones. Esto representa casi el 82 % del total suscripto que fue de UI 442.8 millones.

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, aunque se recuerda que el periodo de inversión ya ha finalizado.

A continuación se informan resumidamente los estados de situación y resultados intermedios del Fideicomiso al 30/06/2024.

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

Concepto	30/6/2024	31/12/2023	31/12/2022
Activo	2.125.760	2.161.773	2.236.932
Activo Corriente	14.630	29.695	66.964
Activo no Corriente	2.111.130	2.132.078	2.169.967
Pasivo	104.999	116.498	132.925
Pasivo Corriente	2.865	1.951	15.776
Pasivo no Corriente	102.134	114.547	117.149
Patrimonio	2.020.761	2.045.275	2.104.007
Pasivo y Patrimonio	2.125.760	2.161.773	2.236.932
Razón Corriente	5,11	15,22	4,24

Fuente: EE.CC Fideicomiso Península

El patrimonio contable, según cuadro precedente, alcanza al cierre del semestre un valor de UI 333.6 millones, producto de convertir la cifra expresada en moneda nacional a la cotización de la UI que era en esa fecha de \$ 6,0574. Este valor es inferior a las emisiones recibidas hasta esa fecha que, se reitera, sumaron en total UI 361.8 millones, pero se recuerda que el Fideicomiso ya ha comenzado a distribuir utilidades a pedido de los beneficiarios, la última de las cuales ocurrió el 25/06/2024 por \$ 11.1 millones; esta distribución, sumada a las anteriores hacen un total acumulado al cierre del semestre de \$ 280.6 millones (aproximadamente UI 50 millones). De manera que compara razonablemente bien con los fondos recibidos.

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

Concepto	30/6/2024	30/6/2023	31/12/2023
Ingresos por arrendamiento	51.871	51.763	103.121
Resultado por venta de propiedad	1.964	3.185	994
Resultado por valuación de inv.	-	-	75.068
Otros ingresos	-	-	-
Total ingresos	53.835	54.947	179.183
Gastos operativos	(9.539)	(12.147)	(28.782)
Gastos de Administración	(21.116)	(20.417)	(35.751)
Resultados Operativos	23.181	22.384	114.650
Resultados Financieros	(506)	(1.167)	(1.574)
Resultados antes de IRAE	22.675	21.217	113.076
IRAE	12.211	21.906	2.492
Resultado del Periodo	34.886	43.123	115.568

Fuente: EE.CC Fideicomiso Península

La situación en la gestión de las inversiones se refleja claramente en el cuadro precedente a través de la cuenta de ingresos por arrendamiento. Esto se analiza con más detalle en otra sección de este Informe.

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. *Riesgo bajo.*

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

1. Bienes fideicomitidos y aspectos descriptivos del proyecto

Ya se le han entregado al fideicomiso la totalidad de las viviendas y los garajes adquiridos. El 97% de los apartamentos están alquilados, así como el 93% de los garajes. En paralelo, ya ha comenzado la etapa de venta y se han comercializado los primeros 47 apartamentos y 21 garajes.

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 la 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 junio de 2024, con los datos reales desde la emisión hasta esa fecha. Las proyecciones económicas se presentan por un período igual a la duración del Fideicomiso, o sea hasta julio de 2026.

Las tasas internas de retorno a las que se hace referencia en esta sección refieren en todos los casos a un inversor que adquirió los CPs en la emisión al valor par y se mantiene durante todo el período.

Los principales supuestos considerados, son los siguientes:

- **Escenario Actual de Venta.** Este escenario toma en cuenta los precios de lista a los que se están ofreciendo las unidades en venta. Este escenario arroja un caprate de 5,35% para el conjunto del stock de arrendamientos.
- **Escenario tasación.** Este escenario considera los valores que surgen de las tasaciones realizadas en diciembre de 2023 y se convierten a unidades indexadas, a las cotizaciones de junio de 2024, que resultan un 0,56% menores a los del escenario actual y tiene implícito un caprate del 5,38%.
- **Escenario fundamentos de la economía.** El operador construyó un tercer escenario sobre la base de un nivel de precios que se sustenta en los "fundamentos de la economía" según su criterio: margen bruto de los desarrolladores inmobiliarios, tipo de cambio real e ingreso mínimo que necesitan los hogares para adquirir una vivienda del valor promedio a través de un crédito hipotecario de plaza. En conjunto, estos precios son actualmente un 21% superiores a los del Escenario Actual de Venta, resultando en un caprate de 4,44% para el conjunto del portafolio.
- Tasa de ocupación: 96% una vez estabilizados
- 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 tiene en cuenta la información real hasta el momento y se asume que el stock disponible se vende en un plazo que se extiende hasta julio de 2026.
- Proyectos gravados de IRAE en la venta: 20% de IRAE por la diferencia entre precio de venta y precio de compra.

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 resultados se presentan en el cuadro siguiente:

Cuadro 7.- TIR del inversor en diversos escenarios		
Escenario	Caprate	TIR
Actual de ventas UI	5,4%	2,3%
Fundamentos UI	4,4%	5,6%
Actual de ventas USD	5,4%	7,9%

Fuente: El Administrador

Según el escenario que se utilice para la estimación de precios de venta, la TIR se ubica entre 2,3% y 5,6% en Unidades Indexadas.

En el caso del Escenario Actual de Venta, la TIR proyectada muestra una leve caída respecto a la actualización anterior, pasando de 3,2% a 2,3%. Esa reducción se explica en parte como consecuencia de una nueva caída del tipo de cambio real en el primer semestre del año (-1%).

En el escenario “fundamentos” se asume que los precios se ajustan en 2024 a los *fundamentos del mercado* (margen bruto de los desarrolladores inmobiliarios, tipo de cambio real e ingreso mínimo que necesitan los hogares para adquirir una vivienda de valor promedio a través de un crédito hipotecario de plaza), y en ese caso la TIR proyectada sería del 5,6%. Actualmente los precios actuales de venta en UI se ubican un 21% por debajo de ese nivel, lo cual en principio parece una diferencia difícil de absorber en el corto plazo.

Los supuestos realizados en las proyecciones son razonables en general a juicio de CARE. Sin embargo, para el caso concreto del escenario de fundamentos de la economía, es muy probable que en el corto plazo resulte difícil llevar los precios de los inmuebles a los niveles requeridos, por lo que muy probablemente el equilibrio se logre en un plazo mayor al proyectado. En este sentido, todo indica que la TIR finalmente se termine ubicando entre 2,3 y 5,6% en unidades indexadas, dependiendo de la mejora que se logre respecto de los precios de venta en UI.

