

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

Montevideo, noviembre de 2024

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

Actualización de Calificación Oferta Pública 04 - noviembre - 2024

Fecha de Emisión:	Mayo de 2012
Denominación:	Fideicomiso Financiero de Inversiones y Rentas Inmobiliarias.
Fiduciario:	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Agente de Registro y Pago:	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Entidad Representante:	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.
Títulos:	Títulos Mixtos con interés fijo del 2% e interés variable.
Moneda:	Dólares americanos
Importe de la emisión:	USD 60.000.000 (sesenta millones de dólares).
Administrador:	ICP Uruguay S.A.
Plazo:	hasta 2042
Activos del Fideicomiso:	Inmuebles, contratos relativos a los inmuebles y todos sus producidos incluyendo el precio de venta de los mismos y los derechos reales que surjan de inversiones en vehículos cuyo fin específico sea invertir en inmuebles junto con activos financieros.
Estructura:	Ferrere Abogados (asesor legal)
Comité de Calificación:	Julio Preve Folle, Martín Durán Martínez y Santiago Rego
Calificación de Riesgo:	BBB +.uy
Vigencia de la calificación:	30 de abril de 2025
Manual utilizado:	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros.

Resumen General

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

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

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

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico ofrece las garantías necesarias. Esto fue ratificado por el informe jurídico de CARE¹ en la calificación de 2015.
- De modo especial se ha evaluado la capacidad de gestión del Administrador del proyecto, teniendo en cuenta los resultados obtenidos hasta esta actualización. Esta evaluación pondera de modo significativo en la calificación realizada y continúa siendo favorable.
- Se trata de un negocio que desde el punto de vista económico financiero para el inversor soporta los stresses endógenos y exógenos a los que razonablemente la calificadora sometió al proyecto en su momento. En base a los resultados financieros del primer semestre de 2024, los ingresos por arrendamientos deberían reducirse en 45% para que el Fideicomiso tuviera resultados operativos negativos. Este escenario tiene muy baja probabilidad de ocurrencia a la luz del desempeño reciente. Esto se juzga favorablemente para el cumplimiento de las obligaciones de interés fijo con los fideicomitentes.
- El Fideicomiso es propietario de inmuebles cuyo valor nominal supera en casi 70% los fondos emitidos en 2012 según las tasaciones a diciembre de 2023. De acuerdo con estas, el valor de los inmuebles supera 101 millones de dólares en doce propiedades que se alinean con los requisitos previstos en el prospecto del Fideicomiso. Por otra parte, el patrimonio contable continúa siendo positivo.
- El flujo de ingresos por arrendamientos se encuentra en una relativa estabilidad, producto de las características de los inmuebles y los contratos de alquiler y han superado ampliamente las necesidades financieras requeridas para cubrir el flujo que aquí se califica.
- Las inversiones realizadas por el FFIRI, se adecúan al Modelo de Negocios definido para el Proyecto. A su vez, mantienen una adecuada diversificación geográfica, de tipologías, usos y subsectores económicos cumpliendo con el modelo de negocios. Esta diversificación, mitiga el riesgo inducido por el ciclo económico y constituye una fortaleza relevante para mitigar eventuales impactos sobre la generación de flujos. Este elemento pondera positivamente en las sucesivas actualizaciones de calificación.

¹. Disponible en care@care.com.uy

- Se ha consolidado un flujo de ingresos que reduce al mínimo el riesgo de generación de flujos en lo que respecta al pago de los intereses fijos. En efecto, la vacancia es baja y la cadencia de los vencimientos de los contratos vuelven robustos los ingresos del Fideicomiso, en lo que respecta a su generación para cubrir lo que aquí se califica. El Fideicomiso ha ampliado sus inmuebles, renovado contratos estratégicos y se mantiene evaluando oportunidades.
- En lo que refiere al mercado de oficinas, se mantienen las tendencias comentadas en actualizaciones previas. Carrasco, Punta Carretas y Pocitos se consolidan como nuevos nodos de oficinas en Montevideo. Por su parte, la tasa de vacancia del mercado se mantiene estable en los segmentos atendidos por el Fideicomiso, aunque en momentos de crisis, como durante el covid-19, el mercado habría ajustado por precio. Este elemento no estuvo presente en los inmuebles de oficina bajo gestión del Fideicomiso que mantuvieron vacancia reducida y no vieron afectados sus ingresos.
- En el sector logístico, no han habido cambios en los principales centros de atracción de estas actividades, ajustándose a espacios geográficos en los cuales el FFIRI tiene la propiedad de inmuebles (Zonamerica y Ruta 101). La expansión de los ejes logísticos entre Montevideo y Canelones continúa, beneficiándose de externalidades positivas y de los planes de ordenamiento territorial departamentales.
- En lo que refiere al mercado objeto de las inversiones del Fideicomiso, no parece revestir en la actualidad riesgos de interferencia negativa por parte de las políticas públicas. Sin embargo, se mantiene cierta incertidumbre sobre las nuevas modalidades de trabajo que han emergido y cómo esto modifica el rol de las oficinas, su estructura y la relación entre empleados y las empresas. En materia de políticas públicas no se destacan innovaciones que pudieran afectar negativamente al desempeño del mercado de oficinas con impacto en el desempeño del Fideicomiso

I. INTRODUCCIÓN

Alcance y marco conceptual de la calificación

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

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

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

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

Esta actualización tiene vigencia hasta el 30 de abril de 2025. No obstante, la misma puede variar ante la aparición de hechos relevantes.

