CARE
CALIFICADORA DE RIESGO

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

Montevideo, noviembre de 2026

Juncal 1437 of 106 / Tel (598) 2914 8866
Montevideo / Uruguay
www.care.com.uy / care@care.com.uy

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

Actualizacion de la Calificación de Riesgo
03 - noviembre - 2026

Certificados de Participación	por hasta 442.810.000 de UI (Total emitido UI 361.814.005).
Distribuciones:	Según resultados acumulados. Realizados según procedimiento establecido.
Activo Fideicomitido:	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:	Península 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 Tambler.
Calificación de riesgo:	BBB.uy
Vigencia de la calificación:	30 de abril de 2027[1] .
Manual Utilizado:	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por terceros[2]

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

[2]. Disponible en www.care.com.uy

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) Respecto 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[3] .

b) Respecto 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, que en principio culminaría en 2028.

- 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 promediamente en 13,8% en UI o 33,4% en dólares. Por el momento se ha vendido solamente el 12,6% de los apartamentos y el 11,5% de los garajes.

c) Respecto 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 inicialmente. La reducción de los precios de los inmuebles en UI se debe fundamentalmente a la apreciación del peso y a que estos activos se comercializan por lo general en dólares.

- Dado que no se venían alcanzando los objetivos económicos y financieros esperados, se realizó en setiembre de 2024 una asamblea de beneficiarios para ajustar el contrato de Fidecomiso. El nuevo contrato establece condiciones mínimas que deben cumplir los precios de venta (precios mínimos) lo que ha retrasado el ritmo de venta, motivo por el cual también se extendió el plazo de finalización del fideicomiso hasta diciembre de 2028.

[3]. 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.

- Al 30 de junio de 2026 se habían concretado la venta de 47 apartamentos y 21 garajes, y no ha habido ventas desde el segundo semestre de 2024 (últimos dos años), seguramente porque los precios mínimos establecidos en el contrato, por el momento están por encima de los valores de mercado (+31%). Por su parte, el 97% de los apartamentos y el 92% de los garajes están alquilados, alcanzándose un caprate del 6,0% sobre el portafolio total.

- El Comité de Vigilancia plantea dudas respecto de poder dar cumplimiento con la fase de desinversión prevista actualmente en los plazos y a los precios en UI establecidos en el contrato. Por lo tanto, considerando que los resultados operativos respecto de los arrendamientos son sólidos, propone que sería conveniente implementar canales de venta a crédito y diseñar un esquema para neutralizar o reducir el impacto tributario en el caso de que se decida extender el plazo del Fideicomiso más allá de 2028 (canje de los Certificados de Participación por Títulos Mixtos). Estos puntos serán de particular atención en próximas actualizaciones.

- 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 2,1% en UI[4] , mientras que si se consideran 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 de la última tasación, la TIR sería del 7,5%.

- 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 26% entre el 1 de enero de 2022 y el 30 de junio de 2026. 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 medida de lo que ocurrió. 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.

[4]. La TIR se deterioró respecto de la actualización anterior (3,9%) como consecuencia de la fuerte reducción del dólar frente al peso durante el primer semestre del año. Entre enero y junio, el dólar cayó un 10,3%, mientras que la UI aumentó un 3,2%.

d) Respecto del entorno

- El mercado inmobiliario ha evolucionado favorablemente luego de la pandemia y de sus efectos negativos sobre el desarrollo del sector. Desde entonces, el sector evidenció un impulso reflejado en el aumento de los desarrollos y operaciones inmobiliarias, en especial en el sector vivienda, aunque con cierta moderación del ritmo de crecimiento en los meses más recientes. En este sentido, la demanda privada creció producto de tres factores generales: el incremento del ingreso de los hogares, el dinamismo del crédito hipotecario, y el fortalecimiento del peso uruguayo. A esto se le agregan modificaciones en políticas públicas que incentivaron la concreción de nuevos desarrollos vía estímulos fiscales, con un aumento de la demanda por inversión producto además de un entorno regional y local algo más favorable para estas operaciones.

- Sin embargo, más recientemente el contexto macroeconómico y sectorial ha presentado algunas modificaciones durante 2026 que inciden sobre las perspectivas del mercado inmobiliario, aunque no necesariamente implican un cambio estructural en su evolución. El mercado inmobiliario mantiene niveles de actividad relevantes, apoyado en el empleo, los ingresos de los hogares y la expansión del crédito hipotecario. Si bien algunos indicadores muestran una moderación de la demanda y persisten riesgos vinculados a los costos de construcción y las condiciones financieras, no se observa una contracción generalizada del sector

- 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. Si bien durante 2026 se introdujeron modificaciones en los regímenes de promoción e incentivos fiscales, no se observan cambios que comprometan significativamente la continuidad del marco de apoyo al sector.

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 Tambler. 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 mismo. 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, al 27 de agosto 2026 el 96% de las unidades estaban alquiladas.

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 27 de agosto de 2026 se contaba con una ocupación del 100% en N.Centenario y 90% en el N.Plaza.

- **Proyecto Arrayán.** Se adquirieron 51 viviendas y 29 cocheras que responden al 72% del edificio. Las unidades se están alquilando con normalidad, existiendo al 27 de agosto de 2026 un 96% de ocupación. Se han vendido a la fecha 2 apartamentos.
- **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.
- **Edificio 8cho.** Se adquirieron 59 apartamentos y 33 garajes que es el 68% del edificio. Al 27 de agosto de 2026 el nivel de ocupación era de 98%. Se han vendido 7 apartamentos y 1 garaje.
- **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 27 de agiosto de 2026 el complejo presentaba un nivel de ocupación de 93%, se han vendido 16 apartamentos y 9 garajes, observándose una buena aceptación del producto.
- **NEO Sur.-** El edificio Quijano, ahora denominado NEO Sur. El Fideicomiso adquirió el 100% del edificio, que son 69 apartamentos y 33 garajes. Al 27 de agosto 2026 el complejo presentaba un nivel de ocupación de 97%, 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. Se han realizado 21 distribuciones -la última en junio de 2026- por un total de 419,8 millones de pesos, equivalentes a 70,5 millones de UI.

- 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.

- En diciembre 2024 se realizó una 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 venían alcanzado los objetivos económicos y financieros esperados. Los principales cambios fueron 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 cuatrimestre cumplido desde el momento de compra, lo que implica un 2,5% de aumento anual. (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 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.

- La tasación de los inmuebles del Fideicomiso a diciembre de 2025, que corresponde a 324 apartamentos y 161 garajes/cocheras, determinó un valor total de 350,90 millones de unidades indexadas, equivalentes a 56,65 millones de dólares.

2.2. Hechos salientes del período

- Se presenta a continuación un resumen de la situación de los arrendamientos al 27 de agosto de 2026.

Cuadro 2.- Situación de los arrendamientos al 28 de agosto 2026

Ingreso alquileres actual	mensual	en pesos	9.956.446
Ingreso alquileres actual	mensual	en dólares	247.267
Ingreso alquileres potencial	mensual	en pesos	10.350.746
Ingreso alquileres potencial	mensual	en dólares	257.059
Apartamentos alquilados		número	313
Apartamentos alquilados		porcentaje	97%
Garajes alquilados		número	148
Garajes alquilados		porcentaje	92%
Inversión en stock total		Milliones de UI	300,61
Inversión en stock total		Millones de USD	49,55
Caprate s/stock total		porcentaje	6,0%
Caprate s/stock alquilado		porcentaje	6,2%

Fuente: El Administrador

- El nivel de ocupación de las unidades y el rendimiento de los arrendamientos sobre la inversión realizada continúan presentando una buena performance, en linea con lo propuesto.

- Durante el primer semestre de 2026 no se concretaron ventas, ya que los precios mínimos establecidos en la modificación del contrato del fideicomiso están por el momento aproximadamente un 31% por encima de los precios de mercado. Las últimas ventas de apartamentos y garajes se realizaron en el primer semestre de 2024.

- Al 30 de junio de 2026, se había concretado la venta de 47 apartamentos y 21 garajes. El *upside* bruto[5] de las unidades vendidas viene siendo del 13,8% en UI o del 33,4% en dólares. La diferencia de rendimiento se explica por la desigual evolución de la unidad indexada y el dólar.

