

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

Montevideo, abril de 2025

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

Calificación de Títulos de Deuda del “Fideicomiso Financiero Peninsula Rentals” 04 - abril - 2025

Certificados de Participación	por hasta 442.810.000 de UI (Total emitido UI 361.814.005).
Distribuciones:	Anualmente según resultados acumulados. Realizados según procedimiento establecido.
Activo Fideicomitado:	Bienes inmuebles, contratos de alquiler y fondos líquidos e instrumentos financieros adquiridos o mantenidos en propiedad fiduciaria por el fideicomiso.
Fideicomitentes:	Suscriptores iniciales de los CP's
Emisor y Fiduciario:	TMF Uruguay AFISA
Administrador:	Peninsula Rentals SRL
Entidad Registrante:	TMF Uruguay AFISA
Entidad Representante:	BEVSA
Fecha de suscripción de los CPs	28 de julio 2017
Plazo:	Actualmente hasta diciembre de 2028 (11 años y medio).
Administración y pago:	TMF Uruguay AFISA
Comité de Calificación:	Julio Preve, Martín Durán y Adrián Tamber.
Calificación de riesgo:	BBB.uy
Vigencia de la calificación:	30 de noviembre de 2025 ¹ .
Manual utilizado:	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros

¹. La nota puede cambiar ante la aparición de hechos relevantes.

Resumen General

CARE ha actualizado la calificación de los certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero "Península Rentals", manteniendo la calificación BBB. uy de grado inversor.

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

a) Respetto de los títulos

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico ofrece las garantías necesarias tal como se consignara en el informe jurídico que se adjuntara como anexo en la calificación original .

b) Respetto de la Administración

- De modo especial se evaluó oportunamente en la calificación original la capacidad de gestión de la empresa Península Rentals Uruguay S.R.L. administradora del proyecto. Estas evaluaciones ponderan de modo significativo en la calificación realizada. La empresa sigue demostrando capacidad de adaptarse a los requerimientos del mercado y llevar adelante el proyecto.
- El período de inversión culminó en julio de 2021 y actualmente se está transitando por la etapa de gestión del portafolio y se ha iniciado el período de desinversión.
- La gestión del administrador es clave para aprovechar los ingresos previstos por concepto de alquileres así como por el ingreso de la venta posterior de los inmuebles (upside de precio). El upside bruto (calculado como la diferencia entre el precio de venta y el costo de adquisición, sin considerar los costos del fideicomiso), se viene ubicando promedialmente en 15,6% en UI o 32,0% en dólares.

c) Respetto del activo subyacente

- Un negocio que desde el punto de vista económico-financiero continúa ofreciendo perspectivas de lograr el propósito proyectado, aunque la evolución de los precios de los inmuebles en la moneda de la emisión ha deteriorado la TIR esperada. Esta reducción de los precios de los inmuebles en UI se debe fundamentalmente a la apreciación del peso y a que estos activos se comercializan en dólares.
- Dado que no se vienen alcanzando los objetivos económicos y financieros esperados, se realizó en setiembre de 2024 una asamblea de beneficiarios para ajustar el contrato de Fideicomiso. Los principales cambios aprobados refieren a: un ajuste a la baja en la remuneración del administrador desde enero 2024; la definición de las condiciones mínimas que deben cumplir los precios de venta (precios mínimos) y la modificación del plazo finalización del fideicomiso. El plazo se extendió hasta diciembre de 2028, ya que la exigencia de los precios mínimos muy probablemente retrase el ritmo de venta.

². Ver www.care.com.uy.

- Se han cerrado acuerdos de inversión en 8 emprendimientos, que involucraron la adquisición de un total de 371 viviendas y 182 garajes por un monto total de poco más de 337 millones de UI, comprometiendo de esta manera el 76% del total de la suscripción. Todas las obras ya están terminadas y entregadas al Fideicomiso, se han firmado todos los compromisos de compraventa, se han puesto en alquiler y se ha comenzado con la venta de unidades. A diciembre de 2024 se habían concretado las ventas de 47 apartamentos y 21 garajes, no hubo ventas en el segundo semestre del año, seguramente porque los precios mínimos por el momento están por encima de los valores de mercado (+12,9%). Por su parte, el 97% de los apartamentos y el 96% de los garajes están alquilados, alcanzándose un caprate del 6,0% sobre el portafolio total.
- El proyecto planteó en el prospecto una tasa interna de retorno del 8,17% en UI que fue en su momento sensibilizada satisfactoriamente por CARE ante escenarios negativos. Se presenta una nueva estimación de la TIR, que se mantiene por debajo de la proyectada en el prospecto, y se explica en gran medida por la reducción del precio de venta de los inmuebles en UI como consecuencia del fortalecimiento del peso uruguayo respecto del dólar, moneda -esta última- con la que se ofrecen en venta los inmuebles en el Uruguay. La nueva TIR estimada por el operador para el escenario actual de ventas (precios de mercado) es de 3,9% en UI³, mientras que si se consideras los precios mínimos definidos en el contrato de fideicomiso la TIR sería de 5,7%. Finalmente si se estima la TIR en dólares, incluso considerando los precios del escenario actual de ventas, la TIR sería del 8,5%.
- Desde 2022, el escenario de suba de precios locales combinado con una baja del tipo de cambio, ha generado dificultades para establecer los precios de venta de las unidades del fideicomiso. El ratio USD/UI, considerando la cotización interbancaria, muestra una caída de 13% entre el 1 de enero de 2022 y el 31 de diciembre de 2024. Eso implica que, para alcanzar los objetivos en materia de rentabilidad original del negocio, el precio en dólares de los inmuebles debería haberse ajustado al alza en mayor proporción. Las modificaciones realizadas al contrato del Fideicomiso buscan corregir esta situación: bajar costos fijos, retrasar ventas hasta que de alguna manera se corrijan los precios relativos y alargar el plazo del fideicomiso.

d) Respecto del entorno

- El mercado inmobiliario ha evolucionado favorablemente luego de la pandemia y de sus efectos negativos sobre el desarrollo del sector. Una vez controlada la crisis sanitaria, el sector ha mostrado una importante mejoría evidenciada con un relanzamiento del sector, el aumento de la transaccionalidad y aumentos de la demanda apalancados en la recuperación de los ingresos de los hogares, el aumento del crédito, el fortalecimiento del peso uruguayo y algunos cambios normativos.

³. La TIR mejoró levemente como consecuencia del aumento del dólar sobre finales del 2024. En la actualización anterior la TIR estaba en 2,3% para el escenario actual de ventas.

- No es esperable cambios significativos en el contexto macroeconómico y sectorial que modifiquen sustancialmente el desempeño reciente del mercado. La principal novedad en este sentido está vinculada a la debilidad del peso desde octubre 2024, asociada principalmente a factores externos, que puede implicar cierto enlentecimiento de la demanda como ya se ha observado en el crédito hipotecario. Mas allá de esto, los fundamentos de la demanda se mantienen sólidos, la cantidad de viviendas en producción viene en aumento y los fundamentos socio-demográficos de la demanda continúan evolucionando de acuerdo a las tendencias recientes.
- Por su parte, los precios de los alquileres han moderado sus aumentos y han actuado como un elemento clave del mercado inmobiliario en los últimos años, recogiendo el impacto de la nueva oferta inmobiliaria en Montevideo, probablemente estimulada por la vivienda promovida.
- Según se destaca en la sección V de este informe, el mercado viene demandando tipologías constructivas en línea con las que tiene este Fideicomiso.
- En cuanto a las políticas públicas sectoriales, existe buena aceptación del espectro político nacional, sobre la consolidación de estímulos tanto a la oferta como a la demanda de vivienda en el segmento socioeconómico que focaliza el negocio en cuestión. 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.

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para actualizar la calificación de los certificados de participación en el dominio fiduciario del fideicomiso financiero denominado “Fideicomiso Financiero Península Rentals”.

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

El marco conceptual de esta calificación supone un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica el desempeño esperado del fideicomiso, su capacidad de generar en el tiempo utilidades, conforme al proyecto de ejecución o al plan de negocios que la administración está mandatada a realizar, pudiendo modificarlo solo con arreglo a determinados procedimientos. Admitido el rango de Tasas Internas de Retorno (en adelante TIR) derivado de múltiples simulaciones realizadas por CARE como razonables para el proyecto en la primera calificación, las siguientes no se vinculan estrictamente con la obtención de estas cifras. En efecto, no se trata en este caso de una emisión con compromiso de rentabilidad fija. Por tanto la nota no dependerá estrictamente del alcance de las TIR calculadas en el proyecto ni de los costos de oportunidad del capital de los inversores. En definitiva, la nota seguirá entre otros criterios el cumplimiento del proyecto y el alcance de una rentabilidad mínima que se juzgue aceptable en ocasión de cada recalificación.