1. Antecedentes relevantes y hechos salientes del período

Antecedentes relevantes

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

Se trata de una estructura financiera de inversión a largo plazo respaldada por un activo tangible que tiende a valorizarse y un flujo de ingresos en base a contratos de arrendamiento. El Fideicomiso Financiero de Inversión y Rentas Inmobiliarias (FFIRI) tiene como objetivo proveer a los inversores retornos a corto y largo plazo logrados esencialmente a través del alquiler de los inmuebles adquiridos por el Fideicomiso, y a la vez, aunque en menor medida, de la valorización de estos en el tiempo. El plazo máximo de la inversión es de 30 años.

Durante 2021-22, el FFIRI incorporó dos nuevos inmuebles: un inmueble comercial enfocado en el retail en una zona de relevancia comercial donde ya dispone de otros activos, y un centro de distribución arrendado a una compañía del sector comercial. El valor de adquisición fue de 5,7 millones de dólares, cerrando las operaciones entre fines de 2021 y los primeros días de 2022. La operación se financió parcialmente con apalancamiento y el Cap Rate se estimó en 8,55%. Esta adquisición no fue objetada por CARE.

Más recientemente, El Fideicomiso cerró un acuerdo con uno de sus arrendatarios para ampliar significativamente las instalaciones de almacenamiento de una de sus propiedades. Esta inversión fue aprobada en Comité de Inversión y se acompaña de una renovación en el contrato de alquiler y una refacturación en beneficio del Fideicomiso en un plazo de 12 años a partir de la entrega. La ampliación de esta propiedad por un monto de más de 6,8 millones de dólares tiene características adecuadas que la hacen compatible con el modelo de negocios del Fideicomiso. Esta inversión no fue objetada por CARE en tanto no constituye una innovación negativa sobre la calificación previa. La obra fue entregada y el nuevo contrato ya se encuentra vigente.

Los elementos anteriores han implicado un incremento de la inversión en Centros de Distribución e instalaciones industriales, constituyendo una ampliación de los límites de inversión previstos para este tipo de propiedades. Los mismos han sido aprobados por el Comité de Vigilancia.

El Fideicomiso ha tomado financiamiento bancario para reformar y ampliar el centro de distribución mencionado previamente. Este financiamiento asciende a 6,2 millones de dólares y también fue aprobado por el Comité de Vigilancia. La obra (en etapa de culminación) amplía la capacidad del Centro de Distribución y será pagada por el arrendatario, junto a una mejora significativa en las condiciones y extensión del contrato de arrendamiento.

Hechos salientes del período

- El nivel de ocupación general se mantiene elevado, ubicándose por encima del 97% en el total de metros cuadrados. El flujo de ingresos por arrendamiento también se mantiene firme, con reducidos niveles de atraso y el FFIRI ha renovado contratos de arrendamiento por aproximadamente un cuarto de los metros cuadrados arrendables. Es de notar que el balance de ocupación por inmueble se mantiene estable desde el cierre de 2023.
- La ampliación del Centro de Distribución comentado en la última actualización ya fue entregado al arrendatario, restando aún detalles de obra. Igualmente la extensión del contrato y el repago de la obra ya se encuentran en proceso, tal fue comentado en informes anteriores.

- El Fideicomiso ha afectado los fondos disponibles en inversiones inmobiliarias y ya cuenta con inmuebles cuya tasación supera ampliamente el monto de la emisión. Los inmuebles adquiridos, los contratos de alquiler y la cadencia de vencimientos de éstos, vuelven robustos los ingresos del Fideicomiso en lo que respecta a la generación de ingresos para cubrir lo que aquí se califica. Esto no se ha visto modificado en esta actualización.
- Para el año 2023, se han distribuido más de 4 millones de dólares entre los beneficiarios.

2. Información analizada

La información analizada en esta actualización fue la siguiente:

- Informes de Gestión del primer y segundo trimestre de 2024
- Informes de gestión de fondos del primer y segundo trimestre de 2024
- Informe del Comité de Vigilancia de primer semestre de 2024
- Calificaciones anteriores
- EE.CC intermedios del fiduciario al 30/06/24
- EE.CC. intermedios del fideicomiso al 30/06/24.
- Tasación de los inmuebles al 31/12/23
- Informe de Research Uruguay sobre la demanda del mercado inmobiliaria - agosto 2024
- Informe Sectorial inmobiliario elaborado por M. Sader y S. Calvete - octubre 2024
- Workplace Report Q1 2024
- Informe Sector inmobiliario y construcción - Uruguay XXI - Diciembre 2022
- Uruguay XXI; "Sectoros Construcción e Inmobiliario"; diciembre de 2022.
- Uruguay XXI; "Informe Anual de Comercio Exterior" Diciembre 2023

II. EL FIDEICOMISO Y LOS TÍTULOS MIXTOS

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

1. Descripción general

Denominación: Fideicomiso Financiero de Inversión y Rentas Inmobiliarias

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

Administrador: ICP Uruguay S.A.

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

Entidad Representante: Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay.

Cotización bursátil: Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay.