- En fideicomiso realiza periódicamente distribuciones de utilidades, aproximadamente cada 2 meses, en el primer semestre de 2026 se realizaron las siguientes:
  - 30 de enero ……$ 8.000.000
  - 13 de marzo……$ 8.000.000
  - 28 de abril……..…..$ 6.200.000
  - 25 de junio……...$ 10.800.000

- El total de distribuciones a fines de junio de 2026 asciende a $ 419,8 millones (UI 70,50 millones considerando el valor de la UI del día de pago).

- El Comité de Vigilancia considera que la coyuntura de precios relativos determina que no sea posible cumplir con la cadencia de ventas a los precios proyectados en Unidades Indexadas (precios mínimos). En este sentido, propone evaluar diferentes alternativas para comercializar las unidades (por ej. ventas a crédito) y comenzar a evaluar opciones para mitigar los efectos fiscales que pudiera tener el Fideicomiso si el plazo se extendiera más allá del 2028, evaluando la viabilidad de modificar los certificados de participación actuales hacia títulos mixtos.

[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 a agosto de 2026.
- Informes trimestrales del comité de vigilancia, el último a junio de 2026.
- Estados Contables intermedios del Fiduciario al 30/06/2026.
- Estados Contables intermedios del Fideicomiso al 30/06/2026.
- Estados Contables de Península Rentals Uruguay SRL a 31/12/2025.
- Informes trimestrales del Fiduciario. El último a junio de 2026
- Encuesta periódica de Research Uruguay; "La demanda en el mercado inmobiliario"; julio de 2026.
- "Informe Sectorial Inmobiliario sobre el Mercado de Viviendas"; Ec. Mayid Sáder y la Ec. Serrana Calvette. setiembre de 2026.

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 del primer semestre de 2026 y su comparativo con cierres anteriores se presenta en los cuadros siguientes.

Cuadro 3: Estado de Situación (en miles de $)			
Concepto	**30/6/2026**	**31/12/2025**	**31/12/2024**
Activo	**185.613**	**169.127**	**166.002**
Activo Corriente	54.605	41.633	27.197
Activo no Corriente	131.008	127.494	138.805
Pasivo	**153.905**	**140.694**	**138.589**
Pasivo Corriente	42.745	32.515	18.881
Pasivo no Corriente	111.159	108.179	119.709
Patrimonio	**31.708**	**28.433**	**27.412**
Pasivo y Patrimonio	**185.613**	**169.127**	**166.002**
Razón Corriente	**1,28**	**1,28**	**1,44**

Fuente: EE.CC TMF

Cuadro 4: Estado de Resultados (en miles de $)			
Concepto	**30/6/2026**	**30/6/2025**	**31/12/2025**
Ingresos operativos	19.976	20.709	39.675
Costo Servicios Prestados	(3.859)	(4.844)	(9.507)
Resultado Bruto	**16.118**	**15.865**	**30.168**
Gastos Administración y Vtas.	(8.001)	(5.752)	(13.531)
Resultado Operativo	**8.117**	**10.113**	**16.637**
Resultado Financiero	(3.713)	(7.043)	(11.860)
Otros	1.018		
Resultados antes de IRAE	**5.421**	**3.070**	**4.777**
IRAE	(2.147)	-	(3.756)
Resultado del Periodo	**3.275**	**3.070**	**1.021**

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 semestre indicado, 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

"Peninsula 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 Kirchheimer[6] 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, Peninsula 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.

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.

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

Asimismo, hay un ***Comité de Vigilancia*** conformado por una persona física elegida por los Titulares ***(Asamblea de Titulares)*** que representa la mayoría absoluta de los CPs emitidos y en circulación con derecho a voto.
Esta estructura, según informó el Administrador, se mantiene incambiada por lo que se reitera que, en opinión de CARE, da garantías suficientes al funcionamiento general de la operativa.

En cuanto a su solvencia, CARE tuvo a la vista los EE.CC de la firma al 31/12/2025, último disponible, de acuerdo a los mismos, nada hace suponer la eventualidad de algún riesgo en este sentido.

Fideicomiso

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

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

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

A partir del año 2018 se hicieron integraciones regularmente a medida que avanzaban los negocios. Del total autorizado se han emitido títulos por algo más de UI 361.8 millones, el último de los 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 intermedios del Fideicomiso al 30/06/2026.

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

Concepto	30/6/2026	31/12/2025	31/12/2024
Activo	**2.236.644**	**2.225.202**	**2.423.311**
Activo Corriente	25.818	14.376	21.382
Activo no Corriente	2.210.826	2.210.826	2.401.929
Pasivo	**127.014**	**122.005**	**174.413**
Pasivo Corriente	13.661	2.476	3.093
Pasivo no Corriente	113.353	119.529	171.320
Patrimonio	**2.109.629**	**2.103.196**	**2.248.898**
Pasivo y Patrimonio	**2.236.644**	**2.225.202**	**2.423.311**
Razón Corriente	**1,89**	**5,81**	**6,91**

Fuente: EE.CC Fideicomiso Península

El patrimonio contable, según cuadro precedente, alcanza al cierre del semestre un valor de UI 319.6 millones (UI 327.4 millones a diciembre 2025), producto de convertir la cifra expresada en moneda nacional a la cotización de la UI que era en esa fecha de $ 6,6011, esto representa una disminución del patrimonio contable. Se recuerda que al tratarse de un cierre intermedio no se hicieron tasaciones de los inmuebles que mantuvieron su valor contable del cierre del ejercicio anterior lo que estaría explicando, en parte, esa ligera caída.

De todas formas, dicho patrimonio sigue siendo superior a los títulos emitidos en circulación.

Efectivamente, como se ha dicho, las emisiones fueron del orden de UI 361.8 millones, pero desde noviembre de 2022 el Fideicomiso viene realizando con regularidad distribución de fondos que, al 31/12/2025 alcanzaron la suma de $ 386.8 millones, equivalentes a unas UI 65.4 millones. En el semestre informado se realizaron distribuciones de resultados por $ 33 millones adicionales, equivalentes a unas UI 5.1 millones por lo que, a la fecha, se han distribuido alrededor de UI 70.5 millones. En consecuencia, los títulos emitidos menos lo recibido por las distribuciones da un monto del orden de UI 291.3 millones, un 80% de la emisión.

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

Concepto	30/6/2026	30/6/2025	31/12/2025
Ingresos por arrendamiento	58.274	56.278	114.134
Resultado por venta de propiedad	-	-	-
Resultado por valuación de inv.	-	-	(190.845)
Otros ingresos	51	-	2
Total ingresos	**58.325**	**56.278**	**(76.709)**
Gastos operativos	(8.285)	(9.017)	(16.221)
Gastos de Administración	(16.359)	(15.240)	(31.405)
Resultados Operativos	**33.681**	**32.021**	**(124.335)**
Resultados Financieros	(87)	1.046	854
Resultados antes de IRAE	**33.594**	**33.067**	**(123.481)**
IRAE	5.839	4.630	51.580
Resultado del Periodo	**39.433**	**37.697**	**(71.902)**

Fuente: EE.CC Fideicomiso Península

Como se ha dicho, no se registran resultados por valuación de inmuebles las que se harán al fin del ejercicio en curso. Los resultados parciales son positivos, la marcha general de los negocios se analiza 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 92% 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

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

En esta oportunidad, el administrador aporta una actualización del flujo de fondos del proyecto a junio de 2026 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 el año 0 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 5,7% para el conjunto del stock de arrendamientos.

- Escenario tasación. Este escenario considera los valores que surgen de las tasaciones realizadas en diciembre de 2025 y se convierten a unidades indexadas, a las cotizaciones de diciembre de 2025, que resultan un 4,2% mayores a los del escenario actual y tiene implícito un caprate del 5,47%.

- 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 31% superiores a los del Escenario Actual de Venta, resultando en un caprate de 4,23% 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% en dólares

- 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	5,70%	2,1%
Precios Minimos (Contrato)	4,23%	5,7%
Tasaciones 2025	5,47%	2,6%
Tasación en dólares	5,47%	7,5%

Fuente: El Administrador

Según el escenario que se utilice para la estimación de precios de venta, la TIR se ubica entre 2,1% y 5,7% en Unidades Indexadas.

En el caso del Escenario Actual de Venta, la TIR proyectada muestra un pequeño deterioro con la actualización anterior, pasando de 2,3% a 2,1% (en diciembre de 2024 era de 3,9%). Esa caída se explica básicamente porque la evolución del valor del dólar no acompañó la evolución de la UI.

En el 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%, y muestra una menor caída respecto de las calificaciones previas, pero supone un ajuste importante en el valor de los inmuebles que el mercado seguramente no reconoció. Actualmente los precios mínimos UI se ubican un 31% por encima de los precios de mercado, 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 fue una medida acertada.