El principal factor que está por detrás del deterioro de los indicadores de rentabilidad es la reducción de los precios de venta en unidades indexadas. El ratio USD/UI, considerando la cotización interbancaria, muestra una caída del

19% entre el 1 de enero de 2022 y el 30 de junio de 2024. Eso implica que, para alcanzar los objetivos en materia de rentabilidad del negocio, el precio de los inmuebles debería haberse ajustado más fuertemente al alza. Sin embargo, el mercado no se ajusta de manera automática a estas variaciones, con lo cual se presenta un dilema entre alcanzar los objetivos de rentabilidad y salir al mercado con precios competitivos.

Resulta evidente entonces, que las tasas de retorno esperadas han bajado y ello se debe casi exclusivamente al fortalecimiento del peso, que por otra parte estaría desalineado de sus fundamentos. Una clara constatación de esto, es que si se convierten los flujos de fondos del proyecto a dólares de acuerdo a la cotización de cada momento (de la UI y del dólar), la TIR del inversor en el caso del escenario actual de ventas sería del 8,4%, una tasa que sería aceptable en dólares corrientes, superando el costo de oportunidad del capital.

Considerando la situación actual de precios, el comité de Vigilancia *“recomienda; (i) aumentar el precio de la mercadería de forma de que el upside (precio de venta descontado comisiones – precio de compra más gastos notariales) sea el establecido en las planillas adjuntas al prospecto de emisión y (b) flexibilizar el período de desinversión”*. Propuesta que en principio resulta razonable.

Cabe esperar que estas proyecciones se pueden ir corrigiendo en el futuro, ya sea por el ajuste de los precios en UI a los “fundamentos del mercado”, por una corrección del tipo de cambio o seguramente por una combinación de ambos factores, en un plazo mayor.

3. Tasaciones

A diciembre de 2023 se presentó una tasación de los apartamentos, garajes y cocheras de los 8 proyectos del Fideicomiso. Esta tasación corresponde a los inmuebles en stock a esa fecha, que eran 328 apartamentos y 161 garajes/cocheras.

A continuación, se presentan los precios que surgen de la tasación realizada en diciembre de 2023 expresados en Unidades indexadas y dólares, y se comparan con los valores considerados en el escenario actual de ventas, y con los que corresponderían a los fundamentos del mercado; en todos los casos a diciembre de 2023.

Cuadro 8.- Valor total de los inmuebles según escenario

Escenario	Miles de Dólares	Miles de UI	Valor Índice
Actual de ventas	54.933	368.162	100,0
Tasaciones 2023	54.616	366.036	99,4
Fundamentos de Mercado	64.107	429.645	116,7

Fuente: El Administrador

Nota: Inmuebles al 31 de diciembre de 2023 (328 apartamentos y 161 garajes)

Los precios de tasación son, para el conjunto de inmuebles apenas un 0,6% inferiores a los que se asumen en el escenario actual de mercado y estarían aproximadamente un 17% por debajo de los “fundamentos de mercado” (a diciembre 2023).

4. Nueva estimación del costo de oportunidad del capital

Una forma de evaluar si una TIR es atractiva o no, es compararla con el costo de oportunidad del capital propio, ya que es la tasa que le pone un piso a la rentabilidad esperada de un proyecto y es el indicador clave para descontar los flujos de fondos esperados.

Para estimar el costo de oportunidad del capital, CARE utiliza el modelo de valoración CAPM (Capital Asset Pricing Model)⁶, que relaciona la tasa libre de riesgo, la prima de riesgo del mercado y la prima de riesgo asignado al sistema de producción específico, en este caso la construcción de viviendas. Para evitar variaciones bruscas en la tasa, y tener una visión de mediano plazo, se consideraron valores promedios de los últimos 5 años en todas las variables. Para considerar el riesgo sistémico se utiliza el "beta"⁷ promedio de empresas de construcción de viviendas en mercados emergentes, el cual se ubica en 1,21, lo que indica que la inversión en la actividad tiene un mayor riesgo y variabilidad que el promedio de todas las actividades en ese mercado. Para la tasa libre de riesgo se considera el rendimiento de los Treasury Bonds a 10 años de EEUU (2,30%), para el riesgo país (índice UBI) se consideraron 115 puntos básicos⁸ y para la prima de riesgo del mercado accionario se consideró 4,68%.

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 6,33%. En la coyuntura actual, la tasa libre de riesgo es mayor al promedio de los últimos 5 años, pero en contrapartida el riesgo país es menor al período considerado. En consecuencia, si se aplican los valores actuales, el costo de oportunidad del capital sería menor (5,57%).

Esta estimación corresponde a una tasa en dólares americanos y dicho valor suele compararse con la TIR del proyecto, siempre que ambos datos estuvieran estimados en la misma moneda, lo que en este caso no es así. La TIR estimada está en Unidades Indexadas, mientras que el costo de oportunidad está calculado en dólares nominales, por lo que ambas tasas no son estrictamente comparables, por lo que se presentan meramente a título de referencia.

Otros indicadores con los que podría compararse la TIR esperada del Fideicomiso podrían ser las curvas de rendimiento, que serían opciones posibles de inversión ya que están estimadas para el caso del Uruguay. En la actualidad la curva en UI (CUI) a 10 años se ubica en 3,38%, y también está por encima de la TIR esperada (al menos en el escenario actual de precios).

Para el caso de la TIR estimada en el escenario de fundamentos de la economía, en caso de lograrse, estaría por encima de la CUI; y si se considera la TIR en dólares, ésta estaría por encima de ambas comparaciones, incluso para el escenario actual.

Si bien estas comparaciones no deben tomarse en sentido estricto, constituyen una referencia que – entre otras- ayuda a conformar un juicio acerca de la inversión.

⁶ El modelo de valoración de activos financieros, denominado en inglés Capital Asset Pricing Model (CAPM) es un modelo utilizado para calcular la rentabilidad que un inversor debe exigir al realizar un inversión en un activo financiero, en función del riesgo que está asumiendo

⁷ Valor proporcionado por Damodaran.

⁸ El promedio de 5 años, actualmente el riesgo país está en el entorno de los 80 puntos básicos.

⁹ Curva Spot de Rendimientos de Títulos Soberanos Uruguayos emitidos en moneda nacional indexada a la inflación o en dólares, según sea el caso

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 logrado en la concreción los alquileres y el inicio de la etapa de desinversión, se considera que existe un riesgo moderado y posible de ser controlado a tiempo de generación de los flujos. *Riesgo bajo*

Riesgo de descalce de monedas. Los ingresos y egresos más relevantes están previstos en la misma moneda. Sin embargo, al estar los activos valorados en una moneda diferente al de la emisión, variaciones bruscas en la evolución del dólar y de la unidad indexada podrían tener efectos no deseados en el flujo de fondos, como ha ocurrido en los últimos años. Sin embargo en lo que resta del plazo es probable que no se acentúe, y si ocurriera siempre existe la posibilidad de alargar los plazos. *Este riesgo por tanto es bajo.*

V. EL ENTORNO

El análisis de entorno macro y sectorial tiene como objetivo evaluar los factores futuros que puedan incidir en la generación de los flujos propuestos por el proyecto. Estos factores, por su naturaleza exógena, refieren al marco general de funcionamiento, en el cual se enmarca el 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 inciden 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 calificadoradora con base en el mercado inmobiliario. Estos informes, listados al inicio, son la base de la información utilizada en este análisis, la cual se complementa con información relevante de carácter público y otra de carácter privado 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.

