

# CARE

CALIFICADORA DE RIESGO

---

## ACTUALIZACIÓN DE CALIFICACIÓN DE RIESGO DE TÍTULOS MIXTOS DEL FIDEICOMISO FINANCIERO “PLATINUM”

*Montevideo, noviembre de 2024*

---

|    |   |
|----|---|
| 4  | RESUMEN GENERAL                                     |
| 6  | I INTRODUCCIÓN                                      |
| 10 | II EL FIDEICOMISO Y LOS TITULOS                     |
| 12 | III LA ADMINISTRACION: EL FIDUCIARIO Y EL OPERADOR  |
| 17 | IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS |
| 22 | V EL ENTORNO  |
| 37 | VI CALIFICACIÓN DE RIESGO                           |

---

## Actualización de Calificación Oferta Pública 21 - noviembre - 2024

|                                     |  |
|-------------------------------------|--|
| <b>Fecha de Emisión:</b>            | Julio de 2021  |
| <b>Denominación:</b>                | FIDEICOMISO FINANCIERO "PLATINUM"  |
| <b>Títulos:</b>                     | Títulos Mixtos (90% deuda, 10% equity) con interés base del 3% e interés contingente incremental.  |
| <b>Fiduciario:</b>                  | EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.   |
| <b>Entidad Registrante:</b>         | EF Asset Management  |
| <b>Entidad Representante:</b>       | Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.  |
| <b>Moneda:</b>                      | dólares americanos   |
| <b>Importe de la emisión:</b>       | Hasta USD 165.000.000 (ciento sesenta y cinco millones de dólares).  |
| <b>Distribuciones:</b>              | Anualmente según resultados acumulados. Realizados según procedimiento establecido.  |
| <b>Administrador:</b>               | Platinum Real Estate SA (ex Dalystown S.A.)  |
| <b>Plazo:</b>                       | 30 años  |
| <b>Activos del Fideicomiso:</b>     | Bienes inmuebles, contratos de alquiler y fondos líquidos e instrumentos financieros adquiridos o mantenidos en propiedad fiduciaria por el fideicomiso. |
| <b>Comité de Calificación:</b>      | Julio Preve Folle, Martín Durán Martínez y Santiago Rego   |
| <b>Calificación de Riesgo:</b>      | BBB.uy   |
| <b>Vigencia de la calificación:</b> | 30 de abril de 2025 <sup>1</sup>   |
| <b>Manual utilizado:</b>            | Manual Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros   |

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

## Resumen General

***CARE ha calificado los títulos mixtos en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero Platinum, manteniendo la calificación BBB (uy) de grado inversor.***

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

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico ofrece las garantías necesarias tal como se consigna en el informe jurídico que se anexó en la calificación original de 2021. Un aspecto a tener en cuenta es que el proyecto se desarrolla en un inmueble aportado por los fideicomitentes. Este aporte se hace a través de la cesión de la totalidad del paquete accionario de una sociedad (Cepheus SA). Este tema se trata en el informe jurídico que se anexó en la calificación original.
- Un negocio que desde el punto de vista económico-financiero para el inversor soporta una serie de escenarios de estrés ajenos al negocio, a los que razonablemente la calificadora sometió al proyecto en su calificación original.
- Un proyecto que desde el punto de vista físico y económico supera en el mismo sentido que en el punto anterior, diversas pruebas, incluyendo la aplicación de exoneraciones fiscales legales consistentes con las ampliaciones al régimen disponible. Estas fueron aprobadas en 2022.
- De modo especial se evalúa adecuadamente el atractivo de la zona y del segmento de unidades que producirá el Administrador a través del Proyecto Cosmos (previamente Platinum). Por un lado, los antecedentes de los directores de la entidad administradora ofrecen los recaudos necesarios de conocimiento y experiencia en el sector y el negocio. En segundo lugar, la zona y las características del Proyecto se amalgaman correctamente y explotan un nicho de mercado en expansión que se ajusta a las necesidades del mercado en los segmentos que atiende el proyecto.
- El proyecto original estipulaba una tasa interna de retorno del 8,35% que fuera sensibilizada satisfactoriamente por CARE ante escenarios adversos de distinta intensidad, con ajustes sobre precios y cantidades. La actualización de la TIR al cierre de 2022 se encuentra en torno a 7,95% incorporando cambios en el plan comercial y en el escenario macroeconómico que no han cambiado sustancialmente en el último año.
- Se mantiene la visión positiva sobre el mercado inmobiliario en general, destacándose el dinamismo de la transaccionalidad, la inversión y la reducida vacancia en el sector de oficinas. El Proyecto Cosmos se encuentra diversificado entre vivienda y oficinas, ambas en segmentos de alto estándar y respondiendo al desarrollo de la centralidad en torno a 26 de marzo y Luis Alberto de Herrera, que se ha posicionado como un polo de atracción del punto de vista comercial, corporativo e inmobiliario. A su vez, las preferencias de los hogares coinciden con las consideraciones generales del proyecto. Por el lado de las oficinas, el segmento A + mantiene el dinamismo, con altas tasas de ocupación y precios sostenidos, en general y en la zona donde se enclava el inmueble..

- En cuanto a las políticas públicas sectoriales, se mantienen los estímulos a la oferta de nuevos emprendimientos inmobiliarios, en especial aquellos de Gran Dimensión Económica, a los cuales el Proyecto Cosmos adhirió.

## I. INTRODUCCIÓN

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

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para actualizar la calificación de riesgo de los títulos mixtos en el dominio fiduciario del fideicomiso financiero denominado "Fideicomiso Financiero Platinum".

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 los resultados que permitan honrar las obligaciones contraídas con los beneficiarios, 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 simulaciones realizadas por CARE como razonables para el proyecto, las futuras no se vinculan estrictamente con la obtención de estas cifras. En efecto, se trata de una emisión de títulos mixtos con tasa de interés fija de 3% y tasa de interés contingente incremental con el correr de los años. Por tanto, la nota no dependerá directamente 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 que se juzgue aceptable en ocasión de cada recalificación, cubriendo como mínimo el interés base de 3% del componente deuda.**

CARE Calificadora de Riesgo es una calificadora con registros y manuales aprobados por el Banco Central del Uruguay con fecha 3 de abril de 1998. Califica conforme a su metodología oportunamente aprobada por dicha autoridad, seleccionando los profesionales necesarios para integrar en cada caso el comité de calificación, el que juzga en función de sus manuales. Estos, su código de ética, registros y antecedentes se encuentran disponibles en el sitio web: [www.care.com.uy](http://www.care.com.uy) así como en el del regulador: [www.bcu.gub.uy](http://www.bcu.gub.uy). El comité de calificación estuvo integrado en este caso por Santiago Rego, Martín Durán Martínez y Julio Preve. Asimismo, CARE contrató los servicios del Dr. Leandro Rama para la realización del informe jurídico.

La vigencia de esta calificación es hasta el 30 de abril de 2025. No obstante, la misma puede variar ante la aparición de hechos relevantes.