En este sentido, todo indica que la TIR finalmente se termine ubicando entre 2,3 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 26% entre el 1 de enero de 2022 y el 30 de junio de 2026. 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. 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 que considera los valores de la tasación sería del 7,5%, una tasa que resultaría aceptable en dólares corrientes.

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

Las Tasas Internas de Retorno proyectadas consideran todo el período del proyecto por que se estaría estimando la rentabilidad para un inversor que aportó el capital en cada una de las integraciones al comienzo del proyecto y se mantiene hasta el fin del fideicomiso. La suscripción de los valores se realizó en julio de 2017 y a título de ejemplo en ese momento el rendimiento de la curva en Unidades Indexadas (CUI) a largo plazo (10 a 30 años), se ubicaba entre 3,5 y 4,2%.

Se recuerda que esta no es una emisión con compromiso de rentabilidad fijo, por lo tanto la nota no depende estrictamente del alcance de las Tasas Internas de Retorno calculadas en el proyecto ni de los costos de oportunidad del capital de los inversores. En definitiva, la nota sigue entre otros criterios el cumplimiento del proyecto y el alcance de una rentabilidad mínima que se juzgue aceptable en ocasión de cada recalificación. Estos análisis deben considerarse a los efectos de cualquier decisión como un punto de vista a tener en cuenta entre otros por parte del inversor.

3. Tasaciones

Sobre fines de 2025 se realizó la última tasación de los apartamentos, garajes y cocheras de los 8 proyectos del Fideicomiso. Esta tasación corresponde a los inmuebles en stock a esa fecha, que eran 324 apartamentos y 161 garajes/ cocheras.

A continuación, se presentan los precios que surgen de la tasación realizada en diciembre de 2025 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 2025.

Cuadro 8.- Valor total de los inmuebles según escenario al 31 de diciembre 2025

Escenario	Miles de Dólares	Miles de UI	Valor Indice
Actual de ventas	54.367	336.751	100,0
Tasaciones 2025	56.650	350.896	104,2
Precios mínimos	71.195	440.987	131,0

Fuente: CARE con información del Administrador
Nota; Inmuebles al 31 de diciembre de 2025 (324 apartamentos y 161 garajes)

Los valores de la tasación estaban en diciembre de 2025 un 4,2% por arriba de los valores considerados en el escenario actual de ventas, pero un 20,4% por debajo de los precios mínimos de ventas.

La nueva tasación mostró un incremento de un 3,9% en dólares pero una importante reducción en unidades indexadas como consecuencia de una reducción de 11,4% en el valor del dólar (moneda en que se tasan los inmuebles), entre diciembre de 2024 y diciembre de 2025.

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.*

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 Peninsula 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 calificadora 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 2025, la economía mundial habría crecido aproximadamente 3,5%, mientras que las últimas proyecciones del FMI, publicadas en octubre de 2026, prevén un crecimiento de 3,1% para 2026 y 3,4% para 2027. Estas estimaciones reflejan una desaceleración de la actividad mundial durante el presente año y una posterior recuperación, aunque con diferencias significativas entre regiones y sectores. El escenario internacional continúa condicionado por la incertidumbre geopolítica, los efectos del conflicto en Medio Oriente sobre los mercados energéticos, las tensiones comerciales, los niveles de endeudamiento público y el desarrollo de las inversiones vinculadas a inteligencia artificial, que han contribuido a sostener la actividad en determinadas economías.

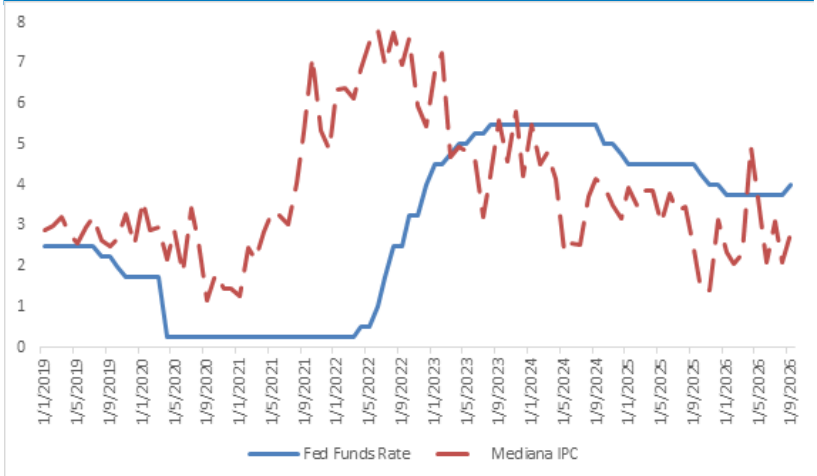
En este marco, las principales economías del mundo continúan mostrando desempeños dispares, con una política monetaria internacional que, si bien ha dejado atrás el tramo más contractivo del ciclo, ha evidenciado un cambio de orientación en los últimos meses. En particular, en su reunión del 16 de setiembre de 2026, la Reserva Federal de Estados Unidos resolvió incrementar su tasa de referencia en 25 puntos básicos, situándola en el rango de 3,75%-4,00%. La decisión respondió a la persistencia de presiones inflacionarias, en un contexto de crecimiento de la actividad económica y relativa estabilidad del mercado laboral. Las minutas de esta reunión señalaron, además, que la mayoría

de los participantes consideraba probable un aumento adicional de tasas antes de finalizar el año, aunque condicionado a la evolución de los indicadores económicos.

El conflicto en Medio Oriente continúa representando uno de los principales factores de riesgo para las perspectivas internacionales. Sus efectos sobre los precios del petróleo y otros insumos energéticos, los costos de transporte y las cadenas de suministro han introducido presiones adicionales sobre la inflación mundial. En este sentido, el FMI proyecta que la inflación global alcance 4,7% en 2026, para posteriormente moderarse a 4,1% en 2027. Una eventual intensificación o prolongación del conflicto podría modificar estas proyecciones, afectando negativamente el crecimiento y generando mayores presiones inflacionarias, especialmente en las economías importadoras de energía.

Además de esto, en Estados Unidos conviven otros elementos de incertidumbre institucional y política que podrían incidir sobre las expectativas económicas durante 2026. Por un lado, las elecciones de medio término previstas para el 3 de noviembre de 2026 definirán la composición del Congreso para la segunda mitad del mandato presidencial, lo que podría alterar el margen de maniobra para la implementación de políticas fiscales, regulatorias y presupuestarias. Por otro lado, el 22 de mayo de 2026 Kevin Warsh asumió la presidencia de la Reserva Federal, sucediendo a Jerome Powell. El cambio de conducción se produjo en un contexto de discusión sobre la orientación futura de la política monetaria y el papel de las comunicaciones del banco central en la formación de expectativas. Tanto la evolución del proceso electoral como las decisiones de política monetaria bajo la nueva conducción constituyen factores relevantes a monitorear, en la medida en que podrían modificar las expectativas del mercado con respecto a la orientación futura de la política económica y monetaria en la principal economía del mundo.

Gráfico 1 – Evolución de Tasa de Política Monetaria e Inflación en EEUU



Fuente: Fred St Louis. Se toma como referencia el límite superior de la Fed Funds Rate.

En contextos de mayor incertidumbre geopolítica, tensiones bélicas y expectativas de tasas de interés elevadas durante períodos más prolongados, el dólar tiende a fortalecerse encareciendo el financiamiento global y generando mayores presiones sobre economías emergentes.

Durante 2026, el comportamiento de la moneda estadounidense estuvo condicionado por la evolución del conflicto en Medio Oriente, las modificaciones en las expectativas de política monetaria y los diferenciales de tasas de interés entre las principales economías. La evolución del petróleo y la persistencia de presiones inflacionarias han reducido el margen para nuevas bajas de tasas por parte de la Fed, mientras que la incertidumbre política asociada a las elecciones de noviembre constituye un factor adicional para los mercados financieros.

En conjunto, estos factores configuran un escenario internacional de crecimiento moderado, con riesgos asociados a una mayor persistencia de la inflación, tasas de interés internacionales más elevadas y eventuales episodios de volatilidad cambiaria y financiera. La materialización de estos riesgos podría afectar las condiciones de financiamiento y los flujos de capital hacia economías emergentes, incluyendo Uruguay.