1. Entorno macroeconómico nacional e internacional

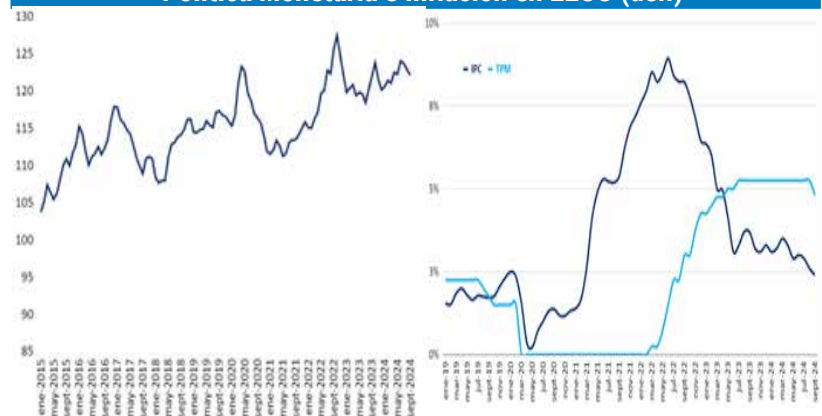
Luego de la pandemia de 2020-2021 y sus efectos económicos y financieros, la economía global rebotó y emergieron brotes inflacionarios producto de las políticas fiscales y monetarias expansivas desplegadas en respuesta a la crisis sanitaria global. En 2023, la economía global creció levemente en torno a 3,3% y se espera un crecimiento levemente menor durante 2024-25 según las últimas estimaciones del World Economic Outlook del FMI.

En particular, el desempeño de Estados Unidos ha sido más sólido de lo esperado, configurando un escenario de menor preocupación por la actividad y mayor preocupación por la reducción de la inflación. En este sentido, las autoridades ya han comenzado el proceso de moderación de las tasas de interés y se espera continúen en los próximos meses. De esta forma las tasas de interés comienzan a reducirse, quitando sostén al dólar que se ha depreciado a nivel global en los últimos meses, configurando un escenario algo más benévolo a nivel financiero y generando cierto soporte a las materias primas, que además se encuentran vinculadas a otros eventos como los conflictos en Europa del Este y Medio Oriente y a factores idiosincráticos del balance oferta y demanda en particular en los agrícolas. En este sentido si bien los commodities no tendrían un impulso significativo por factores financieros, si han detenido la moderación observada desde hace varios meses.

A lo anterior se agregan dos novedades a nivel global que afectan el balance de riesgos. Por un lado, la escalada del conflicto en Medio Oriente podría configurar un escenario negativo de aumento de incertidumbre global, en especial en la medida que el conflicto involucra a nuevas naciones y se extiende geográficamente con el involucramiento del Líbano e Irán. Por otro

lado, China ha anunciado una serie de estímulos monetarios, y en menor medida fiscales al momento, que tienen como objetivo que la economía retome un crecimiento de 5% en el corto plazo. Este evento podría configurar una mejora de la demanda global, acompañado con un mayor dinamismo de la economía de China, aunque aún este escenario no se ha consolidado. De esta forma, el escenario financiero global se torna algo más favorable para las economías en desarrollo, dado la moderación de las tasas de interés en Estados Unidos que debilita el dólar e impulsa a los commodities en el margen. Este escenario es mejor que el observado durante 2023 y principios de 2024.

Gráficos 1 y 2 – Dólar index (izq, ene 2006=100=.) y Tasa de Política Monetaria e Inflación en EEUU (der.)

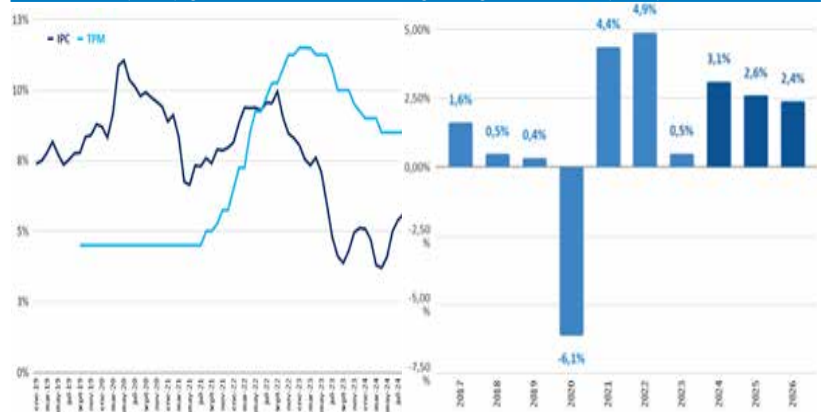


Fuente: Fred St Louis.

Al igual que en informes anteriores, el impacto del ciclo financiero global sobre el mercado doméstico se mantiene reducido y el dólar en Uruguay se ha movido de forma opuesta al mercado global, en particular por factores idiosincráticos vinculados a la entrada de capitales por el proceso de inversión real y el desempeño del sector externo, pero también y de forma más reciente a algunos eventos de risk off vinculados a factores de incertidumbre política sobre el plebiscito por la Reforma de la Seguridad Social. Más allá de lo anterior, en términos tendenciales el dólar se ha mantenido estable durante 2023-24 lo que implicó una apreciación real significativa del peso uruguayo. En 2023, a nivel de fundamentos, el ingreso de IED ha tenido un importante efecto en el Saldo de Financiamiento Externo. Es importante resaltar que el desempeño de la IED estuvo estrechamente vinculado a las obras de infraestructura y la instalación de la tercera planta de celulosa en el centro del país, pero también por el ingreso de capitales con otros destinos, entre los que se encuentra el mercado inmobiliario. Más recientemente, en setiembre y octubre el dólar tuvo un salto nominal en Uruguay (a contrapelo del movimiento global) producto de los riesgos asociados al plebiscito de la reforma de la Seguridad Social, que generó la salida de algunos fondos de inversión que estaban posicionados en títulos en moneda local. Si bien esto no fue un fenómeno generalizado, constituyó un cambio respecto al desempeño previo y fue una muestra de los potenciales efectos que podía tener la aprobación de este plebiscito, lo que finalmente no ocurrió.