## 2. Antecedentes generales

- Se emiten títulos mixtos por USD 165 millones. El objetivo del Fideicomiso es generar rentabilidad para los Titulares de los TTMM a través de la inversión en:
  - (i) La construcción de un proyecto inmobiliario denominado proyecto Platinum (actualmente COSMOS) con una superficie total de más de 91 mil m2 repartidos en tres edificios destinados a vivienda, oficinas, locales comerciales y estacionamiento. Este proyecto se ubica en la zona del Puerto del Buceo.
  - (ii) La venta y arrendamiento de oficinas, locales comerciales, viviendas y estacionamientos. El Plan de Negocios establece los destinos de cada tipo de unidad.
- El proyecto se desarrolla en terreno propiedad de CEPHEUS SA cuyo paquete accionario es cedido a este Fideicomiso<sup>2</sup>. Una vez constituido el Fideicomiso Financiero Platinum, los Fideicomitentes están obligados a transferir al patrimonio de afectación autónomo del Fideicomiso, la totalidad de las acciones en dicha sociedad, con lo cual el Fideicomiso pasa a ser titular del 100% del paquete accionario de CEPHEUS. En contraprestación por dicha transferencia, se pacta en el Contrato un precio de USD 34,4 millones (USD 32,4 millones en Títulos Mixtos y USD 2 millones en efectivo).
- El operador del Fideicomiso es Platinum Real Estate S.A (ex Dalystown S.A) cuyos directores detentan amplia experiencia y trayectoria en proyectos inmobiliarios de oficinas y vivienda de gran dimensión, siendo referentes en el sector y en el desarrollo de la zona donde se enclava el Proyecto Platinum. Por otra parte, sus directores también son fideicomitentes del Fideicomiso Financiero Platinum en calidad de propietarios de Cepheus SA. El Fideicomiso ha designado al Comité de Vigilancia el cual se encuentra en funciones.
- El Fideicomiso tiene un plazo de duración de treinta (30) años, contados desde el inicio de actividades, o hasta el momento en que se liquiden todos los Activos del Fideicomiso y se cancelen todas las obligaciones derivadas del mismo. El plazo está dividido en dos períodos: período de inversión y desarrollo, de cuatro (4) años y un período de gestión activa del portafolio de unidades de vivienda, oficinas, locales comerciales y garajes, tanto para la venta como arrendamiento durante el plazo remanente.
- Los títulos mixtos emitidos pagarán un interés base del 3% lineal anual sobre saldos de capital adeudados y un interés contingente con tasa incremental lineal anual sobre saldos de capital adeudados de 1,5% desde el año 4 hasta el año 7 inclusive, 3% desde el año 8 hasta el vencimiento de los Valores. Esta estructura reduce la carga de intereses a pagar durante el período de inversión en el proyecto edilicio, la cual se incrementa con el desarrollo del proyecto. A su vez, los títulos mixtos incluyen un componente de 10% de derecho de participación que refiere a pagos sobre el remanente, ya sea una vez cancelados todos los intereses o al momento de liquidación del FF Platinum (FFP).

<sup>2</sup>. Al 5 de marzo de 2020, la firma IOCCO tasó el terreno en USD 40 millones.

- El FFP tiene una estrategia definida con foco principal en el mercado de oficinas y vivienda en una zona de alto estándar, atractiva como centro de servicios y oficinas. A su vez, el Proyecto contempla también locales comerciales y estacionamientos que complementan la oferta y diversifican riesgos entre distintos agentes económicos y servicios. El Proyecto Cosmos está orientado a la generación de espacios de oficinas A+.
- Se han realizado los trámites de exoneración fiscal previstos, obteniéndose la declaración de “proyecto promovido” del Ministerio de Economía y Finanzas en enero de 2022. En agosto 2021 se obtuvo el permiso de construcción por parte de la Intendencia de Montevideo. En febrero de 2022 se iniciaron las obras, adjudicadas a dos empresas (Constructora Sudamericana SA y Norte SA).
- En cuanto a los aspectos comerciales, se modifica la forma de pago de las unidades hacia un esquema bimoneda definido por 30% en USD y 70% en UI. Esto responde a la coyuntura económica y al riesgo de descalce de monedas en caso de que el pago fuera en su totalidad en USD, más considerando el escenario actual de apreciación del peso. En vistas de la coyuntura macroeconómica y la apreciación del peso uruguayo, se han acordado estrategias de forwards con un banco de plaza.
- Al cierre de 2022, se actualizó el modelo financiero considerando la evolución del escenario macroeconómico, en especial la evolución del dólar respecto a lo previsto inicialmente, el avance de obra, los cambios al plan comercial en materia de ventas y precios, entre otros. Todo lo anterior implicó una moderación de la TIR, pasando de 8,35% a 7,95%.
- En diciembre de 2022, la Dirección Nacional de Propiedad Intelectual del MIEM concedió la marca Cosmos al proyecto.
- En Octubre 2023 se firmó con la Intendencia de Montevideo el contrato de concesión de uso de la plaza ubicada en el espacio público lindero al padrón No 430.970 de Montevideo, para explotación comercial, por un plazo de diez años.

### 3. Hechos salientes del período

- Entre febrero y julio de 2024 se realizaron dos capital calls por un total de USD 20,7 millones.
- La obra mantiene fecha prevista de entrega entre el cuarto trimestre de 2024 y segundo trimestre de 2025. En los últimos meses se ha reducido el nivel de desvío respecto a lo previsto anteriormente.
- Se están evaluando alternativas para complementar la oferta comercial prevista en el Plan de Negocios original. En este sentido, el Administrador está activamente evaluando opciones en sectores como la salud, entre otros.
- El Administrador acordó una nueva lista de precios para las unidades en venta, volviendo a fijar el dólar como moneda de venta, desandando la modalidad bimonetaria que había fijado previamente.



- Se aprobaron modificaciones al Contrato del Fideicomiso en Asamblea de titulares de los títulos mixtos. Estas modificaciones reflejan aspectos de la gobernanza, de la gestión operativa y de las definiciones comerciales, incorporando modificaciones que se reflejan en este informe.
- Se realiza una actualización del modelo financiero a marzo 2024 incorporando los EEFF de las sociedades, los cambios en el contexto macroeconómico y la evolución de las ventas de los últimos años.

#### 4. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- Informe trimestral de gestión febrero 2024 - Abril 2024 y mayo 2024-julio 2024 2
- EE.CC. intermedios del fiduciario al 30/06/24
- EE.CC. intermedios del fideicomiso al 30/06/24
- Balance de Platinum Real Estate al 30/09/23
- Carta de abogados sobre no existencia de contingencias jurídicas. febrero 2024 - Abril 2024 y mayo 2024-julio 2024
- Informe Comité de Vigilancia febrero 2024 - Abril 2024 y mayo 2024-julio 2024
- Acta Asamblea de Titulares- Octubre 2024
- Actualización del modelo financiero a marzo 2024.
- Calificación original realizada en 2021 y actualizaciones posteriores
- Encuesta periódica de RESEARCH Uruguay a julio 2024 sobre la oferta y la demanda inmobiliaria contratada para CARE.
- *"Informe Sectorial Inmobiliario sobre el Mercado de Viviendas"*; setiembre de 2024. Informe elaborado para CARE por Ec. Mayid Sáder y la Ec. Serrana Calvette
- Uruguay XXI; *"Sectores Construcción e Inmobiliario"*; diciembre de 2022.
- Workplace Real Estate; 2024 Q1 Reporte sobre mercado de oficinas, e informes previos.

Los procedimientos operativos seguidos en este caso, se encuentran detallados en el Manual de Procedimientos de CARE. En esencia, asocian en una matriz de análisis, factores de riesgo cualitativos y cuantitativos, agrupados y ponderados según el punto de vista del comité de calificación, para culminar ese análisis en un puntaje que se equivale con una nota<sup>3</sup>.

<sup>3</sup> Ver "Manual de calificación de finanzas estructuradas..." Punto 3.

## II. EL FIDEICOMISO Y LOS TÍTULOS

Se ofrecen en oferta pública títulos mixtos en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero Platinum, creado por contrato correspondiente de fideicomiso financiero. Este contrato, los títulos y los demás contratos citados se analizan en la presente sección.