Luego de un 2024 en el cual el dólar se apreció en Uruguay, siguiendo la tendencia global y algunos eventos de risk off como la incertidumbre política por el plebiscito de la Reforma de Seguridad Social, este fenómeno se revirtió completamente en 2025. Esto implicó que, luego de la corrección de precios relativos de 2024, el dólar se depreció más de 11% en 2025. Esta reversión respondió en buena medida a la caída global del dólar a nivel internacional, a expectativas sobre la economía estadounidense y al fortalecimiento relativo de monedas emergentes y regionales. Durante 2026, el tipo de cambio mostró oscilaciones y hacia mediados de octubre se ubicaba en el entorno de $40 por dólar, manteniéndose por debajo de los niveles de cierre de 2024.

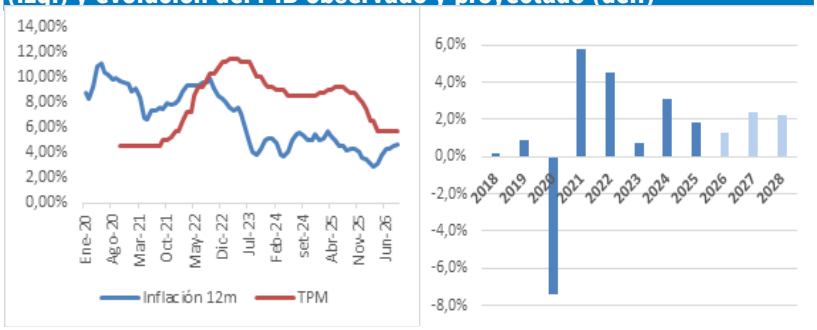
Desde el punto de vista macroeconómico local, la apreciación del peso contribuyó a moderar la inflación transable y a reforzar el proceso de desinflación, aunque al mismo tiempo volvió a instalar la discusión sobre competitividad, atraso cambiario y márgenes del sector exportador y transable. No obstante, durante 2026 la inflación interanual registró un aumento respecto de los niveles observados a comienzos del año, pasando de 3,11% en febrero a 4,68% en setiembre. Esta evolución estuvo asociada, entre otros factores, a incrementos de precios en bienes importados, combustibles y algunos productos alimenticios, según lo señalado por el BCU.

En este contexto, Uruguay inició 2026 con una Tasa de Política Monetaria de 7,5%, nivel resultante de la decisión adoptada por el Banco Central del Uruguay en diciembre de 2025. El 26 de enero de 2026, la autoridad monetaria convocó a una reunión extraordinaria y en ella dispuso una reducción de 100 puntos básicos, llevando la tasa a 6,5%. Más adelante en el Copom del 3 de marzo de 2026 resolvió una nueva baja de 75 puntos básicos hasta el nivel actual de 5,75%. Este nivel se mantuvo durante las reuniones de abril, mayo, julio y agosto. Sin embargo, en el Copom del 8 de octubre, el BCU resolvió incrementar la TPM en 25 puntos básicos hasta 6%, señalando como objetivo preservar el anclaje de las expectativas de inflación y contribuir a su convergencia hacia la meta de 4,5% en el horizonte de política monetaria (24 meses). En esa instancia, las expectativas promedio relevadas por el organismo se ubicaban en 4,71%, mientras que la inflación efectiva había alcanzado 4,68% interanual en setiembre.

En cuanto al nivel de actividad, las últimas cifras de Cuentas Nacionales publicadas por el BCU muestran una contracción interanual del PIB de 0,5%

en el segundo trimestre de 2026, junto con una caída desestacionalizada de 0,8% respecto del trimestre anterior. Desde el enfoque de la producción, este resultado estuvo explicado principalmente por la retracción del sector agropecuario, parcialmente compensada por el crecimiento de la industria manufacturera y de algunas actividades comerciales y de servicios. Desde la demanda, se registró un incremento del consumo y de la formación bruta de capital fijo, mientras que la demanda externa presentó una reducción

Gráficos 2 y 3 – Tasa de Política Monetaria e Inflación en Uruguay (izq.) y evolución del PIB observado y proyectado (der.)

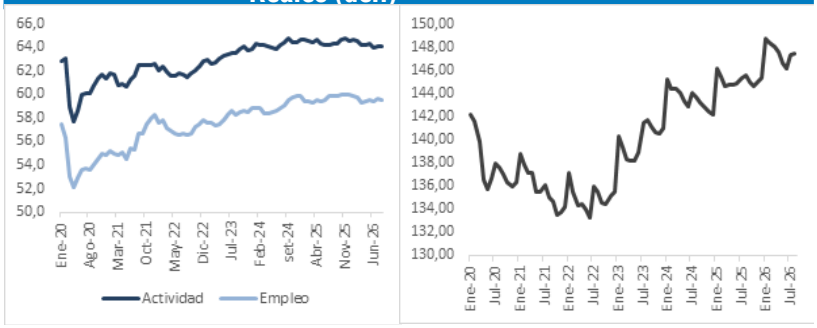


Fuente: INE, BCU, BM y IMF

En lo que refiere al mercado laboral, durante 2025 se observó una continuidad en los niveles de actividad y empleo. De acuerdo con estimaciones oficiales recogidas por el Ministerio de Economía y Finanzas sobre la base de datos del INE, en el promedio del año se generaron aproximadamente 26.000 puestos de trabajo respecto de 2024, en un contexto en el que se alcanzaron las mayores tasas de actividad y empleo de la última década. Los datos correspondientes a agosto de 2026 muestran una tasa de actividad de 64,1%, una tasa de empleo de 59,5% y una tasa de desempleo de 7,2%. En comparación con agosto de 2025, la tasa de actividad disminuyó 0,3 puntos porcentuales y la tasa de empleo 0,4 puntos porcentuales, mientras que el desempleo se mantuvo en el mismo nivel.

Por su parte, el Índice Medio de Salarios (IMS) registró en agosto de 2026 una variación acumulada de 5,14% y un incremento interanual de 5,89%. Considerando la inflación interanual de 4,55% registrada en agosto, esto representa un aumento aproximado de 1,28% del salario real respecto de igual mes del año anterior.

Gráficos 4 y 5 – Mercado laboral (izq) e Índice Medio de Salarios Reales (der.)



2. Mercado inmobiliario de vivienda

2.1. Breve contexto histórico

El sector inmobiliario representa una porción relevante de la actividad económica uruguaya, equivalente aproximadamente al 11% del PIB en 2023, según Uruguay XXI, considerando el conjunto de actividades inmobiliarias, y alcanza a aquellas actividades dedicadas a la intermediación en la venta y alquiler de bienes inmuebles ya sea destinados a vivienda, oficinas, locales comerciales, entre otros. Este ha venido aumentando su actividad de manera sostenida desde 2003 después de una profunda crisis sectorial entre 1999 y 2002. A partir del 2003, comienza una recuperación que evidenció al menos dos fases diferenciadas. Una primera de alto crecimiento (2003 – 2015), que comenzó con un boom inmobiliario en el sector agropecuario y construcciones destinadas al sector de altos ingresos y luego se orienta hacia la construcción de vivienda destinada al sector medio y medio alto de la población, apalancado en un moderado incremento del crédito y estímulos fiscales 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.

A partir de 2020, el mercado ingresó en una nueva etapa, inicialmente marcada por la disrupción de la pandemia y posteriormente por una recuperación de la actividad, mayor dinamismo en desarrollos y operaciones de vivienda, y cambios en los precios relativos, en la demanda por inversión y en las condiciones de financiamiento. En los años más recientes, esta etapa comenzó a mostrar una moderación en algunos indicadores de demanda y transaccionalidad, junto con diferencias en el desempeño de los distintos segmentos del mercado

En lo que sigue se aborda la evolución reciente del mercado inmobiliario, sus fundamentos y perspectivas.