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

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

Moneda: Dólares

Importe de la Emisión: USD 60.000.000

Calificadora de Riesgo: CARE calificadora de Riesgo

Calificación de Riesgo: BBB +.uy

Manual utilizado Manual de calificación de finanzas estructuradas administradas por terceros

2. El análisis jurídico

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

Dicho análisis concluía:

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

3. Riesgos considerados

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

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

III. LA ADMINISTRACIÓN

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

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

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

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

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

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

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: 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
Total Activo	282.818	274.886	272.507
Pasivo Corriente	43.136	38.315	43.807
Pasivo no Corriente	212.146	211.246	204.187
Total Pasivo	255.281	249.561	247.994
Patrimonio	27.537	25.325	24.512
Total Pasivo y Patrimonio	282.818	274.886	272.507
Razon Corriente	0,81	0,68	0,62

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)
Resultado Operativo	9.911	8.471	14.033
Resultados Financieros	(6.541)	(6.966)	(11.743)
Resultados antes de impuestos	3.370	1.505	2.290
IRAE	(1.158)	(799)	(1.477)
Resultado del período	2.212	706	812
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. ICP Uruguay S.A (La Administradora)

ICP URUGUAY S.A. ("ICP") fue creada con el objeto de organizar y administrar el Fideicomiso Financiero de Inversiones y Rentas Inmobiliarias. ICP es responsable por la correcta administración de las operaciones del Fideicomiso, teniendo a su cargo las siguientes funciones y actividades: búsqueda y selección de inmuebles a ser adquiridos por el Fideicomiso; estructuración de las transacciones de adquisición de propiedades inmuebles o derechos sobre los mismo; llevar adelante el proceso de due diligence de los proyectos relacionados con las inversiones potenciales; selección y negociación de los términos de contratación con arrendatarios; y control de gestión de las propiedades; entre otras. Se han mencionado en anteriores informes de actualización las dificultades iniciales que tuvieron los administradores para implementar el plan de negocios. Superadas las mismas ya se han aplicado la casi totalidad de los fondos recibidos al objeto de la emisión, no obstante lo cual se han hecho nuevas inversiones recurriendo al crédito bancario.

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

En ocasión de la primera calificación realizada por CARE se analizó al detalle los vínculos de ICP Uruguay con el grupo chileno del mismo nombre en base a lo cual se verificó su idoneidad para realizar la tarea encomendada en esta operación. En tal sentido se recuerda que ICP Uruguay había firmado con fecha 30/11/2011 un contrato de prestación de servicios (asesoramiento integral para la implementación del plan de negocios del presente fideicomiso) con Independencia Administradora General de Fondos SA, firma chilena especializada en la materia. Con fecha 26/4/2018 esta última sociedad, cede en todos sus términos dicho contrato a la firma, también chilena, denominada Independencia Internacional SA. Se trata de un cambio dentro del mismo grupo empresarial por razones de orden interno que no modifica la sustancia del asunto.

Nada ha ocurrido desde entonces que hiciera cambiar la opinión de CARE al respecto. Su situación económica y financiera en este caso no es lo más relevante; sus ingresos dependen de la marcha del fideicomiso que, en última instancia, se constituye en el mejor indicador de su capacidad para administrar esta operación. Por otra parte, cuenta con el respaldo de sus accionistas del exterior. No obstante, CARE tuvo a la vista los EE.CC al 31/12/2023 y de la lectura de los mismos nada hace suponer que ICP incurra en riesgos de administración de las operaciones de este fideicomiso.

3. El Fideicomiso

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

El fideicomiso clasifica las inversiones en inmuebles como propiedades de inversión ya que las mismas se destinan a obtener rentas a través de su alquiler. Ha adoptado el método del valor razonable con cambios en resultados, sustentando dichos valores mediante tasaciones independientes. Este criterio también se aplica para las sociedades subsidiarias que no se consolidan sino que figuran según su valor patrimonial (es el caso de Obaland SA, propietaria de Art Carrasco Business). El importe que mejor representa la exposición del Fideicomiso a eventuales pérdidas por su participación en la subsidiaria es el valor de la inversión y los créditos mantenidos con la misma; al 30/06/2024 según el estado de situación a esa fecha dicho valor ascendía a \$ 318,7 millones (equivalente a USD 7,99 millones).

Al cierre del periodo analizado, el valor de las propiedades de inversión asciende a USD 92,4 millones; dicho valor no incluye las propiedades de OBALAND. Esto se puede observar con más detalle en otra sección de este informe.

El estado patrimonial y financiero del Fideicomiso al cierre intermedio del primer semestre de 2024 se refleja en los EE.CC que se exponen en los cuadros siguientes.

Cuadro 3: Estado de Situación del Fideicomiso (miles de \$)			
Concepto	30/6/2024	31/12/2023	31/12/2022
Activo	4.184.224	4.064.449	3.794.105
Activo Corriente	363.348	348.784	139.107
Activo no Corriente	3.820.876	3.715.665	3.654.998
Pasivo	2.960.050	2.824.745	2.730.166
Pasivo Corriente	245.043	176.582	181.947
Pasivo no Corriente	2.715.007	2.648.163	2.548.219
Patrimonio	1.224.174	1.239.704	1.063.938
Pasivo y Patrimonio	4.184.224	4.064.449	3.794.105
Razón Corriente	1,48	1,98	0,76
Patrimonio en USD	30.683	31.769	26.551

Fuente: EE.CC del Fideicomiso Financiero

Nota: el pasivo no corriente incluye intereses contingentes

Al tipo de cambio de cierre (\$ 39,898) el patrimonio contable equivalía a unos USD 30.7 millones.

Es pertinente recordar que, puesto que el compromiso a la emisión de los títulos es la devolución de los mismos más un interés fijo² mínimo del 2% anual, ambos conceptos se contabilizan como pasivo del Fideicomiso (no hay obligación de amortizar aunque sí de pagar el interés básico pero con una tolerancia de hasta 4 años). En este sentido, el Fideicomiso se encuentra al día. Se recuerda que los intereses contingentes no tienen vencimiento y mientras no se cancelen se capitalizan para, eventualmente, pagarlos en la liquidación del fideicomiso junto con los títulos. El patrimonio contable sigue siendo positivo por lo que, tanto los títulos como los intereses capitalizados están cubiertos.