### 1. Descripción general

**Denominación:** Fideicomiso Financiero Platinum

**Fiduciario:** EF Asset Management

**Administrador:** Platinum Real Estate S.A (ex Dalystown SA)

**Entidad**

**Representante:** Bolsa de Valores de Montevideo (BVM)

**Títulos a**

**emitirse:** Títulos Mixtos (90% deuda, 10% equity)

**Activos del**

**Fideicomiso:** Bienes inmuebles, contratos de alquiler y fondos líquidos e instrumentos financieros adquiridos o mantenidos en propiedad fiduciaria por el fideicomiso.

**Moneda:** Dólar fondo

**Importe de**

**la Emisión:** USD 165 millones

**Distribuciones:** Anuales con interés base de 3% e interés contingente sobre el componente deuda, 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 incluye como anexo.

Después de haber analizado y relevado la información jurídica y contractual vinculada al Fideicomiso Financiero<sup>4</sup> que aquí se califica y el Due Diligence de Cepheus SA, el informe jurídico señala que la estructura jurídica cumple con los requisitos formales. En particular señala que:

***“..como concepto general que la estructura jurídica cumple con los requisitos formales y de poder normativo negocial de las partes. En cuanto a los derechos de crédito y participación que derivan de los Títulos Mixtos a emitirse, no se advierten obstáculos jurídicos insalvables en la estructura proyectada.”***

<sup>4</sup> Prospecto Informativo, Contrato de Fideicomiso Financiero, Contrato de Administración, Contrato de Entidad Representante y Documento de Emisión en su versión borrador

Más adelante, en la sección de contingencias jurídicas, recorre el poder normativo de los constituyentes, el poder normativo de los títulos mixtos y el due diligence legal. Sobre esto, concluye que ***“la primera etapa de la cláusula 3 del Contrato está cumplida y el Informe comentado demuestra con solvencia que están dados todos los requisitos jurídicos para la transferencia de las acciones concomitantes con la suscripción de los Valores.*”**

***“Recapitulando, la estructura jurídica adoptada no merece reproche en orden a su validez y eficacia obligacional. Ello no es óbice de considerar los precedentes comentarios a la hora de tomar la decisión de invertir en la emisión bursátil de marras.”***

Finalmente, y a modo de cierre del informe, se destaca la conclusión sobre el proceso de emisión y el repago de los títulos mixtos:

***“En conclusión y con las particularidades explicadas en el curso de este informe, el negocio fiduciario cuenta con un razonable grado de cobertura y no se advierten contingencias jurídicas insubsanables en el proceso de emisión y el período de repago de los Títulos Mixtos.”***

### 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/bajo.*

**Riesgo por iliquidez.** Los títulos se han diseñado para ser líquidos. Por este motivo, la liquidez puede considerarse adecuada dadas las características del mercado uruguayo. 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: EF Asset Management (EFAM) en su condición de emisora y fiduciaria del fideicomiso financiero, y Platinum Real Estate SA (antes Dalystown SA) en su calidad de administrador y organizador.

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

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

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

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

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

#### Situación económica y financiera

El análisis de los EE.CC intermedios al 30 de junio de 2024 sigue mostrando una sólida situación de solvencia. El ratio de liquidez se mantiene por debajo de la unidad. Cabe mencionar que el activo no corriente se compone en buena medida por los depósitos en garantía a que está obligada la firma, según normativa vigente, por los fideicomisos que administra y en consecuencia son de disponibilidad restringida. Esto explica los pasivos financieros, que son contraídos para constituir estas garantías y que una vez liberadas, los mismos son cancelados. En cuanto a la eventual necesidad temporal de fondos para atender obligaciones de corto plazo, la firma cuenta con financiamiento con partes relacionadas por lo que el riesgo de liquidez es muy acotado.

## Cuadro 1: Datos del Estado de Situación de EFAM (miles de \$)

| Concepto                         | 30/6/2024      | 31/12/2023     | 31/12/2022     |
|----------------------------------|----------------|----------------|----------------|
| Activo Corriente                 | 34.859         | 26.198         | 26.974         |
| Activo no Corriente              | 247.959        | 248.688        | 245.533        |
| <b>Total Activo</b>              | <b>282.818</b> | <b>274.886</b> | <b>272.507</b> |
| Pasivo Corriente                 | 43.136         | 38.315         | 43.807         |
| Pasivo no Corriente              | 212.146        | 211.246        | 204.187        |
| <b>Total Pasivo</b>              | <b>255.281</b> | <b>249.561</b> | <b>247.994</b> |
| <b>Patrimonio</b>                | <b>27.537</b>  | <b>25.325</b>  | <b>24.512</b>  |
| <b>Total Pasivo y Patrimonio</b> | <b>282.818</b> | <b>274.886</b> | <b>272.507</b> |
| <b>Razon Corriente</b>           | <b>0,81</b>    | <b>0,68</b>    | <b>0,62</b>    |

Fuente: EE.CC EFAM

Los resultados al término del primer semestre de 2024 muestran un crecimiento en la facturación respecto al mismo periodo del año anterior.

## Cuadro 2: Estado de Resultados de EFAM (miles de \$)

| Concepto                             | 30/6/2024    | 30/6/2023    | 31/12/2023    |
|--------------------------------------|--------------|--------------|---------------|
| Ingresos Operativos                  | 48.060       | 41.150       | 85.442        |
| Gastos Adm. y Vtas.                  | (38.149)     | (32.680)     | (71.408)      |
| <b>Resultado Operativo</b>           | <b>9.911</b> | <b>8.471</b> | <b>14.033</b> |
| Resultados Financieros               | (6.541)      | (6.966)      | (11.743)      |
| <b>Resultados antes de impuestos</b> | <b>3.370</b> | <b>1.505</b> | <b>2.290</b>  |
| IRAE                                 | (1.158)      | (799)        | (1.477)       |
| <b>Resultado del período</b>         | <b>2.212</b> | <b>706</b>   | <b>812</b>    |
| Res Operativos/Ingresos              | 20,62%       | 20,59%       | 16,42%        |
| Res Ejercicio/Ingresos               | 4,60%        | 1,72%        | 0,95%         |

Fuente: EE.CC de EFAM

Mantiene bajo su administración una importante cartera de fideicomisos en cantidad y diversidad; por lo que su idoneidad para esta función no ofrece dudas. En consecuencia, no se advierten riesgos sobre su desempeño como administrador fiduciario.

## 2. Platinum Real Estate SA

Platinum Real Estate SA (antes Dalystown S.A), es la administradora; se trata de una sociedad anónima cerrada uruguaya con acciones nominativas constituida el 11 de octubre de 2019. Es la encargada de llevar adelante las funciones que como administrador le encomiendan el contrato de Fideicomiso y el Contrato de Administración. El presidente del Directorio es Eduardo Campiglia Larre y su vicepresidente Ernesto Kimelman Epstein. La composición del capital accionario es la siguiente:

- Eduardo Campiglia Larre 30,04%
- Germán Campiglia Monzón 12,00%
- Patricia Lara Campiglia Monzón 12,00%
- Ernesto Kimelman Epstein 24,96%
- Tali Kimelman Flechner 7,00%
- Gali Kimelman Flechner 7,00%
- Dana Kimelman Flechner 7,00%

De lo anterior surge claramente que la sociedad Platinum Real Estate SA no cuenta con antecedentes previos en las funciones a que se compromete en esta operación, por lo tanto, su capacidad e idoneidad hay que buscarla en sus accionistas que, como puede verse, lo son las familias Campiglia y Kimelman. Este aspecto fue exhaustivamente analizado en ocasión de la calificación original y la conclusión fue positiva. Nada ha ocurrido que justifique cambiar el juicio favorable por lo que no cabe reiterar dicho análisis remitiéndose al documento mencionado.