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

2. Antecedentes generales y hechos salientes del período

2.1. Antecedentes generales

- El objetivo del Fideicomiso es generar rentabilidad para los Titulares de los CPs a través de la inversión de los fondos aportados a través de:
 - (i) La compra de bienes inmuebles, ya sea tanto aquellos que estén totalmente construidos y habitables, como aquellos que se encuentren en proceso de construcción o en el pozo.
 - (ii) El arrendamiento de los bienes adquiridos, así como el arrendamiento de éstos con opción a compra;
 - (iii) Adicionalmente, el Fideicomiso podrá llevar a cabo la venta directa de los bienes inmuebles previamente adquiridos, o enajenar dichos bienes a plazo, siempre dentro de los límites de inversión previstos en el contrato de Fideicomiso.
- El plazo original del Fideicomiso era de siete (7) años, contados desde el inicio de actividades, o hasta el momento en que se liquidaran todos los activos del Fideicomiso y se cancelaran todas las obligaciones derivadas del mismo⁴. El plazo estaba dividido en tres períodos: de inversión y desarrollo, de dos (2) años, de gestión activa del portafolio, de tres (3) años y un período de liquidación de portafolio, de dos (2) años más; estos plazos podían ser prorrogables por iniciativa del administrador, siempre que cuente con el voto favorable de al menos un titular y una mayoría superior al 75% de los certificados de participación en circulación. En la Asamblea de Beneficiarios del 13 de setiembre de 2024 se realizó la última extensión del plazo del fideicomiso el cual estaría culminando en diciembre de 2028.
- El 27 de julio del 2017, en la Bolsa Electrónica de Valores (BEVSA), se suscribieron Certificados de Participación del Fideicomiso Financiero Península Rentals por un total de 442.810.000 Unidades Indexadas (aproximadamente 57 millones de dólares en la fecha de emisión).
- El 3 de mayo de 2018, la Asamblea de Beneficiarios a propuesta del administrador aprobó la modificación de la Política de Inversión mejorando el poder de negociación del fideicomiso frente a los desarrolladores inmobiliarios, flexibilizando los porcentajes de participación, entre otras cosas (como se detallara en anteriores actualizaciones).
- El plazo de inversión se fue extendiendo en el tiempo y culminó en julio de 2021.
- Los cambios en la política de inversión del Fideicomiso lograron destrabar la ejecución del plan de negocios permitiendo en forma rápida avances en 8 emprendimientos inmobiliarios.
- o **Proyecto Met Parc.** Este fue el primer acuerdo y se realizó previo al cambio en la política de inversión. Son 59 viviendas y 22 cocheras de un total de 127 viviendas y 50 cocheras. Se han comercializado 12 apartamentos y 3 garajes y es uno de los edificios que ha mostrado mayor aceptación en el mercado, El edificio mantiene muy buenos niveles de ocupación, actualmente con el 96% de las unidades alquiladas

⁴ Este plazo fue modificado en dos oportunidades (un año cada vez), por lo que el plazo será de 9 años, finalizando en julio de 2026.

- o **Nostrum Centenario y Nostrum Plaza.**- Se compraron 14 viviendas y 13 cocheras del proyecto “Nostrum Centenario”, y 16 viviendas y 16 cocheras del proyecto “Nostrum Plaza”. Estos dos proyectos refieren a la adquisición de unidades desarrolladas por Altius Group, motivo por el cual se debieron cumplir con una serie de requisitos específicos establecidos en el contrato de fideicomiso para este tipo de adquisiciones. Se han vendido 8 apartamentos y 8 cocheras y en términos de alquiler, al 28 de agosto 2024 se contaba con una ocupación del 90% en Nostrum Plaza y del 92% en Nostrum Centenario.
- o **Proyecto Arrayán.** Se adquirieron 51 viviendas y 29 cocheras que responden al 72% del edificio. Las unidades se están alquilando con normalidad, existiendo al 28 de agosto un 98% de ocupación. Se han vendido a la fecha 2 apartamentos.
- o **NEO Costa.**- se adquirieron 47 unidades del proyecto Aires de Lagomar construidos por el Fideicomiso Financiero CasasUru. Este proyecto ahora se llama NEO Costa, tiene muy buena aceptación y el nivel de ocupación actual es de 100%. Se han vendido 2 unidades.
- o **Edificio 8cho.** Se adquirieron 59 apartamentos y 33 garajes que es el 68% del edificio. Al 29 de febrero el nivel de ocupación era de 96%. Se están ofreciendo unidades para la venta.
- o **Escollera.**- Se adquirieron 56 unidades y 36 garajes que han sido construidos por el Fideicomiso Financiero Compass, esa compra implicó el 52% del edificio. Al 28 de agosto 2024 el complejo presentaba un nivel de ocupación de 96%, se han vendido 16 apartamentos y 9 garajes, observándose una buena aceptación del producto.
- o **NEO Sur.**- El edificio Quijano, ahora denominado NEO Sur. El Fideicomiso adquirió el 100% del edificio, que son 69 apartamentos y 33 garajes. Al 28 de agosto el complejo presentaba un nivel de ocupación de 94%, las unidades se están ofreciendo para la venta, pero aún no se han concretado negocios.

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

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

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

- Ya se han firmado las compraventas definitivas de los ocho emprendimientos, que involucraron la adquisición de un total de 371 viviendas y 182 garajes por un monto total de 337.540.348 Unidades Indexadas. De este modo, el Fideicomiso comprometió el 76% del total del monto suscrito.
- A excepción de los Proyectos Nostrum Plaza y Nostrum Centenario, el Fideicomiso tiene más del 50% de la copropiedad en todos los acuerdos.
- La etapa de arrendamientos comenzó a fines de enero de 2019, con la recepción de las primeras unidades del proyecto Met Parc, y la etapa de ventas comenzó sobre fines de 2021, con el mismo edificio.
- El 27 de enero de 2021 falleció Mauricio Levitin, director ejecutivo de Península Investments Group y también integrante del directorio de Altius Grupo. Pese a ser una figura importante del ambiente inmobiliario y del Grupo Península, este hecho no ha generado cambios en la marcha de este fideicomiso.
- Con fecha 11 de noviembre de 2022 se aprobó la primer distribución de utilidades por la suma de \$ 46.900.000. A fines de febrero 2024 ya se han distribuido un total de 327 millones de pesos.
- El 31 de enero de 2023 se realizó una Asamblea de Beneficiarios con la participación del 100% de los tenedores de CPs a los efectos de aprobar la cuarta modificación del Contrato de Fideicomiso. La modificación acordada refirió a un cambio puntual del mecanismo de distribución haciéndolo más flexible y por tanto se mejora la velocidad de distribución de la liquidez excedente.
- A diciembre de 2023 se presentó la tasación de los inmuebles en propiedad del fideicomiso, que correspondía a 328 apartamentos y 161 garajes/cocheras. El monto total de la tasación fue de 366,0 millones de unidades indexadas, equivalentes a 54,6 millones de dólares. Los valores de la tasación estaban apenas un 0,6% por debajo de los valores considerados en el escenario actual de ventas.

2.2. Hechos salientes del período

- Entre el 12 y el 13 de diciembre se realizó la décima Asamblea de Beneficiario con la participación del 100% de los tenedores de CPs y se aprobó una nueva modificación del contrato de fideicomiso. Las modificaciones son el resultado las negociaciones que se realizaron desde diciembre de 2023, con motivo de que no se han alcanzado los objetivos económicos y financieros esperados. Los principales cambios son los siguientes:
 - o Condiciones mínimas (acumulativas) que deben cumplir los precios de venta de los inmuebles para que se considere la venta satisfactoria:
 - El precio de venta neto debe ser igual o superior al precio de compra más un 20%, más un 0,826% por cada trimestre cumplido desde el momento de compra. (en UI).

- El precio por metro cuadrado deberá ser superior o igual a 18.000 UI más un 0,826 por cuatrimestre cumplido desde el 1 de enero de 2020.
 - El precio de venta debe ser mayor o igual al precio de tasación
- o Se ajustó a la baja (un 50%) la remuneración del del Administrador desde el 1 de enero de 2024 y hasta la finalización del Fideicomiso. La remuneración es variable y es un porcentaje del flujo de fondos efectivo de las actividades operativas.
 - o Se extendió el plazo de finalización del fideicomiso hasta diciembre de 2028.
- Se presenta a continuación un resumen de la situación de los arrendamientos al 27 de febrero de 2024. El nivel de ocupación y los márgenes obtenidos son claramente satisfactorios.

Cuadro 2.- Situación de los arrendamientos al 27 de febrero 2025

Ingreso alquileres actual	mensual	en dólares	220.360
Ingreso alquileres potencial	mensual	en pesos	9.674.280
Ingreso alquileres potencial	mensual	en dólares	228.183
Apartamentos alquilados		número	313
Apartamentos alquilados		porcentaje	97%
Garajes alquilados		número	156
Garajes alquilados		porcentaje	96%
Caprate s/stock total		porcentaje	6,0%
Caprate s/stock alquilado		porcentaje	6,2%

Fuente: El Administrador

- En el último semestre no se han realizado ventas, ya que los precios mínimos establecidos en la modificación del contrato del fideicomiso están por el momento aproximadamente un 13% por encima de los precios de mercado.
- Al 31 de diciembre 2024, se habían concretado la venta de 47 apartamentos y 21 garajes. El upside bruto⁵ de las unidades vendidas viene siendo del 15,6% en UI o del 32,0% en dólares. La diferencia de rendimiento se explica por la desigual evolución de la Unidad Indexada y el dólar.
- El fideicomiso realiza periódicamente distribuciones de utilidades, aproximadamente cada 2 meses. Al cierre del año 2024, el total de distribuciones asciende a \$ 313 millones (aproximadamente UI 55 millones).
- El valor de tasación de los inmuebles del fideicomiso a 2024 que corresponde a 324 apartamentos y 161 garajes/cocheras fue de 363,9 millones de unidades indexadas, equivalentes a 50,9 millones de dólares. Los valores de la tasación están apenas un 0,7% por debajo de los valores considerados en el escenario actual de ventas, pero un 12,4% por debajo de los precios mínimos de ventas.

⁵. Representa la diferencia entre el precio de venta y el costo de adquisición más mejoras.

3. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- Informes trimestrales de Península Rentals Uruguay SRL, el último al 31/12/24.
- Informes trimestrales del comité de vigilancia, el último al 30/09/24.
- Estados Contables intermedios del Fiduciario al 30/06/2024.
- Estados Contables del Fideicomiso al 31/12/2024.
- Estados Contables de Península Rentals Uruguay SRL a 31/12/2023.
- Informes trimestrales del Fiduciario. El último al 30/09/24
- Encuesta periódica de Research Uruguay; "La demanda en el mercado inmobiliario"; febrero de 2025.
- "Informe Sectorial Inmobiliario sobre el Mercado de Viviendas"; Ec. Mayid Sáder y la Ec. Serrana Calvette. Febrero de 2025.