Al 30/06/2024, el valor de los títulos³ mixtos arroja una cifra equivalente a unos USD 84.9 millones, compuesto por USD 60 millones que corresponden al importe de la emisión (capital) y el resto a intereses capitalizados.

Contablemente el pasivo financiero por los CP's en circulación es de USD 57.4 millones; asimismo mantiene un pasivo financiero con bancos de plaza por unos USD 10.5 millones.

Cuadro 4: Estado de Resultados del Fideicomiso (miles de \$)			
Concepto	30/6/2024	30/6/2023	31/12/2023
Ingresos por alquileres	138.799	119.947	302.915
Cambio de valor de las inversiones	98.476	(213.993)	191.836
Gastos Operativos	(59.885)	(47.539)	(100.252)
Resultado Operativo	177.389	(141.584)	394.500
Resultados Financieros	(122.919)	(42.472)	(195.733)
Resultado antes de impuestos	54.470	(184.056)	198.766
IRAE	(70.000)	26.041	(23.001)
Resultado Integral del periodo	(15.531)	(158.015)	175.766

Fuente: EE.CC del Fideicomiso Financiero

² El interés fijo de 2 % se paga anualmente dentro de los 120 días de cerrado el ejercicio; de no existir fondos disponibles se capitalizan y no se genera incumplimiento por hasta 4 años.

³ El valor nominal surge de la aplicación de la metodología propuesta por BEVSA y aprobada por el BCU como forma de estimar el valor razonable de los títulos emitidos. Al 30/6/2024 el valor del vector ascendió a 95,61519.

En el periodo se generaron obligaciones de pago por intereses de USD 598.4 miles (fijo) y USD 2.7 millones (contingente). La marcha de los negocios se analiza en detalle en otra sección.

Riesgos Considerados

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

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

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

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

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

1. Bienes fideicomitidos y aspectos descriptivos del proyecto

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

Según el contrato de Fideicomiso Financiero y el resumen recogido en el Prospecto de Emisión, el objeto principal del "Fideicomiso Financiero de Inversión y Rentas Inmobiliarias" es proveer a los inversores retornos a corto y largo plazo logrados esencialmente a través del alquiler de los inmuebles adquiridos por el Fideicomiso, y a la vez, aunque en menor medida, de la valorización de estos en el tiempo. Actualmente los inmuebles bajo arrendamiento se concentran en el sector oficinas y logístico, con una participación menor de inmuebles con destino comercial. Como se comenta a continuación, los principales drivers del retorno final del Fideicomiso mantienen resultados adecuados respecto a actualizaciones anteriores.

A junio de 2023, se realizó la entrega de la obra de ampliación de uno de los inmuebles orientados al sector logístico, lo que implica un aumento de más de 3.000 metros cuadrados del área arrendada. Esto implicó una inversión de más de 6 millones de dólares. La ampliación fue descrita en informes anteriores, y viene acompañada de una extensión por doce años del contrato de arrendamiento, lo que robustece el perfil del inmueble y constituye una mejora sustancial de los ingresos, en línea con los objetivos del Fideicomiso.

2. Evaluación de la inversión, riesgos asociados y sensibilizaciones

Las variables clave en el cumplimiento de los objetivos del Fideicomiso y la evaluación del cumplimiento de pago de la rentabilidad base prevista (2%) refieren a la evolución del precio de los alquileres, al cumplimiento del pago por parte de las empresas arrendatarias y a la tasa de ocupación de los inmuebles bajo gestión del FFIRI. Asimismo, incluye una orientación sobre la valorización de los inmuebles relacionada con el incremento de largo plazo del precio de estos, vinculado no solo a sus características sino también a eventuales mejoras o deterioro que puedan afectar las propiedades.

Los niveles de ocupación de los inmuebles propiedad del Fideicomiso se mantienen firmes en relación al cierre de 2023, sosteniendo las mejoras evidenciadas el año pasado. Al primer semestre la ocupación se mantiene por encima de 97% de la superficie arrendable. Es de notar que el registro se mantiene alto a pesar de la mayor superficie a arrendar. El FFIRI mantiene un flujo de ingresos por arrendamientos que tiene un adecuado nivel de diversificación entre sectores de actividad, localización y objeto de los inmuebles, lo que permite mitigar los riesgos de vacancia y robustece por tanto el flujo de ingresos del Fideicomiso.

Adicionalmente, de acuerdo a información al cierre de 2023, el valor total de los inmuebles asciende a 101 millones de dólares. Esto resulta en un incremento de más de 14% respecto al año anterior y se ubica casi 70% por encima de la emisión original. El cuadro 6 resume los valores de tasación para los inmuebles del FFIRI.

En línea con las actualizaciones previas, la ocupación se mantuvo firme, en tanto varios inmuebles se encuentran totalmente ocupados y los desafíos de vacancia se concentran en pocas propiedades. Los inmuebles del FFIRI se ubican en zonas atractivas, en especial los que refieren al sector logístico y de oficinas al este de Montevideo. En el caso de los inmuebles comerciales, de menor importancia relativa dentro de la cartera del FFIRI, mantienen ocupación por debajo del 50% pero tienen muy baja ponderación en la cartera. Este inmueble se encuentra en obra y bajo gestión del administrador en pos de cerrar acuerdos comerciales con nuevos inquilinos. El Administrador informa que se ha avanzado en negociaciones comerciales con un importante ancla y que las mejoras realizadas a la propiedad han tenido buena aceptación por parte de la comisión de patrimonio. El resto de los inmuebles mantiene la ocupación respecto a la actualización anterior.