En aquella oportunidad se destacaba el compromiso de los operadores en el hecho que aportaban al Fideicomiso, en tanto fideicomitentes, el inmueble sobre el cual se está desarrollando el proyecto. Esto ya ocurrió con la primera emisión realizada en julio de 2021; en realidad el Fideicomiso adquirió el 100 % del paquete accionario de Cepheus SA (empresa subsidiaria propietaria del inmueble) al costo de USD 34,4 millones.

La composición del capital accionario y directorio de la sociedad se mantiene. Desde el punto de vista económico financiero, al tratarse de una sociedad nueva, el cierre de balance al 30/09/2023 (último presentado) aunque deficitario, no permite suponer dificultades que pongan en riesgo su actuación como operador de esta operación.

La administración informó que al 31/12/2022, en Asamblea Extraordinaria, se concretó la capitalización de todo el pasivo con los accionistas con lo cual queda de manifiesto el compromiso y apoyo concreto de éstos. Por otra parte, se considera que a medida que se vayan concretando las ventas y los arrendamientos (a partir de que los edificios queden operativos, previsto a partir de 2025), las mismas generarán ingresos operativos por comisiones, que impactarán positivamente en los resultados de los ejercicios siguientes.

Por lo tanto, se mantiene la opinión en el sentido que no se advierten riesgos en la ejecución y gestión del plan de negocios propuesto.

### **3. El Fideicomiso**

El Fideicomiso Financiero Platinum, se constituyó mediante contrato de fecha 14/12/2020 entre EFAM (Fiduciario), Platinum Real Estate SA (antes Dalystown SA) en calidad de Administrador y los suscriptores iniciales de los valores en calidad de Fideicomitentes.

Con fecha 17/6/2021 el BCU autorizó su inscripción en el Registro del Mercado de Valores según comunicación No 2021/114.

El 16/7/2021 se procedió a la suscripción en oferta pública de los Títulos Mixtos escriturales por USD 165 millones, realizándose la primera emisión el 19/07/2021 por USD 32.4 millones cuya integración se materializó, tal como estaba estipulado, mediante transferencia de acciones de Cepheus SA (propietaria del terreno).

Dado que el Fideicomiso cumple con las condiciones de entidades de inversión, las participaciones en subsidiarias no se consolidan y en su lugar se presentan al valor razonable con cambio de resultados. Cepheus SA es la sociedad encargada de desarrollar el proyecto y es la propietaria del terreno asiento de los edificios a construir.

Al cierre del primer semestre de 2024 se habían emitido Títulos Mixtos por USD 128,18 millones; posteriormente el 16/07/2024 y 3/10/2024 se hicieron dos nuevas emisiones por USD 5,7 millones y USD 5 millones respectivamente haciendo un total emitido a la fecha de USD 138,88 millones. En consecuencia, el saldo suscrito aún no integrado es de USD 26,12 millones.

Como se sabe, el 90% de la emisión es deuda por la que el Fideicomiso paga intereses, 3 % lineal anual más un interés contingente incremental tal como se describe en otra sección. En consecuencia, esta partida figura en el pasivo del Fideicomiso mientras que en el patrimonio se registra el restante 10%. En base a esto, del monto emitido a la fecha (USD 138,88 millones) USD 124,99 millones constituyen pasivo financiero que devengan intereses mientras que USD 13,89 son derechos de participación (CP's).

La modalidad acordada para llevar adelante el proyecto es, como se ha dicho, a través de la Subsidiaria no Consolidada (SNC) o sea, Cepheus SA. En tal sentido, el 22/1/2022 se firmó un contrato por el cual el Fideicomiso le otorga una línea de crédito a la SNC por USD 101,7 millones con la cual financiará la obra; dicho crédito devengará un 5% de interés anual.

El patrimonio de la SNC que figura en los EE CC intermedios del Fideicomiso al 30/06/2024 equivale a unos USD 116,6 millones, se incluye en el activo no corriente (ver siguiente cuadro) y refleja el avance de las obras tal como se describe en otra sección. En los cuadros siguientes se presentan los EE CC intermedios del Fideicomiso al 30/06/2024 y su comparativo con periodos anteriores.

| <b>Cuadro 3: Estado de Situación (miles USD)</b> |                  |                   |                   |
|--|------------------|-------------------|-------------------|
| <b>Concepto</b>                                  | <b>30/6/2024</b> | <b>31/12/2023</b> | <b>31/12/2022</b> |
| <b>Total Activo</b>                              | <b>123.230</b>   | <b>106.614</b>    | <b>63.620</b>     |
| Activo corriente                                 | 6.639            | 9.457             | 5.014             |
| Activo no corriente                              | 116.591          | 97.158            | 58.606            |
| <b>Total Pasivo</b>                              | <b>122.231</b>   | <b>106.343</b>    | <b>66.345</b>     |
| Pasivo corriente                                 | 99               | 316               | 229               |
| Pasivo no corriente                              | 122.133          | 106.028           | 66.117            |
| <b>Patrimonio</b>                                | <b>998</b>       | <b>270</b>        | <b>(2.725)</b>    |
| <b>Total Pasivo y Patrimonio</b>                 | <b>123.230</b>   | <b>106.614</b>    | <b>63.620</b>     |
| <b>Razon Corriente</b>                           | <b>1,01</b>      | <b>1,00</b>       | <b>0,96</b>       |

Fuente: EE.CC Fideicomiso Platinum

Se reitera que el 90 % de la emisión se considera deuda por lo que en el cuadro precedente se registra en el pasivo y no en el patrimonio en que solo se considera el 10 % de la misma. En este caso, en el cuadro precedente la porción de deuda de la emisión es de USD 115.4 ya que ese es el 90 % de la emisión acumulado a la fecha de cierre del semestre (USD 128,2 millones) mientras que integra el patrimonio el 10 % restante, o sea USD 12,8 millones. La cuenta patrimonial registra las pérdidas acumuladas que, se entiende, es consistente con la etapa inicial del proyecto en que no hay ingresos operativos relevantes, tal como se aprecia en el siguiente cuadro.

## Cuadro 4: Estado de Resultados (miles USD)

| Concepto                             | 30/6/2024      | 30/6/2023    | 31/12/2023     |
|--------------------------------------|----------------|--------------|----------------|
| Ingresos Operativos                  | 1.828          | 1.606        | 3.050          |
| Egresos operativos                   | (142)          | (121)        | (264)          |
| <b>Resultado Operativo</b>           | <b>1.686</b>   | <b>1.485</b> | <b>2.786</b>   |
| Resultados Financieros               | (2.688)        | (1.382)      | (3.790)        |
| <b>Resultados antes de impuestos</b> | <b>(1.003)</b> | <b>103</b>   | <b>(1.004)</b> |
| IRAE                                 |                | -            | (148)          |
| <b>Resultado del período</b>         | <b>(1.003)</b> | <b>103</b>   | <b>(1.152)</b> |

Fuente: EE.CC Fideicomiso Platinum

Los ingresos operativos refieren básicamente a los intereses ganados en el crédito concedido a Cepheus SA. Los intereses a pagar por los títulos (base y contingentes) son devengados y no generan incumplimiento si no son abonados en la fecha de pago, hasta 4 años (ver Nota 6 Pasivos Financieros).