II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

Se ofrecieron en oferta pública certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero Península Rentals, creado por contrato correspondiente de fideicomiso financiero. Este contrato, los certificados y los demás contratos citados se analizan en la presente sección.

1. Descripción general

Denominación: Fideicomiso Financiero Península Rentals.

Fiduciario: TMF Uruguay AFISA

Administrador: Península Rentals Uruguay S.R.L.

Entidad

Representante: BEVSA

Títulos

emitidos: Certificados de Participación.

Activos del

Fideicomiso: Totalidad de los Bienes Inmuebles (Proyectos), Contratos de alquiler y Fondos Líquidos e Instrumentos Financieros adquiridos o mantenidos en propiedad fiduciaria por el Fideicomiso.

Moneda: Unidades Indexadas en el equivalente a Pesos Uruguayos

Importe de

la Emisión: Se suscribieron UI 442.810.000, equivalentes a 57 millones de dólares (en la fecha de suscripción).

Monto

Integrado: UI 361.814.005 (a la fecha).

Distribuciones: Periódicamente según resultados acumulados realizados según procedimiento establecido en el contrato.

Calificadora

de Riesgo: CARE Calificadora de Riesgo.

Calificación

de Riesgo: BBB.uy

2. El análisis jurídico

El Informe de Contingencias Jurídicas se presentó como anexo en el informe de calificación original (www.care.com.uy).

Del mismo se destaca su conclusión final:

“El negocio fiduciario cuenta con un razonable grado de cobertura y no se advierten riesgos sustanciales asociados a contingencias jurídicas que sugieran el incumplimiento en el pago de los valores.”

3. Riesgos considerados

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

Riesgo por iliquidez. Los certificados se han diseñado para ser líquidos. Por este motivo, la liquidez puede considerarse adecuada dadas las características del mercado uruguayo. No obstante este proceso no es instantáneo y puede llevar un tiempo imposible de determinar. *El riesgo es bajo*.

III. LA ADMINISTRACIÓN: EL FIDUCIARIO Y EL OPERADOR

Las características de la emisión hacen necesario analizar dos empresas administradoras: TMF Uruguay AFISA en su condición de emisora y fiduciaria del fideicomiso financiero, y Península Rentals Uruguay SRL en su condición de operador o administrador del proyecto.

1. TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A.

TMF Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A. tiene por objeto la administración de fondos de inversión de acuerdo con lo establecido en la Ley No. 16.774, a su vez puede actuar como fiduciario en todo tipo de fideicomisos, de acuerdo con la Ley No. 17.703.

Con fecha 28 de junio de 2011 se produjo la fusión de la estructura de las principales participaciones de Equity Trust Group y el grupo de compañías encabezadas por la sociedad limitada de origen holandés TMF Group Hold Co B.V. ("Grupo TMF"). La Sociedad forma parte del Grupo TMF siendo su único accionista y controladora directa Equity Trust (Netherlands) B.V. hasta el 25 de abril de 2014 fecha en la que el Directorio de la Sociedad, producto de la fusión por absorción mencionada anteriormente, resolvió emitir título accionario a favor de TMF Group B.V. pasando a ser este último, el único accionista y controlador directo de la Sociedad.

TMF Uruguay

TMF Uruguay AFISA está autorizada por el Banco Central del Uruguay para desarrollar actividades como fiduciario financiero en Uruguay desde el 3 de mayo de 2007. Es una sociedad anónima uruguaya independiente, de capitales privados, cuyo único accionista es TMF Group B.V. según consta en los registros del BCU.

De acuerdo al Acta de Asamblea Extraordinaria de Accionistas del 3 de julio de 2012 se resolvió el cambio de estatutos de la Sociedad sustituyendo el nombre de Equity Trust Uruguay Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A. por su denominación actual. La reforma de estatutos fue aprobada por la Auditoría Interna de la Nación en enero de 2013 e inscripta en el Registro Público de Comercio el 25 de febrero de 2013 siendo publicado en el Diario Oficial el 3 de abril del mismo año.

Un resumen de los principales rubros del estado de situación y resultados al cierre intermedio del 30/06/2024 y su comparativo con cierres anteriores se presenta en los cuadros siguientes.

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

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

Fuente: EE.CC TMF

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

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

Fuente: EE.CC TMF

Como se desprende de los cuadros precedentes, la firma mantiene patrimonio positivo. Se destaca que TMF forma parte de un grupo empresarial mucho más amplio y mantiene transacciones significativas con empresas de dicho grupo; por lo tanto los resultados que acá se exponen no son necesariamente indicativos de los resultados que hubiera obtenido de no ser así.

Al cierre del primer semestre de 2024, TMF Uruguay AFISA mantiene la administración de varios fideicomisos financieros (tanto de oferta pública como privada) que operan en diversas áreas y varios fideicomisos de administración y garantía.

Se concluye entonces que la firma posee la organización y el respaldo necesarios para llevar adelante la tarea de administradora fiduciaria de este emprendimiento.

2. Grupo Península

Se trata de un grupo inversor fundado en el exterior con actividades en varios países de Latinoamérica, especializado en proyectos inmobiliarios para vivienda. En ocasión de la calificación original sus antecedentes fueron analizados en profundidad por lo que no corresponde reiterarlos en esta oportunidad. A modo recordatorio, se reitera sintéticamente lo expuesto oportunamente.

Península Investments Group

“Península Investments Group Inc” es una marca mixta registrada en Uruguay (entre otros países) ante la Dirección Nacional de la Propiedad Industrial para las clases 35, 36, 37 y 41 con el N° MA/M/00001/00377039 a nombre de Josef Preschel y Mauricio Levitin Kirchheimer⁶ y bajo la cual se han impulsado. Fue fundada en el año 2006 por Mauricio Levitin y Josef Preschel.

Desde su fundación Península organizó distintos fondos de inversión que operan en varios países de Latinoamérica administrando un portafolio en permanente crecimiento.

La estrategia de inversión de Península se enfoca en identificar mercados atractivos para desarrollar proyectos de vivienda y asociarse con desarrolladores locales para su ejecución.

En Uruguay, Península tiene como socio a Altius Group quien ha desarrollado los siguientes proyectos, entre otros: Bilu Carrasco, Altos del Libertador, Nostrum Avenida, Nostrum Prado, Nostrum Centenario, Nostum Plaza, Nostrum Parque, Nostrum Mirador, Nostrum Tower y Nostrum Dieciocho. Estos proyectos, muy conocidos en plaza, se encuentran en distintos grados de desarrollo, algunos ya terminados y vendidos y otros en construcción.

Península Rentals Uruguay SRL

Península Rentals Uruguay SRL es una sociedad uruguaya creada para oficiar como Administrador del Fideicomiso. En la actualidad es socio administrador, Carlos Mendive, mientras que son socios, sin administración: Dalega Holding LLC y Shela Levitin Safra.

Carlos Mendive y Josef Preschel, integran el Comité de Inversión y el primero de ellos se desempeña a su vez como Chief Executive Officer (CEO) de Península Rentals Uruguay SRL.

Sigue siendo entonces Carlos Mendive el principal responsable de llevar adelante el plan de negocio y figura clave. Sus antecedentes para esta función han sido considerados satisfactorios.

Adicionalmente y como forma de reflejar el compromiso del administrador con el proyecto alineando sus intereses con los de los inversores, se comprometió a suscribir CP's por valor de USD 1.500.000 (en UI) y mantenerlos mientras dure la vigencia del fideicomiso. El 28/7/2017, en ocasión de la suscripción de CP's, Península lo hizo con UI 17.160.000 cifra mayor a la comprometida contractualmente.

Gobernanza

Por otra parte, el contrato prevé un marco acotado para las inversiones a realizar, estableciendo límites cuantitativos y cualitativos; así como la necesidad de evitar eventuales conflictos de intereses, lo que se viene observando hasta el momento.

⁶ Fallecido en enero 2021 por lo que su cuota parte en la sociedad pasó a su sucesión.

En garantía de cumplimiento de los términos del contrato, se creó una estructura que, además de la **Fiduciaria**, cuenta con un **Comité de Inversión**, integrado por Carlos Mendive, y Josef Preschel.

Asimismo, hay un **Comité de Vigilancia** conformado por una persona física elegida por los Titulares (**Asamblea de Titulares**) que representa la mayoría absoluta de los CPs emitidos y en circulación con derecho a voto.

Esta estructura, según informó el Administrador, se mantiene incambiada por lo que se reitera que, en opinión de CARE, da garantías suficientes al funcionamiento general de la operativa.

En cuanto a su solvencia, CARE tuvo a la vista los EE.CC de la firma al 31/12/2023, último disponible, y de acuerdo a los mismos, nada hace suponer la eventualidad de algún riesgo en este sentido.

El Fideicomiso

El Fideicomiso se constituyó mediante contrato celebrado el 3/01/2017 entre TMF Uruguay (la Fiduciaria) y los suscriptores iniciales de los valores (los Fideicomitentes). El BCU, según Comunicación 2017/1456 del 29/06/2017 dejó constancia de la resolución de inscripción de los Certificados de Participación (CP's) en el Registro del Mercado de Valores.

La suscripción de los CP's fue realizada públicamente el 28/07/2017 por UI 442.810.000 con un valor nominal de una UI cada uno. Las integraciones se han hecho en régimen de "Capital Calls".