Cuadro 5 – Valorización y ocupación de los inmuebles

Propiedad	Destino económico	Tasación 31/12/22 (MM USD)	Tasación 31/12/23 (MM USD)	% de Ocupación
Propiedad 1	Centro Comercial	6,1	9,4	46%
Propiedad 2	Centro Comercial			
Propiedad 3	Oficinas	7,7	7,8	100 %
Propiedad 4	Oficinas	13,6	13,6	100 %
Propiedad 5	Oficinas	7,7	7,8	84 %
Propiedad 6	Logística y Oficinas	7,1	7,7	100 %
Propiedad 7	Oficinas	8,2	7,3	94 %
Propiedad 8	Logística	18,5	28,2	100 %
Propiedad 9	Logística	4,9	4,6	100 %
Propiedad 10	Logística	9,1	9,5	100 %
Propiedad 11	Logística	5,8	6	100 %
TOTAL		88,6	101,9	97,3%

Fuente: CARE en base al Administrador

El Administrador mantiene un portafolio de propiedades cuyas características permiten mitigar riesgos de generación de flujos, en especial por su nivel de diversificación. En este sentido, cabe destacar:

- (a) una eficiente diversificación geográfica de los inmuebles adquiridos por el Fideicomiso,
- (b) los arrendamientos, están diversificados con empresas que tienen vínculos comerciales con la región, el resto del mundo y el mercado doméstico en diferentes sectores y
- (c) la cadencia de vencimientos de los contratos de alquiler y/o donde el inquilino tiene la opción de rescindir o renegociar las condiciones, son adecuadas para mitigar el riesgo de generación de flujos. Sobre este último punto, además de haber cerrado la extensión del contrato por 12 años luego de las obras realizadas en un centro de distribución bajo gestión del FFIRI en 2023, en el primer semestre de 2024 se extendieron cinco contratos nuevos por una superficie total de casi un cuarto de los metros cuadrados arrendables, de acuerdo a información del Administrador. Los elementos citados anteriormente constituyen una fortaleza respecto al stock de activos y a la gestión del Administrador, a juicio de CARE.

Por otro lado, que la emisión del Fideicomiso esté expresada en dólares y los ingresos provienen de contratos de alquiler situados en Uruguay (expuestos directa o indirectamente al riesgo cambiario) podría generar un eventual descalce de monedas. No obstante, en el FFIRI este riesgo se encuentra parcialmente mitigado por parte del Administrador a través de la diversificación de monedas. En particular, más del 50% de los contratos están denominados en moneda nacional reajutable y el resto en dólares. A continuación, se incluyen algunos gráficos que dan seguimiento a los puntos anteriores y que resaltan la diversificación de riesgos de los ingresos del FF. Es de notar que en las últimas actualizaciones el FFIRI incrementó su exposición al sector logístico que representa más del 50% de la cartera bajo gestión.

Gráfico 1 - Ingresos del FF por sector de actividad, proyectos inmobiliarios y monedas



Fuente: Informe de Gestión ICP Q4 2023

3. Generación de Flujos y sensibilización

A la fecha de esta actualización el FFIRI ha honrado los compromisos de interés fijo y se generaron los recursos suficientes como para cubrir la obligación que se califica (pago del interés fijo del 2%). Como es habitual en cada actualización, se realiza una simulación sobre el resultado financiero (entrada y salidas de efectivo) con el objetivo de sensibilizar su desempeño

De acuerdo a la información del primer semestre, **si se asume que los costos operativos de los inmuebles y del Fideicomiso se mantienen rígidos en el tiempo, los ingresos por alquileres del Fideicomiso deberían verse reducidos en 45% para que el Resultado financiero sea negativo⁴**. Dado que los gastos han evolucionado por debajo de lo presupuestado, aún incorporando el presupuesto a esta sensibilización los resultados continúan siendo adecuados. Como se desprende de lo anterior, una baja de este calibre de los ingresos es un escenario que tiene muy baja probabilidad de ocurrencia, dado el desempeño histórico del FFIRI, reforzado por la diversificación de activos que se comentó previamente. **En función de lo anterior, se puede considerar que el riesgo de generación de flujos para el pago de intereses fijos y mantenimiento del Fideicomiso continúa siendo muy bajo.**

⁴ Esta sensibilización debe tomarse como una referencia y tiene muy baja probabilidad de ocurrencia. Incluso durante la crisis de 2020-21, estos registros se mantuvieron en niveles adecuados.

Cuadro 6. Esquema del resultado financiero del Fideicomiso al primer semestre de 2024

Concepto	Mill. de dólares
INGRESOS DEL FIDEICOMISO*	4,2
INTERESES FIJOS*	- 0,6
GASTOS fijos y variables (incluye IVA) *	- 1,2
Gastos operativos de Inmuebles	- 0,5
RESULTADO	1,9

* Valores aproximados.

Fuente: Datos estimados por CARE en base a ICP

4. Evolución del precio de los inmuebles en el largo plazo

Como se detalla en el Prospecto de Emisión, el retorno de la inversión en el FFIRI depende principalmente de la calidad de los contratos de alquiler y la valorización de los inmuebles durante la vigencia de la inversión. En concreto, el modelo de negocios supone una valorización anual en dólares de los inmuebles de 2,5%, la cual se encuentra proyectada dentro del Flujo de Fondos esperado. Este supuesto se sensibiliza en base a dos enfoques alternativos que permiten tener una referencia teórica respecto a la evolución del precio de los activos inmobiliarios en el largo plazo y se compara, además, con la valorización efectiva de los inmuebles durante los años de vigencia del Fideicomiso.