En línea con lo anterior, la estabilidad del dólar también ha contribuido a que la inflación se ubique dentro del rango meta definido por las autoridades monetarias y se espera continúe en este nivel durante 2024 hasta entrado 2026 lo que constituye una fortaleza para el proceso de desinflación, reduciendo las expectativas de los agentes. Esto podría implicar que la política monetaria podría tener cierto margen para bajar tasas de interés. Este escenario implica que la inflación en dólares continuará siendo elevada, lo cual genera oportunidades y desafíos para el sector inmobiliario, en particular la vivienda. En el primero, la inflación en dólares genera un mayor poder adquisitivo para los hogares, impulsando el consumo privado. El año pasado el consumo privado tuvo un muy buen desempeño, y se espera un año aún mejor en 2024. Esto también ha sido uno de los principales drivers del mercado inmobiliario. En cuanto a los desafíos, la contracción de la inflación en dólares es un encarecimiento relativo de los costos de producción, en especial en sectores que tienen costos en pesos e ingresos en dólares. Esto viene erosionando los márgenes de producción en el sector inmobiliario, y es la tónica de los nuevos desarrollos en la producción inmobiliaria.

Gráficos 3 y 4 – Tasa de Política Monetaria e Inflación en Uruguay (izq.) y Evolución del PIB y proyecciones (der.)

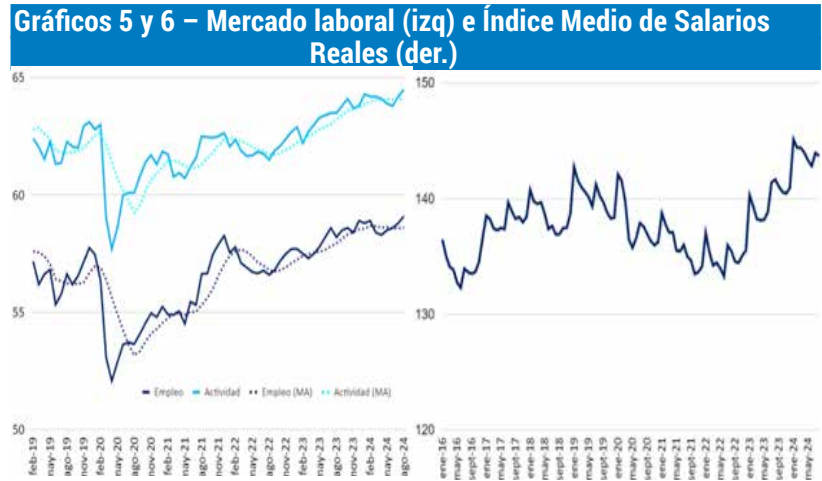


Fuente: INE y BCU

En cuanto a la actividad económica, el 2023 cerró con un crecimiento casi nulo, producto del enlentecimiento de la actividad, una base de comparación alta producto de las etapas finales de la instalación de la tercer planta de celulosa y algunos shocks puntuales (sequía, parada de la refinera de Ancap). Este desempeño tiene cierta heterogeneidad al interior. Mientras el consumo de los hogares tuvo un excelente desempeño dado la solidez del mercado laboral, el aumento de los salarios y la apreciación real del peso; el sector exportador experimentó un escenario negativo producto de la sequía y la baja en los precios de los commodities. En 2024, se espera un repunte de la actividad con un crecimiento de 3%, producto de la reversión de los shocks puntuales mencionados previamente. En este crecimiento, el consumo privado seguirá teniendo un rol clave, en tanto sus fundamentos se mantienen sólidos. A nivel sectorial, el agro retomaría la senda de crecimiento en comparación interanual al diluirse los efectos de la sequía del 2023.

En lo que refiere al mercado laboral, si bien la economía casi no creció en 2023, el mercado de trabajo continuó evidenciando señales positivas. En este sentido, durante 2023, se han creado 40 mil puestos de trabajo de acuerdo a lo publicado por el INE y se crearían en torno a 100 mil puestos

desde el comienzo de este período de Gobierno. A nivel salarial, los salarios reales tuvieron un importante crecimiento durante 2023-2024, producto del incremento nominal que aún recoge cierto rezago post-pandemia y vinculado a la moderación inflacionaria. Todo lo anterior configura un escenario positivo para los ingresos de los hogares.



Fuente: INE

2. 2. Mercado inmobiliario de vivienda

2.2.1. Breve contexto histórico

El sector inmobiliario representa aproximadamente el 12% 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 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), más moderada, 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 en 2018 producto de una coyuntura regional adversa, en la que el mercado inmobiliario en Uruguay recibe el shock negativo de la devaluación en Argentina

2.2.2. Evolución reciente y perspectivas

La irrupción de la pandemia y sus efectos globales trajeron aparejado un importante incremento de la incertidumbre a nivel internacional y nacional que limitaron el dinamismo del sector inmobiliario. Desde entonces, el sector ha evidenciado **una importante mejoría con un relanzamiento del sector, el aumento de la transaccionalidad y aumentos de la demanda apalancados en la recuperación de los ingresos de los hogares, el aumento del crédito y el fortalecimiento del peso uruguayo y algunos cambios normativos. Esto implica un abaratamiento relativo de la vivienda en dólares.** Este escenario de mejora del lado de la demanda, trajo aparejado una reducción de los márgenes del lado de la oferta de los nuevos emprendimientos inmobiliarios y la necesidad de moderar el impacto de la inflación en dólares en los esquemas de costos de los nuevos desarrollos inmobiliarios. En lo que sigue de esta sección se aborda el análisis del mercado inmobiliario, con especial foco en el mercado de vivienda.

i. Oferta de vivienda

En términos generales, 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. También es importante destacar que se trata de un mercado segmentado, con productos diferenciados a distintos públicos y zonas, por lo que es posible que las características promedio del stock de viviendas no se mantengan en las distintas zonas, para distintos estratos de hogares, etc. Esto determina que las condiciones generales representan un marco de evaluación de los proyectos, pero se deben considerar las particularidades de los proyectos inmobiliarios a la hora de evaluar su desempeño y perspectivas.

El stock de viviendas existente 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 (hoy Vivienda Promovida), 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. El resultado de esto ha sido el desarrollo de áreas que previamente tenían un menor atractivo relativo, como el Centro, La Blanqueada, Palermo y Barrio Sur, entre otras. Lo mismo ha venido ocurriendo incluso fuera de Montevideo, con el reciente desarrollo de Canelones.