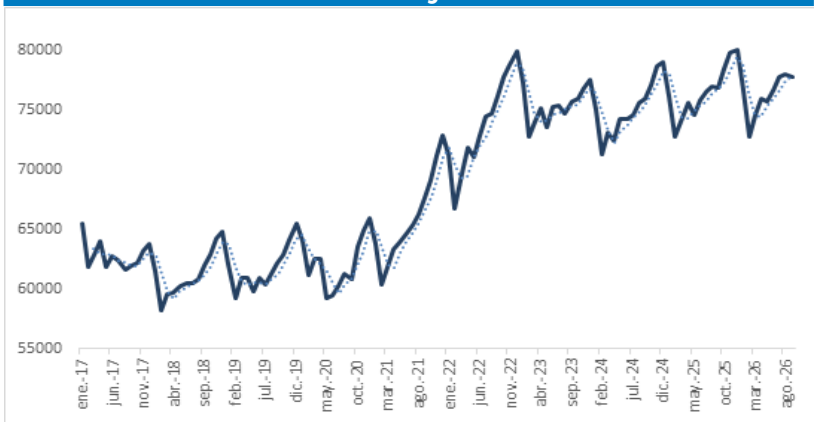
2.2. Evolución reciente y perspectivas

La irrupción de la pandemia y sus efectos globales implicaron un importante incremento de la incertidumbre a nivel internacional y nacional con efectos reales significativos sobre la economía, las políticas públicas y, por supuesto, el mercado inmobiliario. Desde entonces, el sector mostró una recuperación y posterior dinamismo en desarrollos y operaciones inmobiliarias, especialmente en vivienda, aunque con cierta moderación del ritmo de crecimiento en los meses más recientes. En este sentido, la demanda privada creció producto de tres factores generales: el incremento del ingreso de los hogares, el dinamismo del crédito hipotecario, y el fortalecimiento del peso uruguayo. A esto se le agregan modificaciones en políticas públicas que incentivaron la concreción de nuevos desarrollos vía estímulos fiscales, con un aumento de la demanda por inversión producto además de un entorno regional y local algo más favorable para estas operaciones. No obstante, la información correspondiente a 2026 muestra una mayor diferenciación entre los componentes de la demanda. En particular, hay una menor incidencia de hogares en búsqueda

activa de vivienda dentro de la población contactada, al tiempo que el motivo de inversión alcanza el mayor registro de la serie. Estas tendencias no necesariamente implican una contracción generalizada de las operaciones, pero introducen elementos de cautela respecto de la evolución de la demanda.

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; una vez disipados estos efectos se aprecia que los cotizantes al sector de construcción se mantienen en niveles elevados respecto de los registros anteriores a 2022, y el sector de la vivienda es uno de los principales demandantes de mano de obra en el sector. Sin embargo, el comportamiento reciente de los puestos cotizantes presenta oscilaciones que deben considerarse al evaluar la evolución de la actividad, particularmente al comparar los registros mensuales con la tendencia suavizada. 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, señalando en su informe de setiembre de 2026 que la superficie autorizada en Montevideo alcanzó aproximadamente 1.187.000 metros cuadrados durante 2025. Esta cifra supone un aumento respecto de los registros utilizados en versiones anteriores del informe.

Gráfico 6 – Personas 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, Uruguay cuenta con aproximadamente 1,6 millones de viviendas para 1,4 millones de hogares. Sin embargo, esta aparente suficiencia convive con descalces cualitativos y geográficos relevantes. En particular, según el Censo 2023, unas 323.000 viviendas se encuentran desocupadas, equivalentes a aproximadamente 19,5% del stock habitacional, categoría

que incluye viviendas destinadas a uso temporal, entre otras situaciones de desocupación. En este marco, Montevideo presenta una menor proporción de viviendas vacías, mientras que departamentos como Maldonado y Rocha concentran una parte significativa de este fenómeno, asociado al uso temporal de las unidades.

A su vez, el sector presenta un stock antiguo: más del 60% del stock edilicio tiene más de 40 años, lo que implica necesidades de reparación, adecuación funcional y mejoras constructivas. A esto se suma que se trata de un mercado fuertemente segmentado, con productos diferenciados por localización, tipología y poder adquisitivo, por lo que las características promedio del stock no necesariamente representan la realidad de todos los submercados. En consecuencia, las condiciones generales de la oferta constituyen un marco de referencia, pero deben complementarse con el análisis de las particularidades de cada zona y segmento.

El desarrollo de la oferta reciente ha estado fuertemente condicionado por el marco de política pública. La aprobación de la Ley 18.795 de Vivienda Promovida en 2011 introdujo instrumentos de incentivo que reorientaron la construcción hacia zonas céntricas y áreas de menor dinamismo relativo, contribuyendo al desarrollo de barrios como Centro, La Blanqueada, Palermo y Barrio Sur, así como al avance de proyectos fuera de Montevideo, particularmente en Canelones y, más recientemente, en otras zonas del interior. En la misma línea, las modificaciones normativas al decreto 329 introducidas desde 2020-22 junto con el régimen de promoción para proyectos de gran dimensión económica, contribuyeron a ampliar el universo de desarrollos y a sostener la expansión de la oferta en distintos segmentos del mercado.

En lo que refiere a la nueva oferta edilicia, continúan observándose cambios estructurales en las tipologías construidas. En particular, se consolida una tendencia hacia viviendas de menor tamaño y con menos dormitorios, en línea con los cambios demográficos y la menor cantidad de personas por hogar. En este sentido, la información más reciente confirma que la fragmentación de los hogares sigue avanzando - con un 29% de hogares unipersonales según el Censo 2023, lo que ha venido ajustando la oferta hacia unidades más compactas. A su vez, la Vivienda Promovida sigue concentrándose en el área metropolitana, aunque con una descentralización incipiente hacia otras localizaciones. De acuerdo con la ANV, al primer cuatrimestre de 2026 Montevideo concentraba el 79,7% de las declaraciones juradas acumuladas de ventas de viviendas promovidas, seguido por Canelones con 9,7% y Maldonado con 6,6%.

En este contexto, según información publicada por la ANV en su portal de Vivienda Promovida, el régimen acumula 1.858 proyectos promovidos, que comprenden 53.526 viviendas. De ese total, 194 proyectos promovidos no se llevaron a cabo por desistimiento del inversor o revocación. Por su parte, durante el primer cuatrimestre de 2026 se registraron 1.073 nuevas declaraciones juradas de ventas, un incremento de 4,2% respecto del cuatrimestre anterior. Si bien se mantiene el crecimiento en las ventas declaradas, el propio organismo señala que este se produce a un ritmo inferior al de períodos anteriores.

En suma, la oferta de vivienda en Uruguay muestra una combinación de expansión reciente, fuerte incidencia de los incentivos públicos y adaptación progresiva a los cambios en la estructura de los hogares. No obstante, persisten desafíos vinculados a la antigüedad del stock, a la localización de

parte de las viviendas vacías y a la heterogeneidad del mercado, elementos que condicionan tanto el acceso como la velocidad de ajuste entre oferta y demanda. A estos factores se agregan las diferencias entre la evolución de los proyectos promovidos, su grado de ejecución y la comercialización efectiva de las unidades, aspectos relevantes para evaluar la oferta disponible y su evolución futura.

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.

Según las últimas estimaciones y proyecciones de población del INE, correspondientes a la revisión de 2025, Uruguay continuaría registrando una reducción gradual de su población durante las próximas décadas, pasando de aproximadamente 3,5 millones de habitantes en 2024 a 3,4 millones en 2045 y 3 millones en 2070. Si bien en los últimos años Uruguay ha recibido cierto flujo migratorio, este es de escasa magnitud y aproximadamente el 4% de la población uruguaya ha nacido en el exterior. De lo anterior se desprende que las dinámicas demográficas vinculadas a la cantidad de personas no presionarán al alza sobre el mercado de vivienda en los próximos años, en tanto la población uruguaya se mantendría relativamente estable, aunque la inmigración y la redistribución territorial sí podrían tener cierta incidencia en determinados submercados.

Por otro lado, otras dinámicas de carácter sociales 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. No obstante, esta tendencia demográfica no necesariamente se traduce en una preferencia generalizada por viviendas de un dormitorio o monoambientes, ya que la demanda declarada continúa mostrando una participación importante de las unidades de dos dormitorios.

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. De acuerdo con esta encuesta el 49% de quienes buscaron vivienda en los últimos tres meses manifestaron preferencia por unidades de dos dormitorios, manteniéndose esta tipología como la más demandada entre los encuestados.

Es de notar que la preferencia por viviendas de dos dormitorios continúa predominando frente a las tipologías de mayor capacidad, en un contexto en el que el 55% de quienes buscaron vivienda manifestó interés por apartamentos. Sin embargo, en contraposición a lo comentado previamente, la demanda por unidades de un dormitorio o monoambientes continúa representando una proporción minoritaria dentro de la encuesta, aunque otras fuentes de demanda inmobiliaria, como los portales de búsqueda, muestran una mayor incidencia de estas tipologías, particularmente en el segmento de inversión.