La integración inicial se efectuó el 4/08/2017 con UI 3.113.005, marcando el punto de partida del Periodo de Inversión que era de dos años a partir de la primera integración, es decir, finalizó el 4/08/2019. Posteriormente este plazo fue prorrogado dos veces; el último de los cuales fue en el mes de julio del año 2021, vencimiento definitivo. De esta forma, también queda establecido el periodo denominado Gestión Activa del Portafolio, 3 años una vez finalizado el Periodo de Inversión. Por último se fijó el plazo final a diciembre de 2028.

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

A continuación se informan resumidamente los estados de situación y resultados del Fideicomiso al 31/12/2024.

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

Concepto	31/12/2024	31/12/2023	31/12/2022
Activo	2.423.311	2.161.773	2.236.932
Activo Corriente	21.382	29.695	66.964
Activo no Corriente	2.401.929	2.132.078	2.169.967
Pasivo	174.413	116.498	132.925
Pasivo Corriente	3.093	1.951	15.776
Pasivo no Corriente	171.320	114.547	117.149
Patrimonio	2.248.898	2.045.275	2.104.007
Pasivo y Patrimonio	2.423.311	2.161.773	2.236.932
Razón Corriente	6,91	15,22	4,24

Fuente: EE.CC Fideicomiso Península

El patrimonio contable, según cuadro precedente, alcanza al cierre del ejercicio un valor de UI 364.5 millones, producto de convertir la cifra expresada en moneda nacional a la cotización de la UI que era en esa fecha de \$ 6,169. Este valor es superior a las emisiones recibidas hasta esa fecha que, se reitera, sumaron en total UI 361.8 millones; además se recuerda que el Fideicomiso ya ha comenzado a distribuir utilidades a pedido de los beneficiarios, la última de las cuales ocurrió el 19/12/2024 por \$ 16.5 millones; esta distribución, sumada a las anteriores hacen un total acumulado a diciembre de 2024 de \$ 313 millones (aproximadamente UI 55 millones). De manera que compara razonablemente bien con los fondos recibidos. Fuera del periodo informado, el 28/2/2025 se aprobó una nueva distribución por \$ 14 millones.

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

Concepto	31/12/2024	31/12/2023	31/12/2022
Ingresos por arrendamiento	106.431	103.121	83.829
Resultado por venta de propiedad	1.964	994	28.797
Resultado por valuación de inv.	290.753	75.068	(66.646)
Otros ingresos	-	-	-
Total ingresos	399.148	179.183	45.979
Gastos operativos	(17.004)	(28.782)	(24.627)
Gastos de Administración	(28.135)	(35.751)	(32.822)
Resultados Operativos	354.010	114.650	(11.471)
Resultados Financieros	(1.612)	(1.574)	(4.343)
Resultados antes de IRAE	352.398	113.076	(15.813)
IRAE	(56.974)	2.492	(13.196)
Resultado del Periodo	295.423	115.568	(29.009)

Fuente: EE.CC Fideicomiso Península

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

Riesgos Considerados

Riesgo administración, considerando la idoneidad para cumplir con la función por parte del grupo Península (tanto su filial uruguaya, su asociado en Uruguay y el grupo madre) así como la idoneidad de TMF como administrador fiduciario, se considera que la estructura administrativa propuesta está capacitada para ejecutar el plan de negocios. *Riesgo bajo.*

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

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

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

1. Bienes fideicomitidos y aspectos descriptivos del proyecto

Ya se le han entregado al fideicomiso la totalidad de las viviendas y los garajes adquiridos. El 97% de los apartamentos están alquilados, así como el 96% de los garajes. En paralelo, ya ha comenzado la etapa de venta y se han comercializado los primeros 47 apartamentos y 21 garajes.

Los ingresos proyectados en el modelo de negocios se generan a través de cuatro componentes: (a) el ingreso por alquileres, (b) la valoración por concepto de hacer una compra eficiente, (c) el descuento por compra en pozo, y (d) la apreciación tendencial del inmueble a través de los años.

2. Evaluación de la rentabilidad de la inversión, Tasa Interna de Retorno, riesgos asociados y sensibilizaciones

El Prospecto de Emisión presentó una Tasa Interna de Retorno estimada de un 8,17% en UI.

En esta oportunidad, el administrador aporta una actualización del flujo de fondos del proyecto a diciembre de 2024, con los datos reales desde la emisión hasta esa fecha. Las proyecciones económicas se presentan por un período igual a la duración del Fideicomiso, o sea hasta diciembre de 2028.

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

Los principales supuestos considerados, son los siguientes:

- **Escenario Actual de Venta.** Este escenario toma en cuenta los precios del mercado. Este escenario arroja un caprate de 5,01% para el conjunto del stock de arrendamientos.
- **Escenario tasación.** Este escenario considera los valores que surgen de las tasaciones realizadas en diciembre de 2024 y se convierten a unidades indexadas, a las cotizaciones de diciembre de 2024, que resultan un 0,7% menores a los del escenario actual y tiene implícito un caprate del 5,03%.
- **Escenario de precios mínimos.** Este escenario se construyó teniendo en cuenta lo propuesto y acordado en la Asamblea de setiembre de 2024. En conjunto, estos precios son actualmente un 13% superiores a los del Escenario Actual de Venta, resultando en un caprate de 4,41% para el conjunto del portafolio.
- Tasa de ocupación: 96% una vez estabilizados
- Costos operativos de gestión de inmuebles y arrendamientos: se ajustó a lo establecido en la última modificación del contrato de Fideicomiso.
- Tasa de apreciación anual de los apartamentos: 2,5%
- Ritmo de venta: Se tiene en cuenta la información real hasta el momento y se asume que el stock disponible se vende en un plazo que se extiende hasta diciembre de 2028.
- Proyectos gravados de IRAE en la venta: 20% de IRAE por la diferencia entre precio de venta y precio de compra.

Las variables clave en las proyecciones del flujo de fondos refieren a la evolución esperada del precio de los alquileres así como el cumplimiento del pago por parte de los hogares inquilinos y la tasa de ocupación de cada una de las inversiones inmobiliarias. Asimismo incluye una hipótesis de valorización de los inmuebles y el incremento de largo plazo del precio de los alquileres.

Los resultados se presentan en el cuadro siguiente:

Cuadro 7.- TIR del inversor en diversos escenarios		
Escenario	Caprate	TIR
Actual de ventas UI	5,0%	3,9%
Precios Mínimos (Contrato)	4,4%	5,7%
Tasaciones 2024	5,0%	3,8%
Actual de ventas USD	5,0%	8,5%

Fuente: El Administrador

Según el escenario que se utilice para la estimación de precios de venta, la TIR se ubica entre 3,9% y 5,7% en Unidades Indexadas.

En el caso del Escenario Actual de Venta, la TIR proyectada muestra una mejora respecto a la actualización anterior, pasando de 2,3% a 3,9%. Esa mejora se explica básicamente por el aumento del dólar sobre fines del 2024 y por la rebaja en los costos operativos por el ajuste a la baja de la remuneración del administrador.

En Escenario de Precios Mínimos se definen los valores de acuerdo a dispuesto en la modificación del contrato de setiembre de 2024, y en ese caso la TIR proyectada sería del 5,7%. Actualmente los precios actuales de venta en UI se ubican un 12% por debajo de ese nivel, lo cual en principio parece una diferencia difícil de absorber en el corto plazo.

Los supuestos realizados en las proyecciones son razonables en general a juicio de CARE. Sin embargo, para el caso concreto del escenario de precios mínimos, es muy probable que en el corto plazo resulte difícil llevar los precios de los inmuebles a los niveles requeridos, por lo tanto la ampliación del plazo del fideicomiso resulta en una medida muy acertada.

En este sentido, todo indica que la TIR finalmente se termine ubicando entre 3,9 y 5,7% en unidades indexadas, dependiendo de la mejora que se logre finalmente respecto de los precios de venta en UI.

El principal factor que está por detrás del deterioro de los indicadores de rentabilidad es la reducción de los precios de venta en unidades indexadas. El ratio USD/UI, considerando la cotización interbancaria, muestra una caída del 13% entre el 1 de enero de 2022 y el 31 de diciembre de 2024. Eso implica que, para alcanzar los objetivos en materia de rentabilidad del negocio, el precio de los inmuebles debería haberse ajustado más fuertemente al alza. Sin embargo, el mercado no se ajusta de manera automática a estas variaciones.

Resulta evidente entonces, que las tasas de retorno esperadas han bajado y ello se debe casi exclusivamente al fortalecimiento del peso, que por otra parte estaría desalineado de sus fundamentos. Una clara constatación de esto, es que si se convierten los flujos de fondos del proyecto a dólares de acuerdo a la cotización de cada momento (de la UI y del dólar), la TIR del inversor en el caso del escenario actual de ventas sería del 8,5%, una tasa que sería aceptable en dólares corrientes, superando el costo de oportunidad del capital.

La determinación de los precios mínimos y la extensión del plazo del fideicomiso parece haber sido una decisión acertada.

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

3. Tasaciones

Se realizó una nueva tasación de los apartamentos, garajes y cocheras de los 8 proyectos del Fideicomiso, a diciembre de 2024. Esta tasación corresponde a los inmuebles en stock a esa fecha, que eran 324 apartamentos y 161 garajes/cocheras.

A continuación, se presentan los precios que surgen de la tasación realizada en diciembre de 2024 expresados en Unidades indexadas y dólares, y se comparan con los valores considerados en el escenario actual de ventas, y con el escenario de precios mínimos. en todos los casos a diciembre de 2024.

Cuadro 8.- Valor total de los inmuebles según escenario

Escenario	Miles de Dólares	Miles de UI	Valor Índice
Actual de ventas	51.297	366.370	100,0
Tasaciones 2024	50.945	363.859	99,3
Precios mínimos	58.144	415.273	113,3

Fuente: CARE con información del Administrador

Nota: Inmuebles al 31 de diciembre de 2024 (324 apartamentos y 162 garajes)

Los precios de tasación son, para el conjunto de inmuebles apenas un 0,7% inferiores a los que se asumen en el escenario actual de mercado y estarían aproximadamente un 12% por debajo de los precios mínimos.