Por un lado, a precios constantes en pesos, el precio de los inmuebles tiende a crecer en el largo plazo acompañando el crecimiento promedio de la economía, al cual se le descuenta una depreciación por uso. En tanto el Fideicomiso está emitido en dólares, la valuación de la garantía colateral inmobiliaria se podría proyectar utilizando la variación anual del PIB, sumarle el cambio en el valor del dólar respecto al peso uruguayo y restarle una depreciación por uso. De esta forma, siguiendo esta metodología y tomando valores de largo plazo (los 30 años comprendidos entre 1990 y 2019), el valor en dólares de los activos inmobiliarios se tendría que haber apreciado en moneda local constante un 2,8% anual por concepto del crecimiento del PBI⁵ y un 3,8% anual por la pérdida del valor del dólar en el tiempo⁶. A su vez, se podría suponer una tasa de depreciación de 2%, si asumimos una vida útil del inmueble de 50 años. En suma, la aplicación de esta metodología brinda una apreciación promedio de los inmuebles en el largo plazo de 4,6% anual.

Por otro lado, una alternativa para evaluar lo anterior es observar la evolución del Índice del Costo de la Construcción (ICC) en dólares corrientes. Este índice aproxima el costo de reposición del inmueble, que si bien hace referencia a tipologías de vivienda (sin ser este el foco del FFIRI), es la mejor aproximación disponible en una serie histórica para aproximar los principales rubros de costos de la construcción. De esta forma, si se toma la evolución del ICC de los últimos 30 años y se le resta la misma tasa de depreciación utilizada previamente, esta metodología supone una apreciación promedio en dólares de los inmuebles en el largo plazo de 2,9% anual.

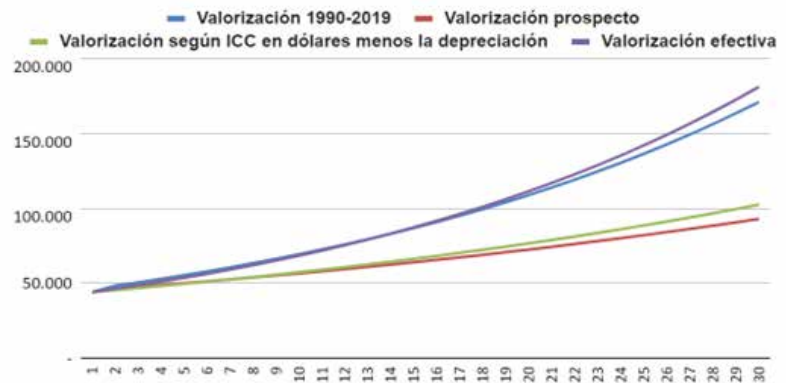
El Prospecto de Emisión supuso una valorización de los inmuebles del 2,5% anual para el cálculo de los Flujos de Fondos esperados, guarismo que se encuentra por debajo de la valorización de los inmuebles en el largo plazo de acuerdo de las metodologías propuestas. De igual forma, la valorización anual de los inmuebles del Fideicomiso presente en los Estados Contables

⁵ De acuerdo a la serie histórica para el Producto Bruto Interno del Instituto de Economía de la Facultad de Ciencias Económicas y de Administración y el Banco Central del Uruguay.

⁶ De acuerdo a la serie histórica de la cotización del dólar interbancario del Instituto Nacional de Estadística.

se encuentra por encima de la valorización supuesta en el Prospecto de Emisión, en tanto, los inmuebles se habrían apreciado aproximadamente 5% en promedio anual durante la vigencia del Fideicomiso⁷. Por lo anterior, la valorización proyectada en el Prospecto de Emisión se juzga conservadora para cumplir con las obligaciones previstas.

Gráfico 2 - Simulación de la evolución del precio de los inmuebles en el largo plazo en base a diferentes metodologías de cálculo



Fuente: CARE

Riesgos considerados:

Riesgo de generación de flujos. A partir de lo anterior se trata de señalar la capacidad de generar los flujos en el plazo pactado. A la luz del desempeño reciente, las condiciones de ocupación y el flujo de ingresos por arrendamientos, junto a una adecuada diversificación de activos, se considera que existe un riesgo de generación de los flujos muy bajo y posible de ser controlado a tiempo. *Riesgo muy bajo.*

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

⁷. No se consideran los últimos inmuebles ingresados a la cartera sobre entre 2022 y 2023.

V. EL ENTORNO

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

En lo que sigue se realiza un breve análisis del entorno macroeconómico de forma de sentar las bases para el posterior análisis de los mercados relevantes para el Fideicomiso Financiero de Inversiones y Rentas Inmobiliarias. Luego se desarrolla el contexto y perspectivas para el mercado inmobiliario, con foco en los subsectores relevantes para el FFIRI. Finalmente se abordan las políticas públicas relevantes para el mercado de interés.

1. Entorno macroeconómico nacional e internacional

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

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

A lo anterior se agregan dos novedades a nivel global que afectan el balance de riesgos. Por un lado, la escalada del conflicto en Medio Oriente podría configurar un escenario negativo de aumento de incertidumbre global, en especial en la medida que el conflicto involucra a nuevas naciones y se extiende geográficamente con el involucramiento del Líbano e Irán. Por otro lado, China ha anunciado una serie de estímulos monetarios, y en menor medida fiscales al momento, que tienen como objetivo que la economía retome

un crecimiento de 5% en el corto plazo. Este evento podría configurar una mejora de la demanda global, 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 3 y 4 – 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 como lo fue 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.