### Riesgos Considerados

**Riesgo administración**, considerando la idoneidad para cumplir con la función de la firma administradora, con las características mencionadas en los párrafos precedentes, y de EFAM así como la creación del Comité de Vigilancia se considera que el riesgo de incumplimiento de la administradora y del fiduciario con las responsabilidades del proyecto está muy acotado. *Riesgo bajo.*

**Riesgo de conflictos**, derivado de la posibilidad de juicios capaces de interferir con el mandato recibido y en tanto la existencia de previsiones para enfrentarlos. Por iguales razones que el anterior, resulta poco probable que aun dándose conflictos, el fiduciario y la administradora no pudieran resolverlos a satisfacción del proyecto. *Riesgo casi nulo.*

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

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



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

### 1. Bienes fideicomitidos y aspectos del proyecto

De acuerdo al contrato del Fideicomiso Financiero y el resumen recogido en el Prospecto de emisión, el objeto principal del Fideicomiso es generar rentabilidad para los titulares mediante **i)** el desarrollo de un proyecto inmobiliario (Cosmos) que consta de tres edificios con una superficie total de más de 91 mil m<sup>2</sup> y; **ii)** la posterior venta de viviendas y arrendamiento y usufructo de oficinas, locales comerciales y estacionamientos del citado complejo. Para la creación del Fideicomiso Financiero, los Fideicomitentes cedieron una sociedad (Cepheus) que detentaba la propiedad del bien inmueble sobre el cual se desarrolla el proyecto inmobiliario Cosmos, a lo que se suma la emisión de títulos mixtos a ser adquiridos por inversores (con una participación de deuda de 90% y equity de 10%)

En la calificación original se detallaron los aspectos centrales del proyecto y se realizó un análisis exhaustivo del modelo financiero, sometiéndose satisfactoriamente a una serie de escenarios de estrés sobre las principales variables del negocio. **Los ingresos proyectados en el modelo de negocios se generan, a modo de simplificación, a través de dos elementos: (a) el ingreso por alquileres de oficinas, estacionamiento y locales comerciales, (b) el ingreso por la venta de unidades destinadas a la vivienda y estacionamiento (y el alquiler del remanente en el proceso de venta).** Es de notar que de la superficie total comercializable, 52% está destinada a oficinas, 11% a viviendas, 4% a locales comerciales y 32% en estacionamientos. Los ingresos por arrendamiento comienzan a generarse una vez finalicen las obras, mientras que la comercialización de las unidades de vivienda y garajes se encuentra en curso. La venta viene evolucionando por debajo de lo previsto y las obras finalizarán en 2025 por lo que no se esperan ingresos por arrendamientos hasta finalizar esa etapa. Estos elementos se incorporan en la actualización del modelo financiero. Como fue comentado en la actualización anterior, el Administrador se encuentra evaluando usos de los espacios comerciales para el sector salud. Este elemento continúa avanzando y se recoge en las modificaciones al Contrato del Fideicomiso.

El modelo financiero original asume que en un período de siete años se venden todas las unidades destinadas a vivienda que ocupan aproximadamente el 20% de los metros cuadrados totales del proyecto. Esto se revisa semestralmente en el Plan Comercial. En el prospecto original se establece que las oficinas, locales comerciales y la mayor parte de los estacionamientos son destinados al arrendamiento (el remanente de estacionamientos se vende en el mismo plazo que la vivienda). Los arrendamientos comienzan al finalizar la obra con un porcentaje de vacancia que va reduciéndose hasta alcanzar el 5% en el octavo año. Los precios son fijados en dólares americanos. Dado el Modelo de Negocios, el FF incorpora en sus flujos financieros un período de inversión de cuatro años en el cual paga un interés base de 3%, para luego incorporar un componente contingente y creciente de 1,5% cada tres años.

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

El Proyecto Cosmos se encuentra aún en construcción que comenzó en 2022. El proyecto se separa en dos obras simultáneas, y producto de varios atrasos ocurridos se espera finalicen en noviembre 2024 y mayo 2025, dependiendo el proyecto. En este sentido, la obra está a cargo de Constructora Sudamericana y Norte Construcciones. El administrador informa que el nivel de atraso se ha venido reduciendo en los últimos meses, pero se mantiene la fecha de fin de obra.

En relación al plan comercial, en anteriores actualizaciones se comentó sobre cambios al plan original de ventas que buscan acelerar el ritmo de comercialización. En particular, se prevé vender 80% de las viviendas y 15% de los estacionamientos en los primeros cuatro años del proyecto, y se ajustó al alza el precio de las viviendas (5%) y de los estacionamientos (10%) en línea con el mercado. Esto responde a la adecuación del plan a la coyuntura, producto de la acumulación de inflación en dólares y su impacto en los costos de la construcción. También producto del desfase de la evolución de los costos de construcción con el dólar, el Administrador aprobó un cambio en la forma de pago, pasando a un esquema bimonetario (30% en dólares en concepto de señal y compromiso y 70% en UI por avance de obra y ocupación). Sin embargo, esto fue dejado sin efecto durante el primer semestre de 2024, volviendo a una modalidad exclusivamente en dólares. Adicionalmente, en aras de moderar el riesgo tipo de cambio sobre los ingresos del proyecto, se están implementando contratos de forwards que buscan moderar el riesgo de tipo de cambio sobre los resultados financieros del proyecto.

Las primeras ventas se registraron en 2022. Existen tres modalidades de pago: contado, por avance de obra y financiado hasta la ocupación. En relación al ritmo de ventas, en 2022 se informan ventas algo por encima de lo previsto. Sin embargo, durante 2023 las ventas se ralentizaron, y con información a julio 2024, el ritmo de comercialización de las viviendas y los garajes se mantiene por debajo de lo esperado en el plan comercial, tanto para las viviendas como para los garajes. **En este sentido, el Plan Comercial estimaba ventas por algo menos de 5.000 metros cuadrados en los primeros tres años, de los cuales se han comercializado más del 60%. Los garajes han tenido una evolución levemente más positiva.** Es de notar que la comercialización de viviendas y garajes se ha acelerado entre marzo y julio. Por último en relación a las unidades de vivienda, el operador estima que el pago por mayor aprovechamiento edilicio se haría con unidades de vivienda que superan 1.900 m<sup>2</sup>, lo que representa 20% de la superficie vendible. Sin considerar lo anterior, el stock total de metros por comercializar asciende a aproximadamente 68%.

Sobre los arrendamientos, al estar aún en fase constructiva no se han informado modificaciones sobre el plan comerciales. Igualmente, los precios se ubicaban en línea con los del segmento de oficinas A+ de emprendimientos competitivos, tal como se detalla en informes anteriores y se retoma en el próximo capítulo. Lo mismo ocurre con las tasas de ocupación de las oficinas, que se ubican actualmente en niveles muy altos, en especial en la zona de influencia del Proyecto Cosmos. **La tasa de ocupación de las oficinas prevista se juzga adecuada dado el mercado y la vacancia exhibida por otros emprendimientos similares.**

En relación al desarrollo financiero del proyecto, en 2022 se realizó una actualización sobre el modelo original que recogía cambios en los costos de construcción y actualizaba las variables exógenas que contextualizan el desarrollo del negocio. Esto implicaba una TIR de 7,95%, 40 puntos porcentuales por debajo de la prevista en el plan original. Más recientemente se ha realizado una nueva actualización del modelo financiero que incorpora tres elementos: **i)** cambios en la evolución del contexto macroeconómico (en particular el tipo de cambio y su impacto en el costo constructivo y en el eventual descalce entre ingresos y costos operativos), **ii)** los EEFF auditados de las sociedades (Platinum Real Estate y Cepheus), **iii)** nuevo cronograma de obra y **iv)** el grado de avance del plan de ventas. La incorporación de estos cambios en el modelo financiero arrojan un resultado levemente por debajo de lo estimado previamente.

Es importante señalar que en la calificación original se plantearon distintos escenarios de sensibilidad sobre el flujo de fondos esperado, impactando los precios y curvas de ocupación. En este sentido, bajo distintos escenarios de sensibilidad planteados en la calificación original, las TIRs estimadas se ubicaban entre 1,6pp y 0,6pp por debajo de la TIR original. Es de notar que, como se describe en el capítulo I, la calificación se realiza considerando el interés base comprometido (3%) que se calcula sobre el componente deuda de los títulos mixtos (90%).