4. Nueva estimación del costo de oportunidad del capital

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

Para estimar el costo de oportunidad del capital, CARE utiliza el modelo de valoración CAPM (Capital Asset Pricing Model)⁷, que relaciona la tasa libre de riesgo, la prima de riesgo del mercado y la prima de riesgo asignado al sistema de producción específico, en este caso la construcción de viviendas. Para evitar variaciones bruscas en la tasa, y tener una visión de mediano plazo, se consideraron valores promedios de los últimos 5 años en todas las variables.

Para considerar el riesgo sistémico se utiliza el "beta"⁸ promedio de empresas de construcción de viviendas en mercados emergentes, el cual se ubica en 0,9, lo que indica que la inversión en la actividad tiene un menor riesgo y variabilidad que el promedio de todas las actividades en ese mercado. Para la tasa libre de riesgo se considera el rendimiento de los Treasury Bonds a 10 años de EEUU (2,78%), para el riesgo país (índice UBI) se consideraron 110 puntos básicos⁹ y para la prima de riesgo del mercado accionario se consideró 4,51%.

⁷ El modelo de valoración de activos financieros, denominado en inglés Capital Asset Pricing Model (CAPM) es un modelo utilizado para calcular la rentabilidad que un inversor debe exigir al realizar un inversión en un activo financiero, en función del riesgo que está asumiendo

⁸ Valor proporcionado por Damodaran.

⁹ El promedio de 5 años, actualmente el riesgo país está en el entorno de los 80 puntos básicos.

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 5,44%. En la coyuntura actual, la tasa libre de riesgo es mayor al promedio de los últimos 5 años, pero en contrapartida el riesgo país es menor al período considerado. En consecuencia, si se aplican los valores actuales, el costo de oportunidad del capital sería menor (5,38%).

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

Otros indicadores con los que podría compararse la TIR esperada del Fideicomiso podrían ser las curvas de rendimiento, que serían opciones posibles de inversión ya que están estimadas para el caso del Uruguay¹⁰. En la actualidad la curva en UI (CUI) a 10 años se ubica en 3,24%, la que estaría por debajo la TIR esperada, incluso en el peor escenario. Esto estaría indicando que la rentabilidad esperada superaría este costo de oportunidad.

Si se considera la TIR en dólares, que se calculó para el escenario actual de precios, también estaría por encima de ambas comparaciones.

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

Riesgos considerados:

Riesgo de generación de flujos. A partir de lo anterior se trata de señalar la capacidad de generar los flujos en el plazo pactado. Considerando el modelo de negocios planteado en el Proyecto, el avance logrado en la concreción los alquileres, el inicio de la etapa de desinversión y la ampliación del plazo del fideicomiso, se considera que existe un riesgo moderado y posible de ser controlado a tiempo de generación de los flujos. *Riesgo bajo*

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

¹⁰ . Curva Spot de Rendimientos de Títulos Soberanos Uruguayos emitidos en moneda nacional indexada a la inflación o en dólares, según sea el caso

V. EL ENTORNO

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

Para la elaboración de esta calificación CARE utilizó documentos especialmente elaborados para la calificadoradora con base en el mercado inmobiliario. Estos informes, listados al inicio, son la base de la información utilizada en este análisis, la cual se complementa con información relevante de carácter público y otra de carácter privado provista por el emisor.

En lo que sigue se realiza un breve análisis del entorno macroeconómico de forma de sentar las bases para el posterior análisis de los mercados relevantes. Luego, se desarrolla el contexto y perspectivas para el mercado inmobiliario, con foco en viviendas de interés social, el mercado relevante para el producto ofrecido por el FF Península Rentals. Finalmente se aborda la situación de las Políticas Públicas referidas al mercado de interés.

1. Entorno macroeconómico nacional e internacional

Luego de la pandemia de 2020-2021 y sus efectos económicos y financieros, la economía global rebotó y emergieron brotes inflacionarios producto de las políticas fiscales y monetarias expansivas desplegadas en respuesta a la crisis sanitaria global. En 2024, la economía mundial habría crecido levemente por encima de 3%, y el crecimiento esperado para 2025-2026 se ubica en 3,3%, según las estimaciones del FMI. Esto consolida un crecimiento relativamente bajo, en comparación con los primeros 20 años de este siglo. Del mismo modo, el escenario geopolítico vinculado a los conflictos en Medio Oriente y Europa y las novedades en el frente comercial con el nuevo gobierno en Estados Unidos, implican riesgos a la baja sobre el crecimiento global e incrementan la incertidumbre sobre la política económica y sus efectos comerciales, fiscales y financieros..

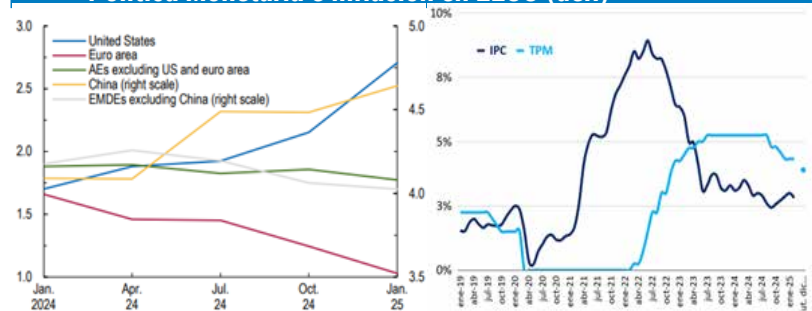
En particular, el desempeño de Estados Unidos ha sido más sólido de lo esperado, en tanto la demanda interna se mantuvo robusta. Si bien el proceso de reducción de tasas de interés comenzó en la segunda mitad de 2024, cerrando el año en el eje de 4,25%-4,5%, la continuación de este fenómeno sería gradual y ha sido revisada al alza, en tanto los primeros anuncios del gobierno de Estados Unidos podrían impulsar focos inflacionarios y restringir la actividad económica, en el largo plazo. En particular, los anuncios de mayor proteccionismo en EE.UU con el aumento de aranceles a bienes importados de socios comerciales relevantes (Europa, China, Canadá, etc), podrían

implicar aumentos de precios en el corto plazo, mayor recaudación y cierto impulso económico. Sin embargo, la respuesta de estos socios comerciales y la duración de estos eventos podrían derivar en una reducción de los flujos comerciales producto del mayor proteccionismo, con impactos negativos en términos de ingresos, inflación y crecimiento. En este sentido, para el escenario financiero, si bien las tasas de interés se redujeron durante 2024, el escenario descrito previamente implica que estas no continuarán reduciéndose durante este año, manteniendo condiciones financieras algo más restrictivas para economías emergentes. Esto implicó que el dólar se fortaleciera a nivel global.

Tal vez la principal novedad en el ámbito internacional de los últimos meses se vincula al creciente proteccionismo comercial que parece consolidarse a nivel global. En este sentido, desde enero el gobierno de Trump anunció un incremento de tarifas y aranceles a distintos bienes y países, confirmando lo anunciado durante la campaña electoral. Esto parece tener dos objetivos: por un lado ser un elemento de negociación internacional, por otro, proteger a la economía de Estados Unidos en algunos sectores de actividad. En respuesta, tanto la UE como China, entre otros, han reaccionado, incrementando los aranceles a los productos estadounidenses. El resultado de esto es un incremento de la incertidumbre global, con impacto en la inversión y el crecimiento, que podrían ser asimétricos y de magnitud difícil de prever. En última instancia, al consolidarse un escenario más proteccionista los países tienden a cerrarse, los flujos comerciales se reducen y, por tanto, la demanda externa y el crecimiento podrían enfriarse.

Por lo anterior, el escenario financiero global es menos favorable que el observado durante el segundo semestre de 2024. Esto es producto de la trayectoria del dólar y las tasas de interés, pero también por los últimos eventos de política comercial internacional, que también tendrían impacto sobre la trayectoria del ciclo financiero.

Gráficos 1 y 2 – Evolución de Proyecciones del PIB 2025 y Tasa de Política Monetaria e Inflación en EEUU (der.)



Fuente: FMI World Economic Outlook (enero 2025) y Fred St Louis.

Como se comentó en informes anteriores, durante el segundo semestre de 2024 en Uruguay se consolidó un fortalecimiento del dólar vinculado, por un lado, al escenario global descrito previamente y por otro, a eventos de risk off vinculados a factores de incertidumbre política como el plebiscito de la Reforma de la Seguridad Social. Si bien este último terminó siendo no aprobado, el dólar en Uruguay se mantuvo en niveles elevados, corrigiendo parcialmente la apreciación real que se había acumulado en los años anteriores. De esta forma, Uruguay logró acomodar parcialmente sus precios

relativos, ayudando a recomponer la rentabilidad de los sectores exportadores. En relación al sector inmobiliario, esto permitió mejorar los márgenes que se habían estrechado durante el período de fortalecimiento real del peso, con costos crecientes para el sector.

Es de notar, que si bien el dólar se deslizó durante el segundo semestre de 2024, esto no tuvo efectos significativos sobre la inflación, que se mantiene dentro del rango meta. No obstante, ante el aumento del dólar y las presiones inflacionarias sobre el componente tendencial de inflación, el COPOM resolvió aumentar en 50 puntos básicos la tasa de interés de política monetaria, ubicándose en 9%. Esto tiene como objetivo afectar las expectativas a plazos largos, afectando la trayectoria inflacionaria con el objetivo de que se mantenga en el rango meta.