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 de 2020-2022 habrían dado un nuevo impulso a algunos proyectos, en especial generando mayores beneficios y quitando los topes de precio de venta. **Esto último reimpulsó la construcción de vivienda promovida con casi 800 nuevos proyectos y más de 20 mil viviendas nuevas sujetas a esta Ley.**

En lo que respecta a la nueva oferta edilicia, las tipologías construidas refieren a torres de tipo mediana con ascensor y torre suntuaria según la nomenclatura utilizada por el INE; desplazando a las torres económicas. Análogamente, se observa un cambio estructural en lo que refiere a una reducción en el tamaño de las viviendas en construcción en general y en el número de dormitorios por vivienda. Esta reducción del tamaño de las viviendas y de los dormitorios por vivienda, responde al ajuste de la oferta edilicia respecto a las nuevas tendencias demográficas que implican menos habitantes por hogar.

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 permitido reactivar el desarrollo, mejorando el nivel de retorno esperado de los proyectos inmobiliarios y por tanto alentado la creación de nuevos proyectos edilicios. **En efecto, de acuerdo a información de la ANV se aprecia un aumento de proyectos promovidos desde el año 2021, con aproximadamente 180 proyectos nuevos por año hasta 2023. Con información a junio de 2024 se cuenta con más de 130 proyectos promovidos, señal de que este fenómeno se mantiene en términos generales. Es importante señalar que los cambios introducidos en 2020 también han permitido dinamizar esto fuera de Montevideo. También es importante resaltar que el aumento de la oferta de vivienda habría actuado en favor de la baja de los alquileres en términos tendenciales en los últimos años.**

ii. Demanda por consumo e inversión

Los activos inmobiliarios cumplen con un rol dual, por un lado constituyen un bien de uso que permite obtener “servicios de vivienda”, por otro 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. Los primeros se refieren principalmente al crecimiento de la población, las preferencias familiares y otros elementos de decisión 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. Como es habitual, en lo que sigue se profundiza en cada tipo de demanda.

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

ii.i.i. Factores Sociales

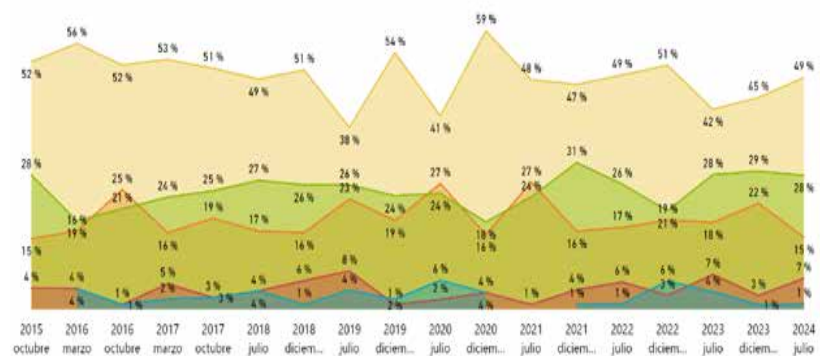
En Uruguay, el crecimiento de la población ha sido muy reducido en los últimos 50 años y no se esperan modificaciones según las estimaciones de población del INE. Es destacable la tendencia decreciente que muestra las tasas de natalidad y la leve tendencia ascendente de la mortalidad en tanto la población total tiende a envejecer. Esto determina que hacia fines de la década del 2040 la población tendería a reducirse. Si bien en los últimos años Uruguay ha recibido cierto flujo migratorio, cambiando la tónica de los primeros años del siglo XXI¹⁰, este fenómeno es de escasa magnitud para revertir lo anterior. De todas formas, este proceso podría presionar la demanda de cierto tipo de inmuebles, en especial en el mercado de arrendamientos, aunque no es necesariamente un fenómeno que se observe a nivel agregado.

¹⁰. Según los últimos datos publicados por la ONU en Uruguay, casi un 2,4% de la población es inmigrante

A su vez, existen otras dinámicas estructurales propias 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 impactado directamente en el mercado de la vivienda, vía la 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.

Más allá de lo anterior, para entender el perfil de la demanda, CARE contrata a Research Uruguay, que genera una encuesta semestral recurrente que se realiza sistemáticamente desde 2015 y acumula más de 18 ediciones. De acuerdo a esta encuesta casi 70% de los encuestados buscan viviendas de dos o menos dormitorios manteniéndose relativamente estable respecto a ediciones anteriores.

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

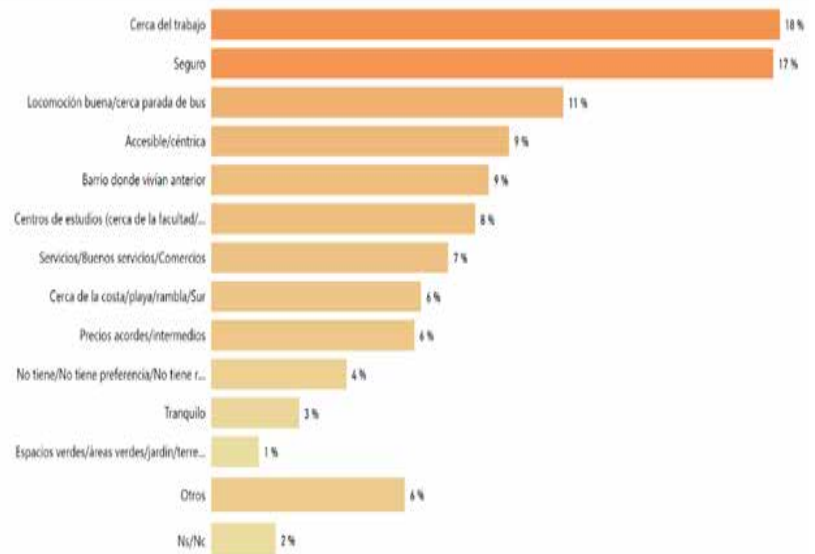


Fuente: Research Uruguay

Los principales atributos a la hora de elegir una vivienda refieren a la ubicación y el entorno: con buena locomoción y seguridad, próximo del trabajo y en una zona céntrica. **Todos estos son amenities vinculados al entorno geográfico de la vivienda y no se modifican en relación a las últimas olas de esta encuesta.**

La existencia de garaje no surge como un atributo indispensable entre los encuestados, aunque gana peso en las decisiones futuras de compra "dentro de 2 años". La configuración de barrios más demandados también se mantiene respecto a ediciones previas de la encuesta siendo los ejes de Pocitos y Centro los principales. Sin embargo también sigue vigente la preferencia por el eje costero hacia el este: Canelones/Ciudad de la Costa y Pinar.

Gráfico 8 - Principales requisitos de la vivienda buscada en los últimos tres meses



Fuente: Research Uruguay

En cuanto al financiamiento, si bien el ahorro previo continúa siendo la principal fuente de fondos para aquellos que buscan comprar una vivienda, el financiamiento de bancos privados o BHU emerge como una alternativa de forma más frecuente entre los encuestados. En este sentido si bien la penetración del crédito hipotecario es reducida en Uruguay, este ha venido incrementándose en los últimos años como fue destacado en informes anteriores y los bancos se muestran más activos en este segmento de financiamiento.