### 3. Estimación del costo de oportunidad del capital

Por último, en lo que refiere a la evaluación del flujo de fondos esperados del proyecto, es posible realizar un ejercicio de benchmarking de la tasa de retorno esperada con el objetivo de medir el atractivo del proyecto. Para esto se utiliza el modelo de valuación Capital Asset Pricing Model (CAPM) en el cual, siguiendo a Damodaran<sup>5</sup>, se adiciona una prima de riesgo que contempla el riesgo específico del mercado en el que se ejecuta el proyecto, en este caso el mercado inmobiliario/real estate. 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:

$\beta_{im}$ : Riesgo sistemático propio respecto del riesgo de mercado. El valor beta es el proporcionado por Damodaran para la industria "Real Estate."

$r_f$ : tasa libre de riesgo. Se considera el rendimiento de los Treasury Bonds a 10 años de la reserva general de Estados Unidos de América.

$E(R_m) - R_f$ : Prima de Riesgo del mercado. Es el premio por el riesgo específico al mercado con el que se compara el proyecto (La diferencia del rendimiento de los activos de renta variable y la tasa libre de riesgo). Para estimar el rendimiento de los activos de renta variable se considera la prima de riesgo del mercado accionario, suministrado por Damodaran (Equity Risk Premium de S&P 500)

$Er_p$ : Prima por riesgo específico a la compañía o proyecto evaluado.

Se considera en este caso el riesgo país de Uruguay. Se consideran los rendimientos de los bonos soberanos uruguayos medidos a través del índice UBI de República AFAP.

<sup>5</sup>. A. Damodaran, "Estimating Equity Risk Premiums" Stern School of Business.

Es de notar que esta tasa refiere al componente de renta variable únicamente, mientras que el Fideicomiso Financiero Platinum incluye una porción mayoritaria de renta fija (90%) y otro menor de renta variable. **Por lo anterior, el ejercicio que se incluye a continuación alcanza al componente variable. Por tanto se trata de un enfoque conservador en su comparación general en relación al FF, producto de que la tasa de interés de la renta fija es menor y su share en los títulos mixtos es ampliamente mayoritario.**

A los efectos de estimar el costo de oportunidad del capital, se opta por considerar el promedio de los últimos 5 años para todas las variables, con el objetivo de suavizar el ejercicio, y reducir el efecto de valores puntuales. Para el promedio de los últimos 5 años (2020-2024), el parámetro Beta del Real Estate general de Damodaran, se ubica por debajo de la unidad con un riesgo menor al del promedio del mercado. Es importante notar que este beta se ha reducido en los últimos años, ubicándose acercándose a 0,5. Para el caso del rendimiento de los bonos americanos se consideró 2,9%, mientras que las tasas actuales se ubican en torno a 3,7% a setiembre. Para el índice UBI, indicador de riesgo país de Uruguay, se consideran 115 puntos básicos, mientras que a setiembre este indicador de riesgo se ubica en 73 puntos. Esto confirma el menor riesgo relativo de Uruguay, reflejado en las tasas de interés. Para la prima de riesgo del mercado accionario se consideró un 4,68%.

Considerando lo anterior, la tasa de retorno esperada para el capital propio bajo estas condiciones se ubica en 5,6%. Es de notar que esta tasa refiere al componente de renta variable únicamente por lo que la comparación es ácida en relación al FPP ya que este tiene tan sólo un 10% de renta variable. Los resultados del ejercicio anterior realizados con valores a marzo 2024 no modifican las conclusiones<sup>6</sup>. Por lo anterior, esta comparación sirve a modo de referencia que permita conformar un juicio acerca de la inversión.

Otra referencia posible con los que sí 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 el caso de la renta fija. En la actualidad la curva en UI (CUI) a 10 años se ubica en 3,3% y la curva en dólares (CUD) a 10 años está en 5,1%.

<sup>6</sup>. Actualmente el rendimiento accionario y el rendimiento de la renta fija de referencia han aumentado, lo que se ha sido compensado por una baja en el riesgo país de Uruguay y una reducción del beta unlevered de real estate.

### **Riesgos considerados:**

**Riesgo de generación de flujos.** Considerando el modelo de negocios descrito en el Prospecto, sus supuestos, el desarrollo inmobiliario de la zona y la diversidad de la fuente de ingresos que tiene el Administrador se considera que existe un riesgo moderado de generación de los flujos. Las ventas han evolucionado por debajo de lo previsto, aunque se han acelerado en los últimos meses. Al recoger esto en el modelo financiero no tiene un impacto significativo. El mercado de arrendamientos se mantiene firme en los segmentos del proyecto, pero esto será testeado una vez finalice la obra. *Este riesgo por tanto es medio.*

**Riesgo de descalce de monedas.** Podría haber descalce en tanto los ingresos serán mayormente en dólares, el costo de la construcción es mayormente denominado en moneda nacional y las tasas de interés pagadas a los inversores están nominadas en moneda extranjera. Este riesgo es mayor en un escenario de fortaleza del peso, como el actual, lo cual es recogido parcialmente en el nuevo modelo financiero y ha sido objeto de diferentes acciones por parte del Administrador. En esta línea, se han ajustado los precios de venta y contratado operaciones de forward con bancos, pero se ha desarmado el esquema bimonetario de pago para evitar afectar el posicionamiento comercial del inmueble. *Este riesgo por tanto es medio.*

## V. EL ENTORNO

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, acompasado 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 – Dollar 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 es un fenómeno generalizado, constituyó un cambio respecto al desempeño previo y es una muestra de los potenciales efectos que podría tener la aprobación de este plebiscito en las próximas elecciones de octubre.

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 contracara 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 refinería 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 retomarí 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.

**Gráficos 5 y 6 – Mercado laboral (izq) e Índice Medio de Salarios Reales (der.)**



Fuente: INE

## 2. Mercado inmobiliario de oficinas y vivienda: evolución reciente y perspectivas

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

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 oficinas y vivienda, principales focos del FFP.

## 2.a. Oficinas A y A +

A mediados de la década del noventa, producto del desarrollo del sector servicios en la economía uruguaya, el mercado de oficinas en Uruguay comenzó a evidenciar un proceso de transformación con la aparición de nuevas industrias y el desarrollo de nuevos centros de negocios, ampliando la distribución geográfica de las oficinas. El avance de la globalización y la fragmentación de los procesos en las cadenas de valor globales ha ido posicionando a Uruguay como un país competitivo para instalar empresas de servicios en conexión con el resto del mundo. Esto se ha beneficiado de varios elementos vinculados a la calidad de las instituciones, la infraestructura, la seguridad jurídica y un marco regulatorio que apuntó a fomentar este tipo de emprendimientos.

Los sectores de TICS, Servicios Financieros, Servicios Profesionales, Outsourcing de grandes empresas, son algunos de los ejemplos de actividades que sostienen la demanda en el mercado de oficinas de alto estándar y que han tenido un importante desarrollo en los últimos años. En particular, los servicios globales de exportación continúan creciendo producto del contexto global, las políticas públicas y el posicionamiento del sector en un mercado internacional que busca eficiencias a través de la deslocalización de procesos. Todo lo anterior apuntala el desempeño del sector inmobiliario corporativo de oficinas.