De lo anterior se desprende un escenario de algo menos sostén para la demanda de vivienda, al menos en su efecto de precios relativos sobre los ingresos de los hogares. En este sentido, el fortalecimiento relativo del dólar afecta al consumo de durables, en general. Igualmente, durante 2024 el consumo privado se mantuvo como el principal driver de actividad económica, lo que junto al rebote post sequía y la mejora de precios relativos con Argentina, que mejora el perfil de intercambio de bienes y servicios y al mismo tiempo limita los desvíos de consumo hacia Argentina, implican un crecimiento estimado por encima del 3%. De todas formas, el crecimiento previsto para 2025 sería algo menor, producto de un escenario internacional más adverso.

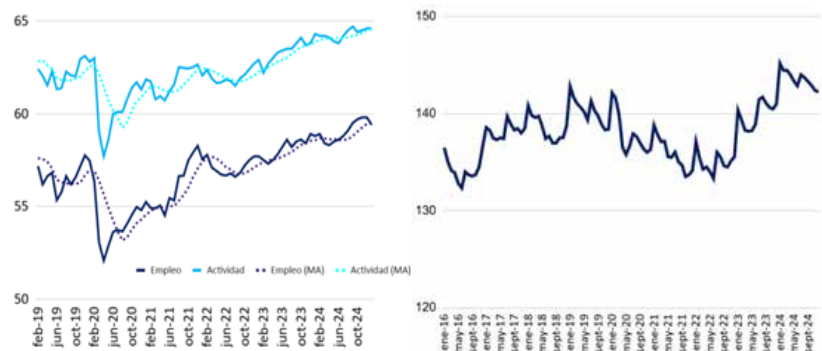
Gráficos 3 y 4 – Tasa de Política Monetaria e Inflación en Uruguay (izq.) y Evolución del PIB y proyecciones (der.)



Fuente: INE y BCU

En lo que refiere al mercado laboral, este se mantiene sólido en relación a la economía en su conjunto. En este sentido, si bien la economía no creció durante 2023, se crearon 40 mil empleos, lo que equivale a un aumento de 1,7 pp de la tasa de empleo. En 2024, el empleo siguió creciendo aunque a un ritmo algo menor, cerrando el año en niveles muy altos, también con altos niveles de actividad y bajo desempleo. Del lado salarial, las remuneraciones siguieron creciendo 2,6% en términos reales en el promedio del 2024, producto de los incrementos nominales y la moderación inflacionaria. En este sentido, tanto los indicadores del mercado laboral como la evolución salarial pautan una mejora en el ingreso de los hogares que fue fundamental para el desempeño del mercado inmobiliario recientemente.

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



Fuente: INE

2. 2. Mercado inmobiliario de vivienda

2.2.1. Breve contexto histórico

El sector inmobiliario representa aproximadamente el 8% 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, de acuerdo a Uruguay XXI. 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 sectoriales.

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 especial vinculada a la inestabilidad en Argentina. En lo que sigue se aborda la evolución reciente del mercado inmobiliario, sus fundamentos y perspectivas.

2.2.2. Evolución reciente y perspectivas

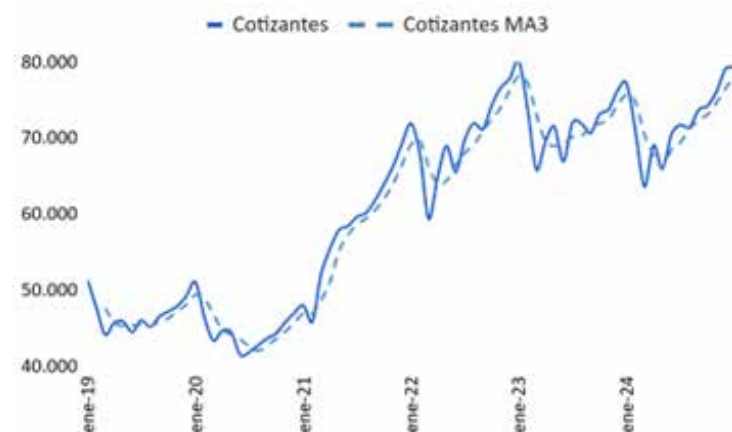
La irrupción de la pandemia y sus efectos globales implicaron un importante incremento de la incertidumbre a nivel internacional y nacional con importantes efectos reales en la economía, las políticas públicas y, por supuesto, el mercado inmobiliario. Desde entonces, el sector evidenció un fuerte impulso reflejado en el aumento de los desarrollos y operaciones inmobiliarias, en especial en el sector vivienda. En este sentido, la demanda privada experimentó un fuerte dinamismo producto de tres factores: el incremento del ingreso de los hogares, el dinamismo del crédito hipotecario en especial en bancos privados, y el fortalecimiento del peso uruguayo. A esto se le agregan cambios normativos en los estímulos fiscales que incentivaron

la concreción de nuevos desarrollos, con un aumento de la demanda por inversión producto además de un entorno regional y local algo más favorable para estas operaciones.

El escenario de precios relativos tuvo un viraje durante el año: mientras en el primer semestre el dólar se debilitó respecto al peso, impulsando la demanda y desafiando los márgenes de los desarrollos nuevos, lo que a su vez implicó revisiones en los precios finales, este fenómeno se revirtió durante el segundo semestre, principalmente por factores externos. En particular, el resultado de las elecciones en Estados Unidos y las perspectivas de política económica que de allí se derivan, implicaron un cambio en la tendencia del dólar a nivel global.

Antes de ingresar en el análisis de los fundamentos del mercado inmobiliario, es importante analizar algunas tendencias del sector, resumidas en indicadores relevantes que hacen a sus perspectivas y posicionamiento en cuanto al ciclo económico. En el marco de crecimiento de la economía y del mercado laboral que fue comentado en la primera sección de este capítulo, el sector de la construcción, y en particular los trabajadores cotizantes a la seguridad social también han tenido un crecimiento relevante en los últimos años. Si bien, parte de esto se debe a grandes obras de infraestructura como la segunda planta de celulosa de UPM, el Ferrocarril Central u obras de infraestructura vial; una vez disipados estos efectos se aprecia que los cotizantes al sector de construcción se mantienen en niveles muy altos, por encima de 70.000 empleos y el sector de la vivienda es uno de los principales demandantes de mano de obra en el sector. Por otro lado, los permisos de construcción también tuvieron un incremento significativo en los últimos años. En particular, según Sader y Calvete, los permisos de la construcción han tenido un incremento significativo desde 2022, pero en particular en 2024 estos superaron 966 mil metros cuadrados, el mayor registro desde principios de 1980. El incremento de los permisos otorgados por la IMM es un indicador adelantado del sector, en este caso positivo, dado que cuando se ingresa un permiso, el desarrollador ya tiene asegurado el suelo, e invirtió en el diseño del proyecto arquitectónico.

Gráfico 7 – Puestos cotizantes a la Seguridad Social en la Construcción



Fuente: BPS

En lo que sigue de esta sección se aborda el análisis del mercado inmobiliario, con especial foco en el mercado de vivienda.

i. Oferta de vivienda

En términos generales, existen algo menos de 1,7 millones de viviendas, de las cuales se estima que 19,5% se encuentran desocupadas según los datos del Censo 2023. Esta información recoge, tanto el incremento de la oferta de viviendas de los últimos años, las tendencias demográficas y de formación de los hogares que se abordan a continuación y el uso de las viviendas. Montevideo es el departamento con el menor porcentaje de viviendas desocupadas (menos del 10%), mientras que Maldonado y Rocha son los que tienen un mayor porcentaje de desocupación, principalmente por la existencia de segundas residencias para uso temporal.

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

El stock de viviendas existente se ha gestado y desarrollado prácticamente sin intervenciones directas desde el sector público como proveedor, aunque sí ha incidido en la generación de un marco general que favoreció la construcción de vivienda. La aprobación de la Ley de Acceso a la Vivienda de Interés Social en 2011 (hoy Vivienda Promovida), introdujo una serie de instrumentos de política pública de forma de reorientar la construcción de vivienda a zonas céntricas de menor desarrollo relativo y con baja oferta. Como consecuencia de esta política, en los últimos años se ha evidenciado un incremento de desarrollos inmobiliarios destinados al público objetivo de nivel medio/alto. El resultado de esto ha sido el desarrollo de áreas que previamente tenían un menor atractivo relativo, como el Centro, La Blanqueada, Palermo y Barrio Sur, entre otras. Lo mismo ha venido ocurriendo incluso fuera de Montevideo, con el reciente desarrollo de Canelones. Del mismo modo el interior del país también ha visto un impulso de este tipo de emprendimientos más recientemente.

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 re-impulsó la construcción de vivienda promovida.***

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. Las viviendas del Fideicomiso por lo general se encuentran alineadas con esta tipología.