Por último, la encuesta de Research incorpora indicadores de precios a través del Price Sensivity Model que permite aproximar el precio óptimo de acuerdo a las opiniones de los entrevistados. Este relevamiento, de carácter subjetivo, permite tener una orientación de referencia general de los demandantes y generar una referencia de precios sobre las preferencias de los hogares. En este sentido, el ejercicio releva tanto precios de compraventa como de alquileres, identificando distintos umbrales de acuerdo a las preferencias individuales. Más allá de los valores individuales de compraventa y alquileres, es importante señalar que las referencias de Cap Rate entre estos se ubican en torno al 6% a mediados de 2024..

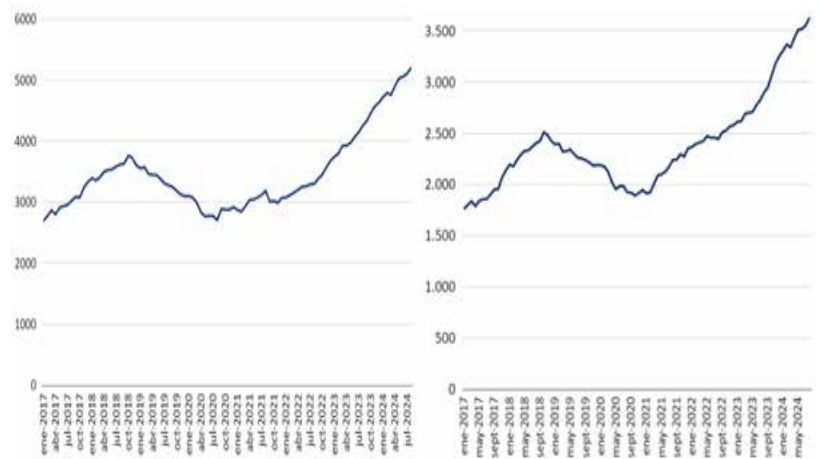
ii.i.ii. Factores Económicos

Por una parte, el ingreso de los hogares, uno de los determinantes más importantes de la demanda de vivienda por motivo de consumo, presentó una caída en 2020 y 2021 producto de la crisis sanitaria y económica, como fue comentado previamente. Esta caída fue dual, vinculada a menores salarios y el deterioro del mercado laboral durante la pandemia. Este fenómeno se revirtió sobre finales de 2021 y se evidencia una mejora sostenida en los últimos años como se comentó en la primera sección de este capítulo. En este sentido, los ingresos de los hogares crecen tendencialmente, y se benefician de la apreciación del peso, impactando positivamente sobre la compra de bienes durables (automóviles, inmuebles, entre otros). Esto también se ve

reflejado en indicadores cualitativos de sentimiento como las expectativas de los consumidores que se encuentran en zona de optimismo según el último relevamiento realizado por la Universidad Católica.

El aumento de los ingresos de los hogares, sumado a la apreciación real del peso, conjugaron un escenario interno favorable para la demanda de inmuebles. A su vez, las favorables condiciones financieras a nivel local y las agresivas campañas llevadas adelante por algunas instituciones financieras trajeron aparejado una reducción en el costo de los créditos hipotecarios que derivó en un importante aumento en la cantidad de operaciones realizadas y su monto total. La cantidad de operaciones nuevas de crédito a enero de 2024 creció 22% en términos interanuales. En tanto, el monto total operado ha crecido por encima del 25%. Ambos incrementos ratifican el dinamismo del crédito hipotecario, en un contexto favorable para estas operaciones. En cuanto al costo de los créditos nuevos, las tasas de interés en UI se ubican en torno a 4,7% promedio durante este año.

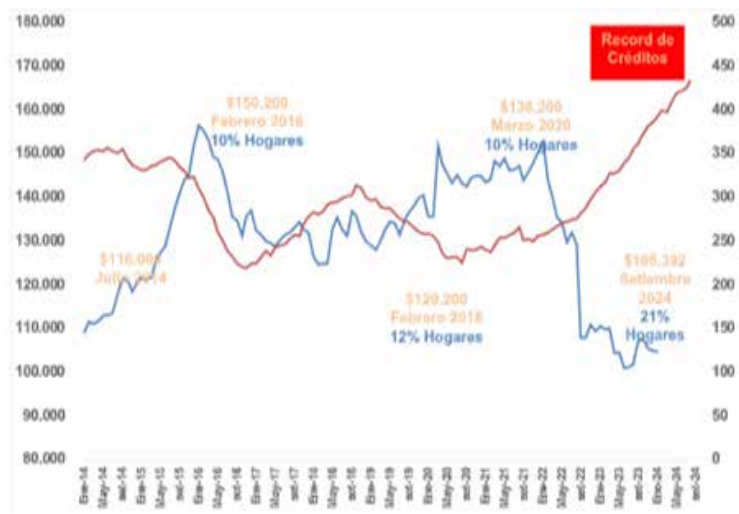
Gráfico 9 y 10 – Créditos hipotecarios en UI
Cantidad de nuevas operaciones (izq.) y Monto (en millones de UI; der.)



Fuente: BCU

Las condiciones de los créditos hipotecarios han continuado mejorando, lo que apuntala su desempeño reciente. No obstante, la penetración del crédito continúa siendo reducida aunque ha aumentado marginalmente. En este sentido, los hogares enfrentan restricciones de acceso al crédito que refieren al ahorro previo y al nivel de ingresos mensuales líquidos necesarios. Si bien estas condiciones han mejorado y cada vez más hogares podrían ser sujetos de crédito, de acuerdo a Sader & Calvete, solo un quinto de los hogares uruguayos cumplen con las condiciones de ingresos necesarios para acceder a un crédito hipotecario. Este indicador busca aproximar y medir sistemáticamente cambios en el acceso, y si bien denota una mejora en el acceso desde mediados de 2022, aún existe una porción mayoritaria de los hogares que no tiene posibilidades de acceso al crédito hipotecario.

Gráfico 11 - Ingreso promedio del hogar para acceder a un crédito hipotecario



Fuente: Sáder & Calvete (setiembre 2024).

Al comparar este indicador con los resultados de la encuesta de Research, se aprecia un desencuentro de expectativas, en tanto aproximadamente la mitad de los encuestados piensa financiar la compra con un crédito. Adicionalmente, se debe considerar que la coyuntura económica es favorable para el desarrollo del crédito hipotecario. Por una parte, el peso uruguayo ha registrado una importante apreciación respecto al dólar durante los últimos años, aumentando los ingresos de los hogares medidos en dólares. En tanto los precios de los inmuebles exhiban cierta rigidez, este fenómeno reduce el monto a financiar.