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 5 y 6 – Tasa de Política Monetaria e Inflación en Uruguay (izq.) y Evolución del PIB y proyecciones (der.)



Fuente: INE y BCU

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

En lo que refiere al mercado laboral, si bien la economía casi no creció en 2023, el mercado de trabajo continuó evidenciando señales positivas. En este sentido, durante 2023, se han creado 40 mil puestos de trabajo de acuerdo a lo publicado por el INE y se crearían en torno a 100 mil puestos desde el comienzo de este período de Gobierno. A nivel salarial, los salarios reales tuvieron un importante crecimiento durante 2023-2024, producto del incremento nominal que aún recoge cierto rezago post-pandemia y vinculado a la moderación inflacionaria. Todo lo anterior configura un escenario positivo para los ingresos de los hogares.

Gráficos 7 y 8 – Mercado laboral (izq) e Índice Medio de Salarios Reales (der.)



Fuente: INE

2. Mercado inmobiliario

a. Breve contexto histórico

El sector inmobiliario representa aproximadamente el 12% del PIB de la economía uruguaya y alcanza a aquellas actividades dedicadas a la intermediación en la venta y alquiler de bienes inmuebles ya sea destinados a vivienda, oficinas, locales comerciales, entre otros. Este ha venido aumentando su actividad de manera sostenida desde 2003 después de una profunda crisis sectorial entre 1999 y 2002. A partir del 2003, comienza una recuperación que evidenció al menos dos fases diferenciadas. Una primera de alto crecimiento (2003 – 2015), que comenzó con un boom inmobiliario en el sector agropecuario y construcciones destinadas al sector de altos ingresos y luego se orienta hacia la construcción de vivienda destinada al sector medio y medio alto de la población, apalancado en un moderado incremento del crédito y estímulos fiscales.

Posteriormente, se registró una segunda fase (2015 – 2019), más moderada, en la que se aprecia un ciclo de crecimiento tendencial marcado por cierta volatilidad. El 2017 fue un año bisagra en el que se revitalizó la inversión inmobiliaria de vivienda, con una clara concentración en proyectos en las zonas más valorizadas de la ciudad de Montevideo y Punta del Este. Este proceso se enlentece en 2018 producto de una coyuntura regional adversa, en la que el mercado inmobiliario en Uruguay recibe el shock negativo de la devaluación en Argentina

La irrupción de la pandemia y sus efectos globales trajeron aparejado un importante incremento de la incertidumbre que limitó el dinamismo del sector inmobiliario. Desde entonces, el sector ha evidenciado **una importante mejoría con un relanzamiento, un aumento de la transaccionalidad impulsados por mayor inversión en desarrollos y un incremento de la demanda**. Algunos sectores han tenido un muy buen desempeño, como la vivienda dado la recuperación de los ingresos de los hogares y el aumento del crédito, en el marco de la apreciación del peso uruguayo. **En el caso del sector corporativo, de oficinas, luego de el shock negativo de la crisis sanitaria, se ha recuperado producto de la llegada de nuevos demandantes (con estándares más elevados), la reconfiguración de los espacios de trabajo y la descentralización territorial del real estate corporativo. Todo esto implicó el desarrollo de nuevos emprendimientos, manteniendo niveles de vacancia reducidos en los ya existentes. A continuación se detalla el desempeño reciente de este último sector, relevante para el FFIRI**

2.a.i 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 m², 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 m² 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. **Por su parte, la tasa de ocupación del FFIRI se mantiene muy alta, luego del crecimiento de 2023.**

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.

Es importante notar que a pesar de la continua incorporación de metros cuadrados al stock de oficinas, en segmentos similares en los que el FFIRI opera, ni la vacancia ni los precios se han visto impactados negativamente. No se prevé que esto se modifique en el corto plazo.

2.a.ii Logística

El sector logístico en un sentido amplio incorpora todas las actividades que refieren a la distribución de bienes y servicios, en especial el transporte, almacenamiento, coordinación de la cadena de suministros, gestión de activos, entre otros. Este sector facilita la coordinación entre distintas industrias, y entre éstas y el consumidor final. Por tanto, el sector logístico interviene activamente en las exportaciones e importaciones de bienes, a través del transporte y almacenamiento, entre otras actividades; de la logística intermedia entre proveedores e industrias y de la conexión entre las industrias y los mercados, los consumidores finales. En particular, sobre esta última el crecimiento demográfico en los centros urbanos del Área Metropolitana de Montevideo ha generado zonas de alta densidad de población que atraen el establecimiento de instalaciones comerciales y servicios. Estos cambios impactan en la logística de última milla, también denominada "Distribución Urbana de Mercancías" (DUM). Esta definición abarca todos los movimientos relacionados con la actividad comercial y el suministro y distribución de bienes en las ciudades". Justamente orientado a este segmento es que se encuentran los inmuebles logísticos operados por el FFIRI.