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 al cierre de 2024 se habrían promovido más de 200 proyectos durante el año pasado, aumentando respecto a años previos lo que constituye una señal de dinamismo para el sector de la vivienda.**

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 determinantes de los flujos de capital y el balance riesgo/retorno. 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

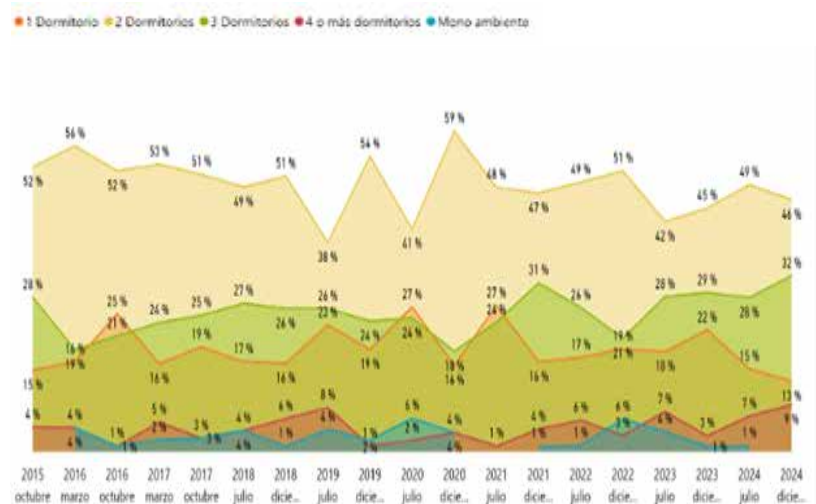
En Uruguay, el crecimiento de la población ha sido muy reducido en los últimos 50 años. El último Censo de 2023 marcó que la población total asciende a 3,5 millones de personas, confirmando que la población crece a tasas muy reducidas que se vienen reduciendo en los últimos períodos intercensales. Esto es producto de la baja natalidad que se viene evidenciando desde los 2000s, con una baja marcada en los hijos por mujer que se ubican en 1,7 según el último Censo. A esto se le suma el incremento de las defunciones post 2020, producto de las derivadas del COVID, lo que implicó que entre 2021 y 2023 la población uruguaya decreciera.

Las tendencias recientes implican que hacia fines de la década del 2040 la población tendería a reducirse según las estimaciones de población. Si bien en los últimos años Uruguay ha recibido cierto flujo migratorio, este es de escasa magnitud y solamente 4% de la población uruguaya ha nacido en el exterior. De lo anterior se desprende que las dinámicas demográficas no presionarán sobre el mercado de vivienda en los próximos años, en tanto la población uruguaya se mantendría relativamente estable.

Por otro lado, otras dinámicas estructurales vinculadas a las preferencias de los uruguayos y las decisiones del hogar han permitido compensar el bajo crecimiento demográfico y presionan el mercado de viviendas desde el lado de la demanda. 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. A modo de ejemplo, el último Censo indica que el tamaño medio del hogar se ubica en 2,5 personas y continúa la tendencia decreciente desde que se registra esta información. De hecho, en los registros anteriores (2011), la cantidad de personas por hogar se ubicaba en 2,8 personas. Del mismo modo, aproximadamente 29% del total de hogares son ocupados por una sola persona, mientras que 29,4% son ocupados por dos personas. Esta evolución refleja cambios en las dinámicas familiares y sociales, incluyendo la preferencia por hogares más pequeños. Por estos motivos, el mercado demanda tipologías constructivas reducidas.

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 lleva 19 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. Sin embargo, en contraposición a lo comentado previamente, la demanda por unidades de un dormitorio o monoambientes se mantiene reducida entre los encuestados, oscilando en torno al 15% de la muestra. Sin embargo, otras fuentes complementarias vinculadas a la demanda efectiva en portales (como Mercado Libre e Infocasas) señalan la importancia de las tipologías de un ambiente y un dormitorio en la demanda inmobiliaria reciente.

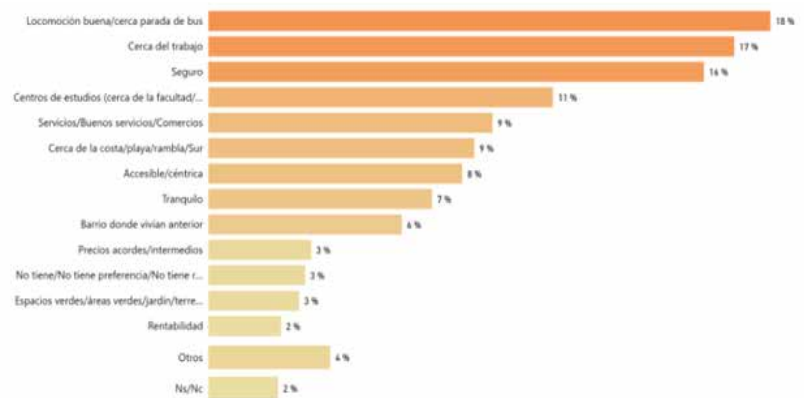
Gráfico 8 - Cantidad de dormitorios buscados por "hogares que buscaron en los últimos tres meses"



Fuente: Research Uruguay

Los principales atributos a la hora de elegir una vivienda refieren a la ubicación y el entorno: con buena locomoción y seguridad, próximo del trabajo y en una zona céntrica. **Todos estos son amenidades vinculados al entorno geográfico de la vivienda y no se modifican en relación a las últimas olas de esta encuesta.** 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 dentro de Montevideo, y confirmando el corrimiento al este de las preferencias hacia Ciudad de la Costa y El Pinar.

Gráfico 9 - Principales requisitos de la vivienda buscada en los últimos tres meses



Fuente: Research Uruguay

En cuanto al financiamiento, si bien el ahorro previo continúa siendo la principal fuente de fondos para aquellos que buscan comprar una vivienda, el financiamiento bancario ha ganado peso como una alternativa de acceso a la vivienda, 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, como se analiza más adelante.

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 entre 5% y 6% en los relevamientos realizados durante 2024.

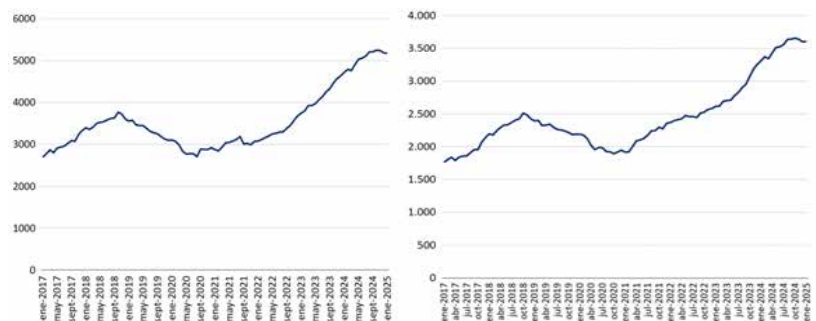
ii.i.ii. Factores Económicos

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 han venido incrementándose, lo que sumado a la apreciación real del peso favorecieron la compra de bienes durables. Sin embargo, en el último trimestre del año este fenómeno se revirtió producto del fortalecimiento global del dólar, que también ocurrió en Uruguay.

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 diciembre creció 12% en términos interanuales. En tanto, el monto total operado ha crecido por encima del 10%. Es de notar que se aprecia cierto entretencimiento sobre en el último trimestre del año respecto a los meses anteriores. Esto podría estar vinculado a la corrección del tipo de cambio y su impacto en el monto a financiar del lado de los demandantes de crédito (y vivienda); lo mismo a cierta retracción del mercado producto de los cambios normativos en relación a los deudores en UR. No obstante, el crédito sigue creciendo a tasas de dos dígitos al cierre del año. En cuanto al costo de los créditos nuevos, las tasas de interés en UI se mantuvieron estables, cerrando el año en 4,8%.

Gráfico 10 y 11 – Créditos hipotecarios en UI
Cantidad de nuevas operaciones (izq.) y Monto (en millones de UI; der.)



Fuente: BCU

En cuanto a la penetración del crédito, esto se mantiene como uno de los desafíos para el acceso a la vivienda. Si bien las operaciones de crédito hipotecario han apuntalado la demanda de vivienda, la penetración del crédito continúa siendo reducida en términos generales aunque las restricciones de acceso se redujeron en los últimos años. 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 12 - Ingreso promedio del hogar para acceder a un crédito hipotecario



Fuente: Sáder & Calvete (marzo 2025).

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.

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 comenzó a revertirse en 2024, con el abaratamiento del costo del dinero en Estados Unidos. Sin embargo, la reducción de las tasas de interés sería mucho más gradual que lo previsto previamente, producto de que el proceso de desinflación ha sido más lento de lo previsto, que la economía de EE.UU mantiene el dinamismo en términos de empleo y actividad, y por último, que las políticas proteccionistas y de dólar fuerte impulsadas por el nuevo gobierno de EE.UU podrían implicar riesgos inflacionarios adicionales. Todo lo anterior, configura un escenario de tasas de interés relativamente estables, o al menos que no tendrán la reducción prevista hace algunos meses. Esto configura un escenario algo menos favorable, en derivada, para la inversión inmobiliaria en tanto el balance de riesgos/ retorno se modificó en el margen. Al mismo tiempo es de notar que la fortaleza del dólar también alcanza al mercado local, lo que constituye un fenómeno diferente al observado durante gran parte de 2024

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. Del mismo modo, la Radiografía del Mercado Inmobiliario publicado por Infocasas resalta que la inversión es un driver de compra, en especial en los proyectos de Vivienda Promovida.

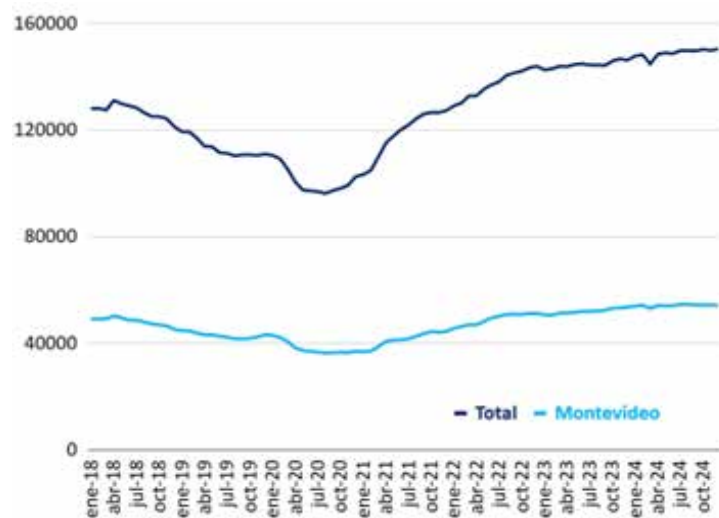
iii. Evolución reciente del mercado de compraventas y alquileres

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 completa. 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 es favorable para el mercado inmobiliario, al menos desde el punto de vista de la transaccionalidad en el sector, aunque en los últimos meses el ritmo de crecimiento se ha enlentecido lo que podría constituir una señal de mayor cautela.