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

La demanda de inmuebles por motivo de inversión está estrechamente vinculada al costo de oportunidad del capital, es decir el rendimiento de usos alternativos determinado por las tasas de interés reales (tanto locales como extranjeras) y los flujos de capital. Desde la crisis del Covid las tasas de interés se incrementaron producto del combate a la inflación a nivel global, elevando el costo de oportunidad de invertir en inmuebles respecto a la inversión en otros activos, particularmente financieros. Sin embargo, como fue comentado al inicio de esta sección este fenómeno comienza a revertirse con el abaratamiento del costo del dinero en Estados Unidos que ha comenzado a expandir su política monetaria nuevamente. No obstante, se espera una reducción gradual de las tasas a nivel global, favoreciendo a la inversión inmobiliaria en el futuro próximo.

A pesar de ello, y en contraposición al mundo, en el mercado local el peso uruguayo continuó fortaleciéndose respecto al dólar estadounidense, lo que permitió recuperar parcialmente el poder adquisitivo de las familias en moneda extranjera. Este fenómeno habría sido explicado por dos factores, uno de carácter real vinculado a la fortaleza del sector externo, en especial la IED, y otro financiero vinculado a las tasas de interés de los instrumentos locales.

La encuesta realizada por Research Uruguay indaga sobre la demanda para inversión y se aprecia una tendencia creciente entre los encuestados en la búsqueda de inmuebles para invertir, tanto entre quienes buscaron como entre quienes piensan hacerlo en el futuro. Del mismo modo, se aprecia una mayor preferencia por los activos inmobiliarios en el portafolio de los encuestados.

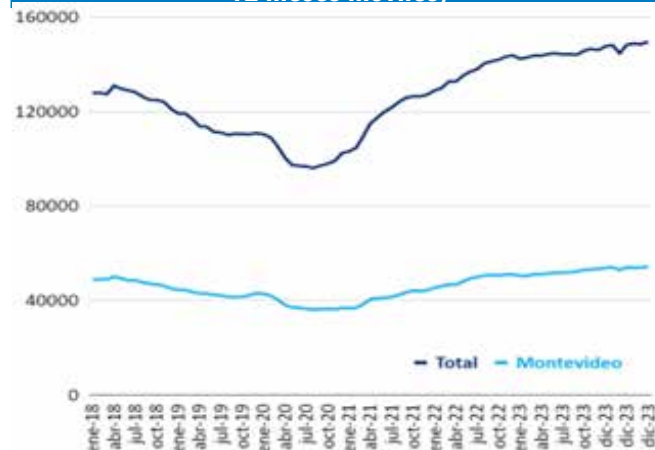
iii. Evolución reciente del mercado de compraventas y alquileres

iii.i. Evolución general de las operaciones

La información oficial del mercado de compraventas generalmente es incompleta y carece de la oportunidad adecuada para poder conocer la realidad del mercado inmobiliario de forma conveniente. Es por eso que debe ser complementada con fuentes secundarias o indicadores indirectos. Por ejemplo, la recaudación del Impuesto a las Transacciones Patrimoniales (ITP) y las operaciones de Créditos Hipotecarios, las Inscripciones de Compraventa, los permisos de construcción, entre otros. **Tal como ha ocurrido en las últimas actualizaciones de este informe, el comportamiento de estos indicadores continúa evidenciando la fortaleza del mercado inmobiliario, al menos desde el punto de vista de la transaccionalidad en el sector.**

En este sentido, la información publicada por el INE en base a la Dirección Nacional de Registro señala que hasta julio de 2024, las inscripciones de compraventa crecieron casi 4% para el total del país, y casi 5% para Montevideo respecto al año cerrado a julio 2023. Esto confirma que los indicadores de compraventa mantienen el crecimiento, ratificando el desempeño del mercado inmobiliario.

Gráficos 12 – Inscripciones de inmuebles en Compraventa (Altas - 12 meses móviles)



Fuente: INE en base a DNR y MEF

Por su parte, la recaudación del Impuesto a las Transmisiones Patrimoniales mantiene una relativa estabilidad en los últimos meses, con una leve reducción en torno al 1% a agosto 2024, respecto a un año atrás. Igualmente debe notarse que el ITP recoge la transaccionalidad del mercado inmobiliario en sentido amplio, abarcando transacciones de compraventa por fuera del rubro de la vivienda (campos, terrenos, herencias, entre otros). Por otro lado, se debe

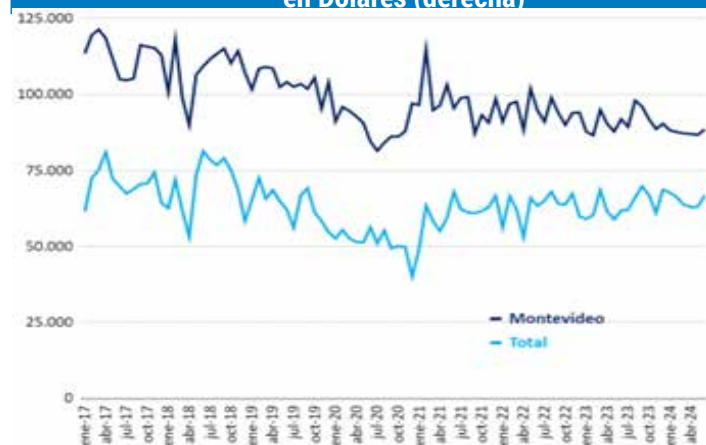
señalar que la Vivienda Promovida está exenta de este impuesto en su primera operación y justamente este tipo de proyectos está teniendo un dinamismo relevante para el mercado, por lo que estas operaciones no quedan recogidas en el ITP.

Otros indicadores indirectos también sugieren un mercado inmobiliario firme en los últimos meses con perspectivas optimistas. Por un lado, los permisos de construcción continúan creciendo, al tiempo que los cotizantes al BPS en el sector de la construcción, si bien se han desacelerado, mantienen un leve crecimiento. Este último indicador pauta la demanda de mano de obra en el sector que provee servicios habitacionales aunque no solo refiere a la vivienda sino a todo tipo de obra de construcción. Por último, del lado de los hogares, las expectativas del consumidor se mantienen en zona positiva, de acuerdo al indicador de Confianza de Consumidor elaborado por la UCU, destacando la mejora en la predisposición de compra de bienes durables.

iii.ii. Evolución general de los precios

Recientemente el Instituto Nacional de Estadística comenzó a publicar información sobre precios de transacciones de compraventa y contratos de alquiler en base a información de la Dirección Nacional de Registros. Respecto a las compraventas de inmuebles, la información del INE muestra cierta estabilidad en los precios en dólares en Montevideo, y cierta tendencia creciente en el resto del país lo que denota cambios en la composición de las compraventas por zona, siendo Montevideo el departamento que más se ha beneficiado del régimen de Vivienda Promovida, más que cambios en la valorización relativa por geografía.