Gráfico 7 - Tipo de vivienda buscada por "hogares que buscaron en los últimos tres meses"

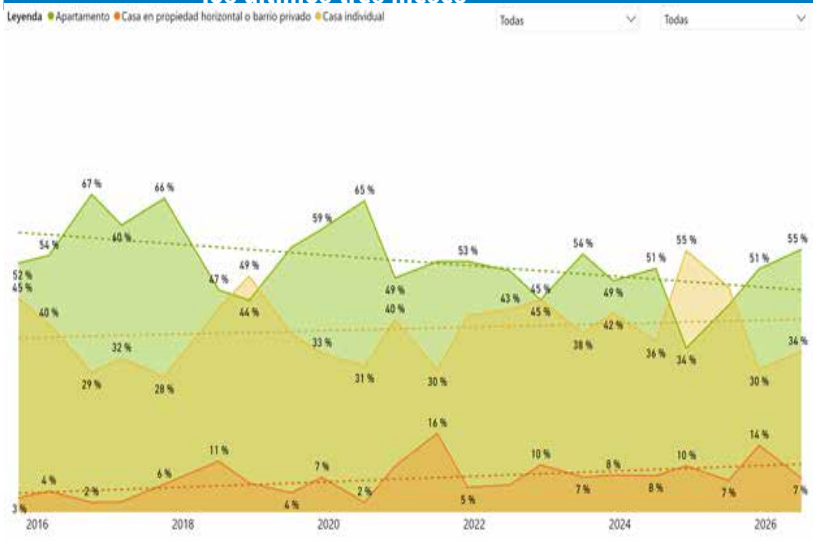
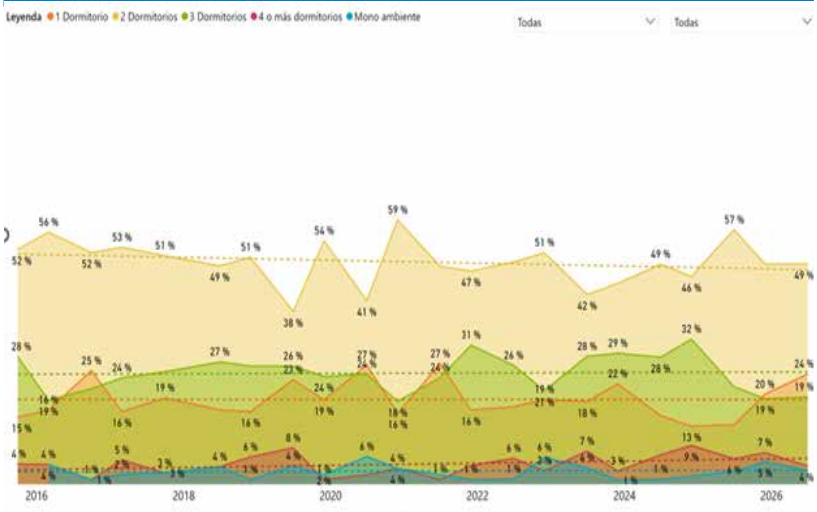
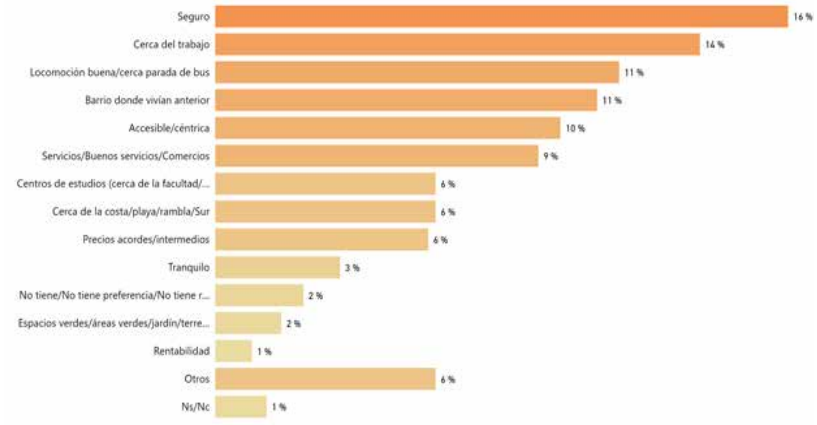


Gráfico 8 - Cantidad de dormitorios buscados por "hogares que buscaron en los últimos tres meses"



Los principales atributos a la hora de elegir una vivienda refieren a la ubicación y el entorno: con buena seguridad y transporte, próximo del trabajo y en una zona céntrica o accesible. Estos atributos vinculados al entorno geográfico de la vivienda continúan siendo determinantes en las preferencias declaradas de los encuestados. La seguridad se mantuvo como el primer atributo, aunque desde hace varias ediciones que se mantiene en el podio en cuanto a características preferidas. En particular, en la encuesta de julio de 2026, la seguridad incrementa su importancia entre quienes proyectan buscar vivienda en los próximos dos años, alcanzando el 24% de las menciones, frente al 16% entre quienes buscaron recientemente. La configuración de barrios más demandados también se mantiene en términos generales respecto a ediciones previas de la encuesta, siendo los ejes de Pocitos y Centro los principales dentro de Montevideo, junto con la demanda por Ciudad de la Costa y El Pinar. Sin embargo, en las preferencias de búsqueda futura se observa un mayor interés relativo por Malvín y una moderación de la participación de Ciudad de la Costa respecto de los barrios costeros de Montevideo.

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



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 y los bancos se muestran más activos en este segmento de financiamiento, como se analizará más adelante. De acuerdo con el informe sectorial de Sáder y Calvete de setiembre de 2026, en el último año se realizaron aproximadamente 5.720 operaciones de crédito hipotecario, con un ticket promedio cercano a US$ 108.500. A su vez, según información del BCU, el crédito hipotecario registró un crecimiento real interanual de 10,9% en agosto de 2026. No obstante, su incidencia sobre el total de compraventas continúa siendo acotada, por lo que su peso en la formación general de la demanda habitacional sigue siendo relativamente bajo.

Por último, la encuesta de Research incorpora indicadores de precios a través del Price Sensitivity 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 con 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 a lo largo de los años, aunque en las mediciones de julio y diciembre de 2025 se ubicaron por encima de ese rango, alcanzando 7,3% y 7,1%, respectivamente. Sin embargo, en julio de 2026 el indicador descendió a 4,8%, ubicándose por debajo del promedio histórico de aproximadamente 5,5%. Este resultado representa una reducción de 2,3 puntos porcentuales respecto de diciembre de 2025 y refleja una menor rentabilidad bruta implícita en los precios declarados por los encuestados.

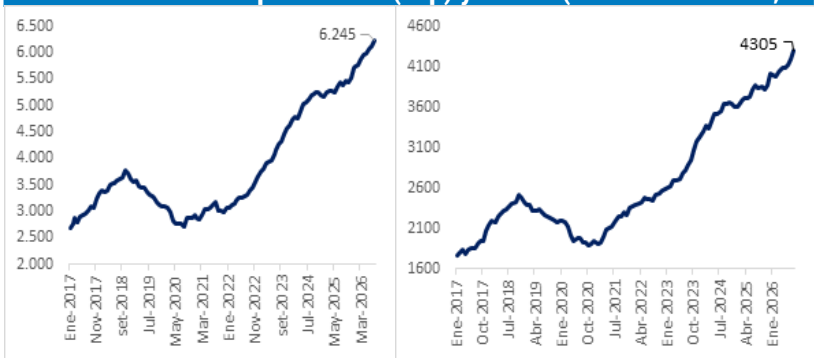
ii.i.ii. Factores Económicos

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. Este fenómeno tuvo una interrupción transitoria hacia fines de 2024, asociada al fortalecimiento global del dólar, pero volvió a observarse durante 2025 en un contexto de nueva depreciación de la moneda estadounidense a nivel internacional y de fortalecimiento relativo del peso uruguayo. Durante 2026, la evolución del tipo de cambio presentó mayor estabilidad, por lo que el efecto cambiario sobre la capacidad de compra de inmuebles expresados en dólares habría sido menos pronunciado que durante 2025. En paralelo, el comportamiento del ingreso real de los hogares continuó constituyendo una variable relevante para la demanda de vivienda, particularmente en los segmentos que requieren financiamiento.

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. Del mismo modo, las condiciones financieras favorables y las campañas impulsadas por algunas instituciones financieras, que buscan incrementar su share en el mercado de operaciones hipotecarias, implicaron una reducción en el costo de los créditos hipotecarios, lo que a su vez impulsó la demanda por estos instrumentos.