De acuerdo con las inscripciones de compraventa, publicadas por el INE en base a la DGR, estas han crecido 1% en Montevideo y 3% para el total del país, durante 2024. Esto implica cierta desaceleración en el crecimiento, que se observa durante los últimos meses de 2024, coincidente con la depreciación del peso uruguayo.

Gráficos 13– Inscripciones de inmuebles en Compraventa (12 meses móviles)



Fuente: INE en base a DNR y MEF

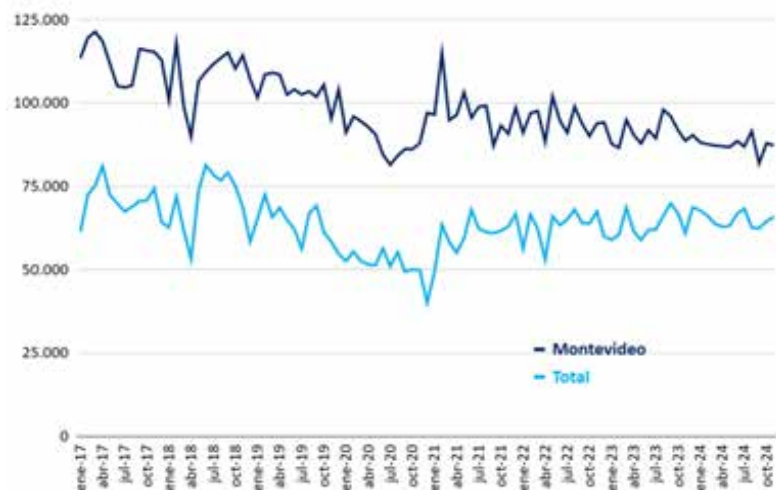
En cuanto a la recaudación del ITP, esta creció por debajo de 5% en pesos, lo que deja una reducción de 1% en términos reales durante 2024. Sin embargo deben notarse dos elementos. Por un lado el ITP recoge la transaccionalidad del mercado inmobiliario en sentido amplio, abarcando transacciones de compraventa por fuera del rubro de la vivienda (campos, terrenos, herencias, entre otros). Por otro, los inmuebles bajo la Ley de Vivienda Promovida están exentos de este impuesto en su primera operación y justamente este tipo de proyectos han dinamizado el sector inmobiliario en general, no quedando recogidas en la recaudación de este impuesto.

Otros indicadores indirectos también sugieren un mercado inmobiliario firme en los últimos meses con perspectivas optimistas. Tanto los permisos de construcción en Montevideo, como los cotizantes al BPS se mantienen elevados, en particular los primeros con registros muy elevados en la perspectiva histórica.

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 para 2024 muestra una leve baja en los precios promedio en dólares en Montevideo, y cierta tendencia creciente en el resto del país lo que denota cambios en la composición de las compraventas por zona, siendo Montevideo el departamento que más se ha beneficiado del régimen de Vivienda Promovida, más que cambios en la valorización relativa por geografía.

Gráfico 14 – Mediana del Precio de Transacciones de Compraventa en Dólares



Fuente: INE en base a DNR

Más allá de lo anterior, esta información se encuentra en línea con la información provista por Sader y Calvete: el precio de oferta por metro cuadrado de vivienda expresado en dólares se encuentra estable, mientras que el precio medido en UI tiende a reducirse dado la apreciación del peso.

En cuanto a los contratos de alquiler, al igual que en ediciones anteriores se observa que la evolución de los precios continúa reflejando el incremento en el stock de viviendas de los últimos años, al menos en Montevideo. En este sentido, el incremento de la cantidad de viviendas implicó un incremento de las viviendas disponibles para arrendamiento, generando además distintos efectos geográficos de corrimiento a lo largo de la ciudad. En términos generales, los contratos de alquiler aumentaron entre 5,2% y 7,4% durante 2024 para contratos vigentes y nuevos, respectivamente según información del INE. Esto implica un crecimiento real de entre -0,3% y 1,8%, 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. 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 15 – Precio Promedio de Contratos de Alquiler (Pesos Constantes, Montevideo)



Fuente: INE en base a DNR

Con este panorama, resulta una opción muy válida para el Fideicomiso dilatar las ventas de los inmuebles y mantenerlos alquilados en la espera de un ajuste de los precios relativos, lo que debería mejorar la rentabilidad de la inversión.

iii.iii. Consideraciones finales sobre el mercado de vivienda

En suma, no es esperable cambios significativos en el contexto macroeconómico y sectorial que modifiquen sustancialmente el desempeño reciente del mercado. La principal novedad en este sentido está vinculada a la debilidad del peso desde octubre asociada principalmente a factores externos, que puede implicar cierto enlentecimiento de la demanda como ya se ha observado en el crédito hipotecario. Mas allá de esto, los fundamentos de la demanda se mantienen sólidos, la cantidad de viviendas en producción viene en aumento y los fundamentos socio-demográficos de la demanda continúan evolucionando de acuerdo a las tendencias recientes.

3. Las políticas públicas

La política de vivienda generada a partir del 2005 ha recogido amplio consenso favorable en todos los sectores políticos. Dicha política crea una nueva institucionalidad e incentivos económicos que alientan la inversión sectorial. Estos incentivos atienden tanto la oferta de viviendas como la demanda. Destaca la Ley 18.795 de acceso a la Vivienda de Interés Social, en tanto es el pilar fundamental de la política diseñada. Por primera vez en la historia del país la vivienda para sectores medios se ha financiado de forma masiva por inversores privados.

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 anterior administración de gobierno ratificó este rumbo y la dotó de ciertas modificaciones que han mejorado el clima de inversión sectorial. En este sentido, se destaca el decreto que modifica la instrumentación de la Ley 18.795 y las resoluciones del MVOTMA número 539 y 673 del 2020.

Las modificaciones antes mencionadas han configurado un escenario alentador para mejorar el nivel de retorno esperado de los proyectos inmobiliarios, con impacto positivo en la generación de nuevos proyectos inmobiliarios. Además, se ha flexibilizado el régimen de alquileres, en especial en lo referente a la garantía de acuerdo con la Ley 19.889, con el objetivo de dinamizar el mercado de alquileres y favorecer el acceso de la población a la vivienda.

Asimismo, el 4 de mayo fue publicado el Decreto del 29 de abril de 2020, que establece un nuevo régimen de promoción de inversiones para la actividad de construcción de Gran Dimensión Económica, al amparo de la Ley N° 16.906 de 1998 (Ley de Inversiones). Las actividades promovidas por este decreto son la construcción para arrendamiento o venta de inmuebles (vivienda u oficinas) y el desarrollo de urbanizaciones con iniciativa privada. Los proyectos promovidos deben ser de más de 6,5 millones de dólares de inversión.

En lo que respecta a otras políticas públicas, por el momento no cabría esperar signos de intervenciones negativas, en tanto los anuncios recientes vinculadas a las políticas de vivienda indican que el foco estará en segmentos de la población de menores ingresos, en tanto se entiende que es el sector que mayor necesidad de vivienda tiene en la actualidad. El "Plan Entre Todos" del Ministerio de Vivienda y la Agencia Nacional de Vivienda (ANV) con créditos correspondientes a las partidas presupuestales destinadas a subsidios habitacionales de capital (Contribuciones Económicas No Reembolsables) regulada por los artículos 465 y 466 de la Ley 19.924 (y modificativas) y por el artículo 14 del Decreto Reglamentario 59/022 de 7 de febrero de 2022 configuran una nueva línea de acción política para que algunos sectores que hoy no acceden al mercado inmobiliarios, puedan acceder a la vivienda como propietarios.

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

Para la institucionalidad, en 2024 se superaron los riesgos vinculados al Plebiscito de Reforma de la Seguridad Social que podría haber sido negativo para la macroeconomía y el clima de negocios en general, y para la inversión inmobiliaria en particular. Por otro lado, las autoridades del Gobierno entrante han señalado la necesidad de obtener recursos para financiar las necesidades de gasto, y para esto plantean la posibilidad de estudiar y revisar los regímenes de promoción y estímulos fiscales en un sentido amplio. Si bien aún no se conocen los detalles ni el alcance de esto, los regímenes COMAP, los estímulos a la Vivienda Promovida u otros esquemas generales o sectoriales podrían verse revisados en el corto y mediano plazo. Es de notar que el Gasto Tributario total ascendió a casi 5,3 MM en 2023, representando 6,8% del PIB, por lo que es esperable una revisión de alguno de los regímenes existentes.

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

3. Conclusiones sobre el entorno

El riesgo mercado. Entendido como la posibilidad de que los negocios inmobiliarios se desarrollen con una adecuada trayectoria se encuentran acotados. El mercado inmobiliario ha mostrado un buen desempeño y la situación de empleo, ingresos y acceso al crédito de los hogares es propicia para su desarrollo; sin embargo la depreciación del peso si bien mejora la ecuación de rentabilidad de los desarrolladores, implica un enlentecimiento de la demanda por consumo e inversión, a lo que se suma tasas de interés más altas de lo previsto a nivel global.. *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. Si bien la Vivienda Promovida ha sido un elemento dinamizador del sector, los regímenes que implican Gasto Tributario podrían ser revisados con el Gobierno entrantes. *Riesgo bajo.*

VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

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

En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos-, tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación BBB .uy¹² de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor. Grado de inversión mínimo.

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrián Tambler

¹². **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.**