Gráfico 13 – Mediana del Precio de Transacciones de Compraventa en Dólares (derecha)



Fuente: INE en base a DNR

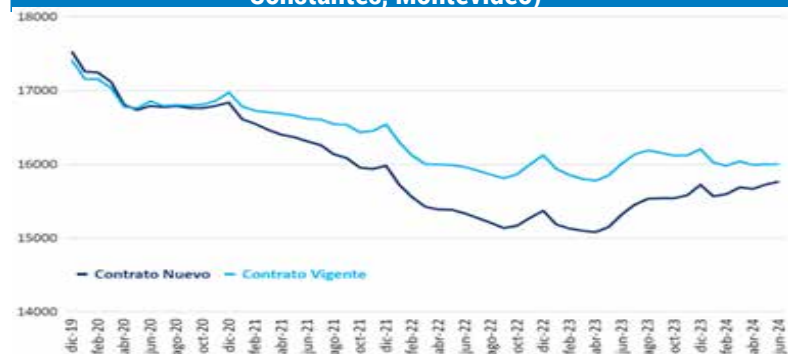
Más allá de lo anterior, esta información se encuentra en línea con la información provista por Sader y Calvete: el precio de oferta por metro cuadrado de vivienda expresado en dólares se encuentra estable, mientras que el precio medido en UI tiende a reducirse dado la apreciación del peso. De todas formas el fenómeno de inflación en dólares que favorece la transaccionalidad pero incrementa los costos de producción, podría impactar

en el precio de los inmuebles en el corto plazo. En particular, para las obras nuevas, este fenómeno podría llevar a revisar las listas de precios que se están produciendo (o se desarrollarán en el futuro) dado el incremento de los costos de producción.

Como ya se comentó en profundidad en la Sección IV, la reducción de los precios de los inmuebles en unidades indexadas ha sido uno de los principales factores que ha erosionado la rentabilidad de este Fideicomiso en particular.

Respecto a los contratos de alquiler, se evidencia un aumento anual en pesos nominales de entre 8% y 5% para los contratos nuevos y vigentes, respectivamente de acuerdo a la información a junio de 2024. Esto implica un crecimiento real de entre 3 y 0%, según el tipo de contrato. Esto confirma la moderación de los precios de los alquileres, y que estos han actuado como un elemento clave del mercado inmobiliario en los últimos años, recogiendo además el impacto de la nueva oferta inmobiliaria en Montevideo. En este sentido, si bien no existe información sobre un efecto causal de la vivienda Promovida hacia el precio de los alquileres, la mayor oferta en particular en Montevideo y concentrada en algunos barrios, coincide con la moderación de los alquileres tanto a nivel temporal como geográfico, lo que podría indicar un efecto positivo en el acceso a los arrendamientos por parte de los hogares en los últimos años.

Gráfico 14 – Precio Promedio de Contratos de Alquiler (Pesos Constantes, Montevideo)



Fuente: INE en base a DNR

iii.iii. Consideraciones finales sobre el mercado de vivienda

No se esperan cambios significativos en el contexto macroeconómico que afecten al mercado inmobiliario de forma negativa. Por el contrario, el entorno económico es favorable para la demanda de inmuebles, en tanto se profundiza el proceso de mejora del ingreso de los hogares, reforzado por la acumulación de inflación en dólares. Esto, a su vez, se beneficia de un aumento en los créditos hipotecarios y mejores condiciones de acceso por parte de los hogares.

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.

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 actual 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 alentador para mejorar el nivel de retorno esperado de los proyectos inmobiliarios, con impacto positivo en la generación de nuevos 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.

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. El "Plan Entre Todos" del Ministerio de Vivienda y la Agencia Nacional de Vivienda (ANV) con créditos correspondientes a las partidas presupuestales destinadas a subsidios habitacionales de capital (Contribuciones Económicas No Reembolsables) regulada por los artículos 465 y 466 de la Ley 19.924 (y modificativas) y por el artículo 14 del Decreto Reglamentario 59/022 de 7 de febrero de 2022 configuran una nueva línea de acción política para que algunos sectores que hoy no acceden al mercado inmobiliarios, puedan acceder a la vivienda como propietarios.

Por último, a nivel municipal los anuncios de la Intendencia Municipal de Montevideo en pro del desarrollo urbano y en lo que refiere a una mayor flexibilidad en aprobar alturas en algunas de las arterias de la ciudad, aumentan las expectativas a los desarrolladores y constructoras¹¹.

Para la institucionalidad del sector se vislumbra un riesgo que es relevante mencionar, y refiere a que algunos partidos políticos comienzan a anunciar potenciales revisiones a los esquemas de exoneración tributaria vigentes a nivel general, en tanto sostienen que el Gasto tributario requiere revisiones para poder atender otras necesidades sociales. Si bien estas propuestas aún no han sido desglosadas, la Vivienda Promovida, los regímenes Comap y otros

¹¹ . La intendencia presentó el programa "Montevideo más cerca: más altura de la edificación en avenidas", que estimula el desarrollo urbano sustentable, la inversión y la creación de empleo (<https://montevideo.gub.uy/noticias/urbanismo-y-obras/montevideo-mas-cerca-mas-altura-de-la-edificacion-en-avenidas>)

esquemas sectoriales específicos podrían ser sujetos de revisión ante un cambio en la administración.

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. El mercado inmobiliario ha mostrado un buen desempeño y la situación de empleo, ingresos y acceso al crédito de los hogares es propicia para su desarrollo; no obstante existen riesgos sobre la rentabilidad de los emprendimientos por la inflación en dólares que redundan en cierto aumento de precios. El escenario global se torna algo más favorable para la inversión en inmuebles. Por otra parte, la extensión de los plazos, manteniendo los inmuebles alquilados, permitiría contar con más chances de éxito, de registrarse contratiempos tanto en el sector como en la economía en su conjunto. *Se considera un nivel de Riesgo medio/bajo.*

El riesgo de políticas públicas. Es reducido ya que la política hacia el sector ha sido apoyada por todos los sectores políticos y tienden a flexibilizar las condiciones de acceso. En especial, los cambios en la Ley de Vivienda Promovida operan como un elemento dinamizador del sector vivienda. No obstante, el resultado de las elecciones presidenciales podría implicar revisiones a los esquemas de exoneraciones tributarias a nivel general, pudiendo afectar al sector inmobiliario. *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 .uy¹² de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor. Grado de inversión mínimo.

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrián Tambler

¹². **CATEGORÍA 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.**