El primer hito fue la construcción de las oficinas WTC. En el período 2005 – 2012, el país comenzó a recibir inversión extranjera directa para producir edificios de oficinas que se enmarcaron en lo que se denomina “servicios globales” y donde Uruguay ofrece condiciones de competitividad genuinas. En paralelo, las Zonas Francas y el desarrollo de otros centros de oficinas a lo largo de Montevideo permitieron ampliar y diversificar la oferta. Más recientemente, se han desarrollado nuevos emprendimientos y emergen nuevas centralidades a nivel geográfico a lo largo de Montevideo y extendiéndose hacia Canelones. Por su parte, la consolidación del trabajo híbrido también implica nuevas demandas sobre los espacios de oficinas que implican potenciar variables de entorno, colaboración e innovación, priorizando elementos vinculados al ambiente y la energía. Todos estos elementos permiten seguir desarrollando la oferta de espacios corporativos, en Montevideo y alrededores.

### **i. Oferta de oficinas**

De acuerdo con Uruguay XXI, el stock de oficinas A y A + ha crecido de forma sostenida en los últimos treinta años, con especial énfasis durante la última década y con varios emprendimientos que se han ido incorporando al stock en los últimos meses, con otros en proceso. Según Workplace Real Estate, al cierre de 2023, la oferta total de oficinas supera los 330 mil m<sup>2</sup>, creciendo casi 6% respecto a un año antes. Lo anterior refuerza el dinamismo del sector y reafirma la creación de nuevas centralidades, con el corrimiento geográfico de la oferta, incluso a Punta Del Este. Adicionalmente, algunos hoteles de Montevideo se han transformado en espacios de oficinas, tendencia reciente que implica adaptar espacios originalmente destinados al turismo, lo que reafirma el atractivo del sector.

Hacia adelante, se espera que el stock de metros cuadrados en espacios corporativos A y A + continuaría expandiéndose sobre todo en 2025, cuando se espera que finalicen las obras de espacios en Zona Franca y Montevideo, además de algunos proyectos en Punta del Este. Se estima la incorporación de más de 70 mil m<sup>2</sup> en 2025, de los cuales la mitad será en un emprendimiento en Pocitos Nuevo, que continúa consolidándose como la nueva centralidad del sector corporativo en Montevideo.

La oferta de oficinas es cada vez de mayor calidad y se está adecuando a las formas de trabajo modernas, con espacios flexibles que favorecen la interacción y que generan un mayor compromiso con las empresas, fomentando la colaboración y priorizando los espacios de trabajo abiertos. Es importante notar que estos últimos elementos han ganado mayor importancia luego de la pandemia que aceleró la incorporación de estas tendencias a los espacios de oficinas, en especial generando un entorno al estilo cowork, con espacios dedicados a reuniones, pero priorizando los espacios amplios. Otros elementos que se han incorporado a la oferta son normativas y certificaciones ambientales y de eficiencia energética, en línea con las tendencias internacionales.

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

En los últimos años, la demanda ha sido motivada por empresas que migran sus oficinas a edificios con mejores prestaciones. En este sentido, la demanda se ha concentrado en espacios con altos estándares en términos de seguridad,

plantas libres y muy iluminadas, espacios compartidos de trabajo y amenities corporativos y muy buen sistema de transporte y entorno. A su vez, la crisis sanitaria y la preocupación por los espacios ha llevado en algunos casos a considerar estos elementos a la hora de la decisión de arrendar.

Sin embargo, la demanda por oficinas se habría movido a distintas velocidades, producto de las derivadas de la crisis sanitaria. Por un lado, la incertidumbre y el teletrabajo; por otro la necesidad de adecuar los espacios a nuevos requerimientos. En este sentido, de acuerdo a Workplace Real Estate el mercado se reactivó a fines de 2021, manteniéndose el dinamismo con una vacancia reducida. Esta tónica se mantiene a fines de 2023 y principio de 2024, con una vacancia que continúa reduciéndose en el mercado de oficinas. Workplace indica que la vacancia en edificio A+ se ubica en 2,3%, de los registros más bajos que se han relevado. Esto es particularmente relevante para la zona de influencia donde se enclava el Proyecto Cosmos del FFP.

En relación a los precios de arrendamientos de oficinas, estos han aumentado durante 2023-24. Según el último relevamiento de Workplace, los precios de alquileres para oficinas A y A+ se ubican en 18 USD y 28 USD por metro cuadrado, aumentando levemente respecto a un año atrás. Si a estos precios se le agregan los gastos comunes, el precio total se ubica entre 33 USD y 23 USD de acuerdo con las prestaciones y nivel de la oficina. Se ratifican las diferencias geográficas y de prestaciones de las oficinas, que generan cierta variabilidad entre los precios. **Las orientaciones de precio coinciden con las previstas en el Plan Comercial del Proyecto Cosmos. A su vez, la vacancia prevista en Cosmos es adecuada a la luz de los indicadores del mercado.** Por último, a pesar de la continua incorporación de metros cuadrados al stock de oficinas, ni la vacancia ni los precios del mercado se han visto impactados negativamente.

## 2.b. Oferta de vivienda

El sector de la vivienda y servicios habitacionales es por naturaleza 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.

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.

<sup>7</sup>. De todas formas, debe considerarse que los precios se caracterizan por tener amplia variabilidad respecto a diferentes características de las oficinas -como son la ubicación, superficie total, orientación, piso, entre otras- existiendo importantes diferencias para aquellas oficinas ubicadas en Zonas Francas.

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**

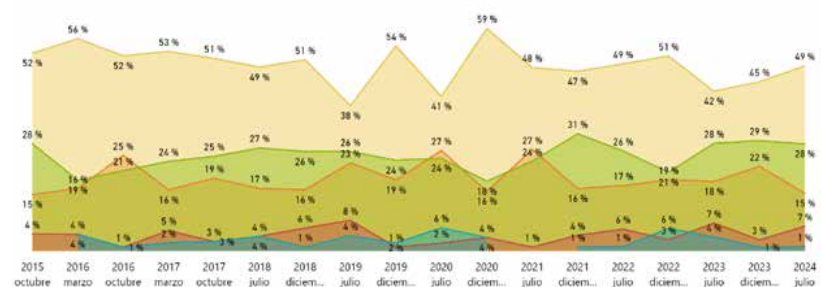
En Uruguay, el crecimiento de la población ha sido muy reducido en los últimos 50 años y no se esperan modificaciones según las estimaciones de población del INE. Es destacable la tendencia decreciente que muestra las tasas de natalidad y la leve tendencia ascendente de la mortalidad en tanto la población 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 XXI<sup>7</sup>, 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.

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 – Stock de oficinas A y A+ (en miles de metros cuadrados)**



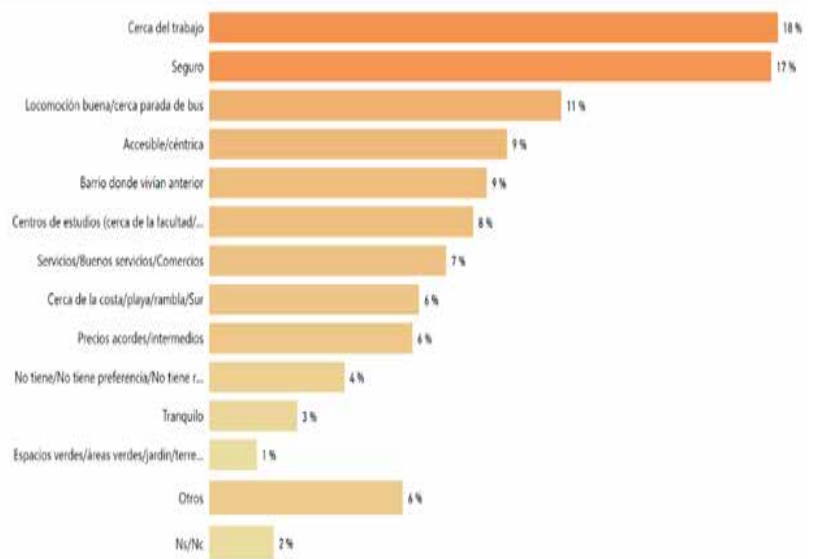
Fuente: Research Uruguay

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. A su vez, coinciden con las características del Proyecto Cosmos, tanto en localización como en amenities.**

La existencia de Garage 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.