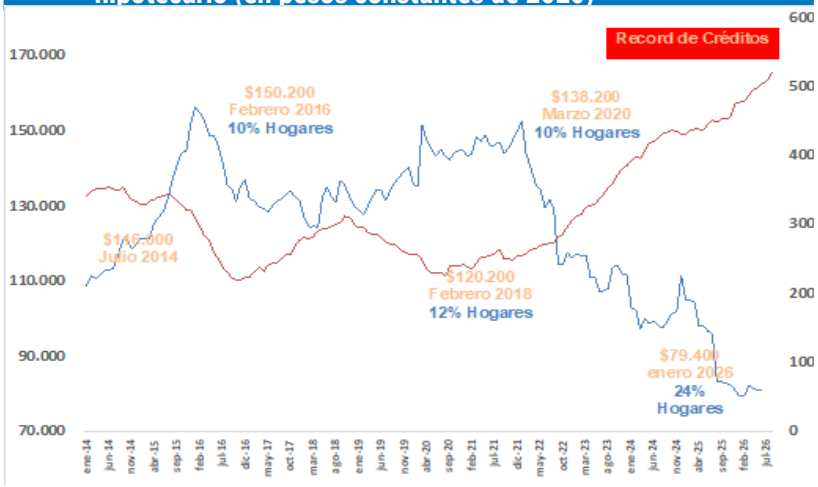
En el año móvil considerado a setiembre de 2026 se realizaron aproximadamente 5.720 operaciones de crédito hipotecario, mientras que los nuevos créditos a la vivienda alcanzaron unos 4.305 millones de UI, equivalentes a aproximadamente US$ 650 millones anuales. El ticket promedio se ubicó en torno a US$ 108.500 y el stock de crédito hipotecario a las familias se situó en aproximadamente US$ 3.660 millones. De todas formas, si bien el crédito hipotecario continuó expandiéndose, se aprecia cierto enlentecimiento en el ritmo de crecimiento de las operaciones respecto a revisiones anteriores. Por su parte, las tasas de interés de los préstamos hipotecarios en UI se mantienen en términos generales en el entorno de 4% a 5%, con diferencias según institución, condiciones de acceso y perfil del deudor.

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



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 continuado creciendo, persisten restricciones de acceso que podrían limitar la expansión de la demanda financiada. Aunque ha apuntalado la demanda de vivienda, la penetración del crédito continúa siendo reducida en términos generales, aun siendo que las condiciones de financiamiento han presentado modificaciones 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. De acuerdo con la simulación presentada por Research Uruguay en julio de 2026, solamente el 24,1% de los hogares de Montevideo tendría ingresos suficientes para acceder a un crédito hipotecario destinado a financiar el 80% de una vivienda de aproximadamente US$ 180.000, a 25 años de plazo. Para ello, se estima necesario un ingreso líquido mensual del hogar de aproximadamente $ 139.700, considerando una cuota cercana a $ 41.900. Este indicador busca aproximar y medir sistemáticamente cambios en el acceso, y si bien las condiciones financieras se han modificado respecto de años anteriores, el resultado continúa mostrando que una proporción mayoritaria de los hogares no alcanzaría los ingresos requeridos para acceder a un crédito bajo los supuestos considerados.

Gráfico 12 - Ingreso mínimo del hogar para acceder a un crédito hipotecario (en pesos constantes de 2020)



Fuente: Sáder & Calvete (Septiembre 2026).

Al comparar este indicador con los resultados de la encuesta de Research, se aprecia un desencuentro de expectativas, en tanto una proporción relevante de los encuestados prevé recurrir al financiamiento bancario para concretar la compra. De acuerdo con el relevamiento de julio de 2026, el 30% de los encuestados manifestó que financiaría la operación mediante un préstamo de una institución financiera, mientras que el 48% recurriría al ahorro propio. Estas preferencias contrastan con las restricciones de acceso que enfrenta una parte importante de los hogares y con la reducida penetración efectiva del crédito hipotecario en las compraventas.

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, aunque la trayectoria posterior fue menos lineal que la prevista inicialmente.

Durante 2026, la política monetaria internacional presentó nuevas modificaciones, destacándose la decisión de la Reserva Federal de Estados Unidos de incrementar su tasa de referencia en 25 puntos básicos en setiembre, hasta el rango de 3,75%-4,00%, en un contexto de persistencia de presiones inflacionarias. Esto implica que el costo de oportunidad de la inversión inmobiliaria continúa condicionado por la evolución de las tasas de interés internacionales y los rendimientos disponibles en otros activos financieros, sin que pueda identificarse una trayectoria sostenida de reducción del costo del capital.

Del mismo modo, a nivel local la tasa de interés de política monetaria también entró en una fase de recorte producto de la reducción de las presiones inflacionarias y la debilidad del dólar. No obstante, luego de los recortes

observados a comienzos de 2026, el BCU resolvió incrementar la Tasa de Política Monetaria a 6% en octubre. En este contexto, los efectos de la política monetaria sobre la inversión inmobiliaria dependerán, entre otros factores, de la evolución de las tasas reales, las condiciones de financiamiento y la rentabilidad esperada de los inmuebles.

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. En particular, el relevamiento de julio de 2026 muestra que el motivo inversión alcanzó el 15% de las búsquedas realizadas en los últimos tres meses, el mayor registro de la serie. Del mismo modo, se aprecia una mayor preferencia por los activos inmobiliarios en el portafolio de los encuestados. A su vez, 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. Sin embargo, el mayor interés declarado por la inversión coincide con una reducción de la rentabilidad bruta implícita estimada por Research Uruguay, que pasó de 7,1% en diciembre de 2025 a 4,8% en julio de 2026. Por tanto, si bien la inversión continúa siendo uno de los determinantes de la demanda de vivienda, su evolución debe analizarse considerando tanto las preferencias declaradas como los precios de adquisición, las rentas esperadas y el rendimiento de las alternativas financieras.

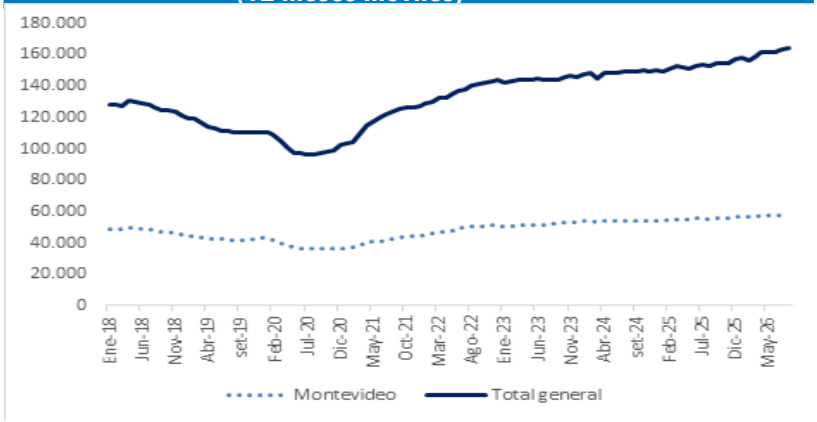
iii. Evolución reciente del mercado de compraventas y alquileres

iii.i. Evolución general de las operaciones

La información oficial del mercado de compraventas generalmente es incompleta y tiene rezagos 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.

De acuerdo con las inscripciones de compraventa, publicadas por el INE en base a la Dirección General de Registros (DGR), en agosto de 2026 se registraron 4.838 altas de compraventa de propiedades inmuebles en el total del país, lo que representa un crecimiento de 9,85% respecto del mismo mes del año anterior. De estas operaciones, el 33,59% correspondió a Montevideo, el 17,14% a Canelones y el 17,01% a Maldonado.

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



En cuanto a la recaudación del ITP, según la DGI, durante los primeros siete meses de 2026 la recaudación del Impuesto a las Transmisiones Patrimoniales se ubicó en torno a $ 2.360 millones, aproximadamente 6% por encima del mismo período de 2025 en términos nominales. Este registro indicaría una variación positiva de la recaudación, aunque más moderada que la observada durante 2025, cuando el impuesto acumuló un crecimiento nominal de 10,7% y real de 5,8%. 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 del ITP.