De las empresas que requieren algún tipo de movimiento de cargas, una cantidad importante se acumulan en la zona central y costera de la ciudad, lugar donde están ubicados los barrios con mayor densidad poblacional. En lo que respecta al mercado inmobiliario para la actividad industrial y logística, se debe notar que su desarrollo se ha trasladado a las afueras de Montevideo, situándose en los límites con los departamentos de Canelones y San José. Los principales ejes de transporte son la Ruta 1, la Ruta 5, la Ruta 101, la Ruta 8 y la Ruta 102 y existen planes territoriales específicos que han apuntalado el desarrollo de estos ejes. **Estos ejes coinciden con las zonas donde el FFIRI tiene sus inmuebles dedicados al sector logístico, en especial los ejes de la Ruta 101 y 102.**

A este respecto, durante los últimos años la cantidad de metros cuadrados de depósitos logísticos construidos ha ascendido a 155 mil metros por año aproximadamente. De todas formas, debe considerarse que estos han tenido una tendencia alcista hasta el año 2012 para luego decrecer y comenzar a estabilizarse en un nivel más bajo.

En cuanto a los activos inmobiliarios dentro del portafolio del Fideicomiso destinados al sector logístico, debe tenerse presente que estos tienen un alto nivel de ocupación, todos ellos ubicándose en los ejes logísticos citados previamente y que se encuentran en crecimiento. En este sentido, los inmuebles de este segmento han mostrado un desempeño sólido y se adecúan en prestaciones a las necesidades del sector que demanda este tipo de servicios.

3. Las políticas públicas

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

En esta línea, Uruguay cuenta con un marco legal específico para el desarrollo de la actividad industrial y logística en el país. Por citar algunas de las más importantes: Ley de Zonas Francas; Ley de Parques Industriales y Ley de Inversiones. Este marco normativo de política pública se ha mantenido durante décadas y es de muy baja probabilidad que se modifique de forma que afecte negativamente la actividad sectorial con impacto significativo en el correcto desarrollo de la actividad del Fideicomiso. El único elemento que podría implicar un desarrollo negativo para el sector podría ser eventuales cambios en el régimen de zonas francas producto de desarrollos globales en términos de tributación y ventajas impositivas. De todas formas, esto es una discusión aún en progreso a nivel internacional con resultados inciertos.

En cuanto al mercado de oficinas, no se esperan cambios sustanciales desde las políticas públicas, al tiempo que el esquema de trabajo presencial parece volver a la normalidad de forma paulatina. El único elemento que podría impactar indirectamente en el sector de oficinas se refiere a la legislación del trabajo, en especial en lo que refiere al trabajo a distancia. Si bien se ha promulgado una Ley de Teletrabajo (n°19.978) que no parece haber modificado las preferencias de las empresas y trabajadores, este tema es aún incipiente y podría ser sujeto de revisión en algún momento. En cuanto a la oferta de oficinas, los estímulos fiscales asociados a los regímenes generales de COMAP o a emprendimientos de Gran Dimensión Económica han sido un elemento que ha apuntalado algunos desarrollos recientes en el mercado de oficinas del segmento A + y A. Sin embargo, en el marco de las elecciones generales algunos partidos políticos se han pronunciado por potenciales revisiones a los esquemas de exoneración tributaria vigentes a nivel general, en tanto sostienen que el Gasto tributario requiere revisiones para poder atender otras necesidades sociales, Si bien estas propuestas aún no han sido desglosadas, la Vivienda Promovida, los regímenes Comap y otros esquemas sectoriales específicos podrían ser sujetos de revisión en el futuro, dependiendo el resultado del proceso electoral.

4. Conclusiones sobre el entorno

El riesgo mercado. Entendido como la posibilidad de que los negocios inmobiliarios del Fideicomiso se desarrollen con una adecuada trayectoria se encuentran acotados. El mercado de oficinas mantiene el dinamismo y la incorporación de metros cuadrados se mantiene, sin afectar negativamente en los precios o la ocupación de los espacios. La logística, mantiene su atractivo y los inmuebles del FFIRI coinciden con las tendencias del sector en cuanto a prestaciones y localización. *Se considera un nivel de Riesgo bajo.*

El riesgo de políticas públicas. Se encuentra acotado en tanto históricamente los sucesivos gobiernos han tenido reducida incidencia en los subsectores inmobiliarios de interés para el Fideicomiso. No se advierten amenazas en lo que respecta al riesgo político, salvo por la revisión de las exoneraciones tributarias que han beneficiado al desarrollo del sector de oficinas. El desarrollo territorial de las actividades logísticas se encuentra enmarcado en planes de desarrollo departamentales que están estrechamente vinculados a los ejes logísticos donde el FFIRI desarrolla sus actividades. *Se considera un nivel de Riesgo bajo.*

VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

El dictamen se construye a partir de la asignación de ponderadores y puntajes a los factores de riesgo que integran cada área de riesgo (los títulos, la fiduciaria y el administrador, los activos subyacentes y el flujo de fondos, y el entorno). Dispuestos en una matriz, los indicadores de cada factor en cada área de riesgo van generando puntajes a juicio del comité calificador que van conformando el puntaje final. Éste se corresponde con una nota de acuerdo con el manual de calificación.

En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos - tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación BBB + (uy)⁸ de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez



Ec. Santiago Rego

⁸ **BBB +.uy.** Se trata de instrumentos que presentan un riesgo medio bajo para la inversión, ya que evidencian un desempeño aceptable y suficiente capacidad de pago en los términos pactados. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, y las características del entorno, dan en conjunto moderada satisfacción a los análisis practicados, sin perjuicio de alguna debilidad en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo. Podría incrementarse el riesgo del instrumento ante eventuales cambios previsibles en los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, o en la economía en su conjunto. La probabilidad de cambios desfavorables previsibles en el entorno es de baja a media baja, y compatible con la capacidad de la administradora de manejarlos, aunque incrementando el riesgo algo más que en las categorías anteriores. **La inclusión del signo + indica que la calificación se acerca al escalón superior. Grado de Inversión mínimo.**