<sup>7</sup>. Según los últimos datos publicados por la ONU en Uruguay, casi un 2,4% de la población es inmigrante

**Gráfico 8 - Cantidad de dormitorios buscados por “hogares que buscaron 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.

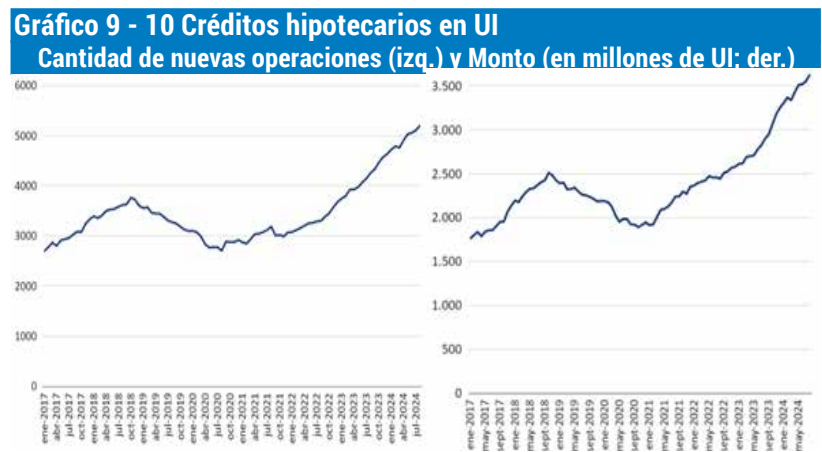
Por último, la encuesta de Research incorpora indicadores de precios a través del Price Sensivity Model que permite aproximar el precio óptimo de acuerdo a las opiniones de los entrevistados. Este relevamiento, de carácter subjetivo, permite tener una orientación de referencia general de los demandantes 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.

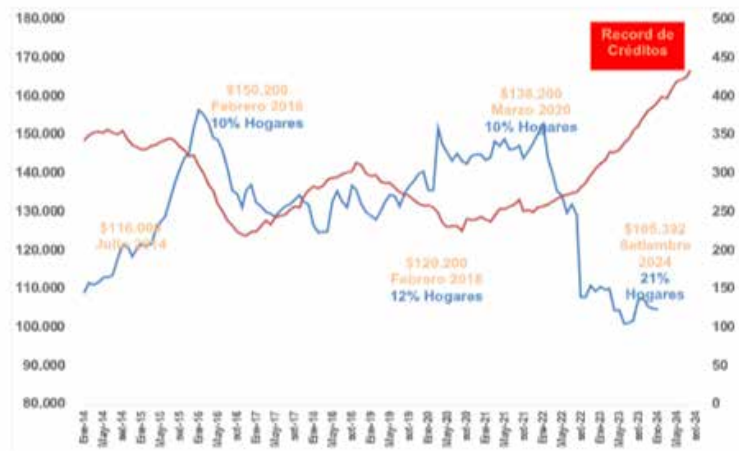
El aumento de los ingresos de los hogares, sumado a la apreciación real del peso, conjugaron un escenario interno favorable para la demanda de inmuebles. A su vez, las favorables condiciones financieras a nivel local y las agresivas campañas llevadas adelante por algunas instituciones financieras trajeron 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.



Fuente: Research Uruguay

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 exhiben 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.

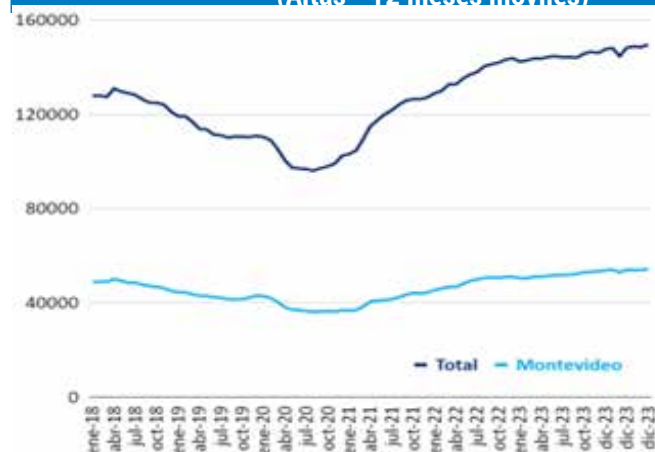


### iii. Evolución reciente del mercado de compraventas y alquileres iii.i. Evolución general de las operaciones

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.

**Gráfico 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.

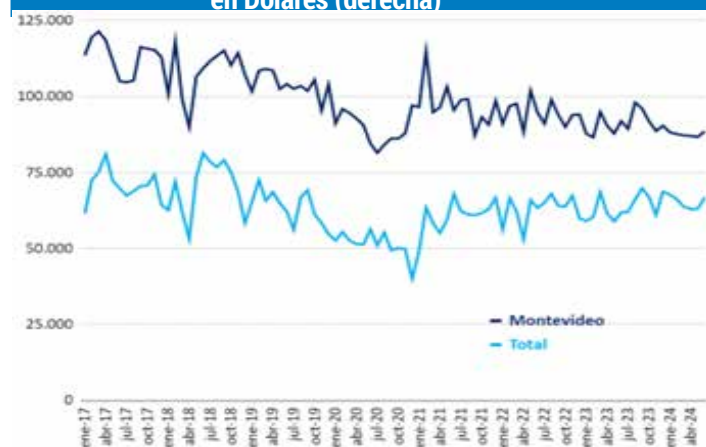
Otros indicadores indirectos también sugieren un mercado inmobiliario firme en los últimos meses con perspectivas optimistas. Por un lado, los permisos de construcción continúan creciendo, al tiempo que los cotizantes al BPS en

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.

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



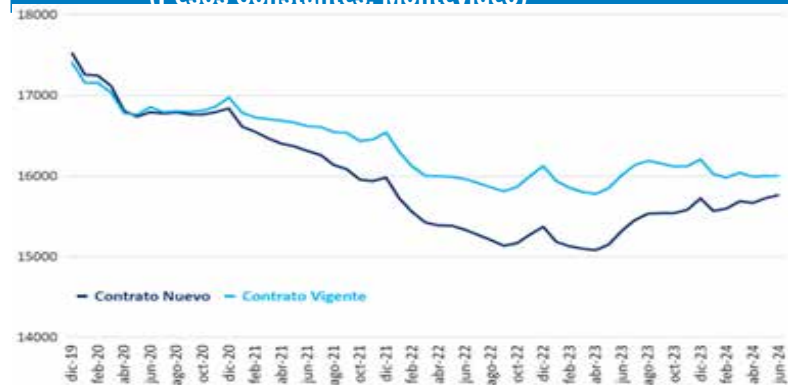
Fuente: INE en base a DNR y MEF

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.

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 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 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 constructoras<sup>8</sup>.

#### 4. 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 un aumento de los costos. El escenario global se torna algo más favorable para la inversión en inmuebles. En el mercado de oficinas, los indicadores de vacancia y precios se mantienen sólidos, en línea con las orientaciones del FFP. *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 en un futuro. No obstante, no se esperan innovaciones negativas en el corto plazo que operen en detrimento de los objetivos del Proyecto Cosmos. *Riesgo bajo.*

<sup>8</sup> 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>)

## 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. Este se corresponde con una nota de acuerdo con el manual de calificación. En la matriz de calificación, las áreas se dividen en factores, y estos en indicadores.

*En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos-, tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación BBB.uy<sup>9</sup> 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



Ec. Santiago Rego

<sup>9</sup>. **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.**