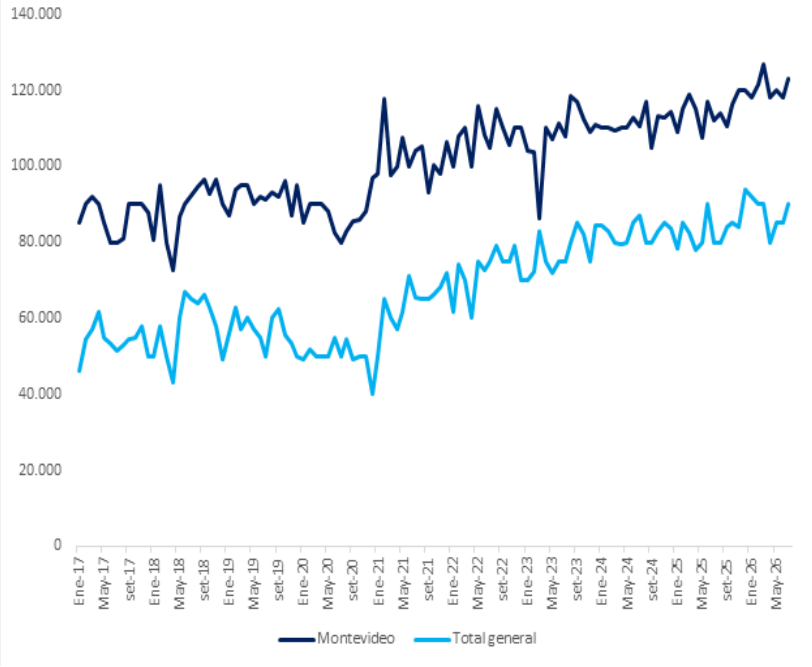
Otros indicadores indirectos también sugieren un mercado inmobiliario con niveles de actividad relevantes, aunque con comportamientos diferenciados entre los indicadores disponibles. Tanto los permisos de construcción en Montevideo, como los cotizantes al BPS se mantienen elevados en comparación con los niveles anteriores a la expansión del sector registrada desde 2021. Sin embargo, la evolución de las compraventas y de otros indicadores de demanda señala la conveniencia de distinguir entre los niveles de actividad de la construcción y la comercialización efectiva de inmuebles.

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 General de Registros. Respecto a las compraventas de inmuebles, la información más reciente del INE muestra que en julio de 2026 la mediana de los precios de las transacciones de propiedades inmuebles se ubicó en US$ 90.000 para el total del país, registrando una variación mensual de 5,88% y un incremento interanual de 12,50%. Estos resultados contrastan con la estabilidad y las correcciones observadas en algunas mediciones anteriores, aunque deben interpretarse considerando que la mediana refleja tanto la evolución de los precios como los cambios en las características y composición de los inmuebles efectivamente transados. Más allá de lo anterior, esta información puede complementarse

con la provista por Sáder y Calvete, quienes en su informe de setiembre de 2026 señalan que los precios de la Vivienda Promovida expresados en dólares registraron variaciones diferenciadas según tipología y localización, por lo que no se aprecia una evolución uniforme de los precios en los distintos segmentos del mercado.

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



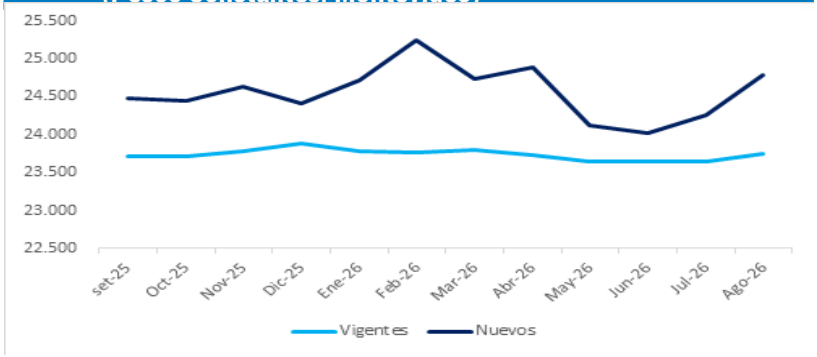
En cuanto a los contratos de alquiler, al igual que en ediciones anteriores se observa que la evolución de los precios debe analizarse en un contexto de incremento del stock de viviendas de los últimos años, al menos en Montevideo, aunque no es posible atribuir directamente a este factor la evolución de los arrendamientos. En este sentido, el incremento de la cantidad de viviendas habría contribuido a ampliar la oferta disponible para arrendamiento, generando además distintos efectos geográficos de corrimiento a lo largo de la ciudad.
En términos generales, de acuerdo con la información más reciente del INE, correspondiente a agosto de 2026, el precio promedio de los contratos de alquiler vigentes se ubicó en $22.413 mensuales para el total del país, registrando una variación mensual de 0,61%. Por su parte, la cantidad de contratos vigentes relevados ascendió a 150.909, con una variación mensual de -1,33%.

Cabe señalar que durante 2026 el INE amplió las fuentes utilizadas para elaborar estos indicadores, incorporando registros de aseguradoras privadas a los provenientes de ANDA y el Servicio de Garantía de Alquileres. Esta modificación introduce una discontinuidad metodológica respecto de los relevamientos anteriores, por lo que corresponde extremar los cuidados al realizar comparaciones interanuales.

Los datos disponibles muestran una evolución moderada de los precios nominales de alquiler, aunque no permiten por sí solos determinar la incidencia de la ampliación del parque habitacional sobre dicha trayectoria. 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, constituye un factor potencialmente relevante para la evolución de los precios y las condiciones de acceso al arrendamiento, cuyo impacto debe evaluarse considerando también la demanda, la localización y las características de las viviendas.

Gráfico 15 – Precio Promedio de Contratos de Alquiler (Pesos Constantes, Montevideo)[7]



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, el contexto macroeconómico y sectorial ha presentado algunas modificaciones durante 2026 que inciden sobre las perspectivas del mercado inmobiliario, aunque no necesariamente implican un cambio estructural en su evolución. La principal novedad en este sentido sigue siendo la apreciación real del peso, que ya ha mostrado alguna señal de reversión, junto con la evolución de las tasas de interés, las condiciones de financiamiento y los costos de construcción. Más allá de esto, los fundamentos estructurales de la demanda continúan vinculados al ingreso de los hogares, las condiciones de acceso al crédito y la demanda por inversión, la cantidad de viviendas en producción se mantiene en niveles relevantes y los fundamentos sociodemográficos del mercado siguen evolucionando en línea con las tendencias recientes.

No obstante, algunos indicadores sugieren una moderación en el ritmo de crecimiento de la demanda, reflejada en una menor intensidad de búsqueda y mayores dificultades para concretar operaciones, mientras que la rentabilidad implícita de la inversión inmobiliaria también ha registrado una reducción. Por otra parte, los indicadores de construcción, crédito hipotecario y compraventas mantienen niveles de actividad significativos. En conjunto, esta evidencia resulta consistente con una fase de moderación y mayor heterogeneidad entre los distintos segmentos del mercado, sin que pueda identificarse, por el momento, una contracción generalizada de la actividad inmobiliaria.

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.

[7]. A partir de abril de 2026, el INE amplió la cobertura de contratos de alquiler de 33,5% a 55,4% e introdujo una media recortada al 95% para calcular los precios promedio, afectando la comparabilidad con las series anteriores.

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. En el período de gobierno anterior 2020-2025, se realizaron ciertas modificaciones que dinamizaron estos proyectos, en particular con la eliminación del tope de precios, entre otros. Más recientemente, en 2025 el Poder Ejecutivo anunció nuevas modificaciones con el objetivo de reorientar los incentivos hacia localizaciones consistentes con la planificación territorial, proyectos con mayor impacto social y una mayor articulación con el Sistema Público de Vivienda.

Durante 2026, parte de estas modificaciones se concretaron mediante nuevas disposiciones normativas, especialmente en el programa habitacional Entre Todos. El Decreto 130/026, promulgado el 12 de junio de 2026, modificó las condiciones de funcionamiento de este programa, incorporando criterios vinculados a la escala de los proyectos, su localización y la disponibilidad de infraestructura urbana. En particular, estableció un límite de 100 viviendas para proyectos ubicados en zonas que no cuenten con adecuada conexión a infraestructura, equipamientos y servicios, admitiendo excepciones debidamente fundamentadas. A su vez, la normativa procuró unificar los criterios de subsidios habitacionales y fortalecer la intervención del MVOT en la evaluación de los proyectos.

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. Este régimen fue nuevamente ajustado en 2025 mediante el Decreto 85/025, que modificó el Decreto 138/020 y extendió su vigencia para proyectos presentados antes del 1° de enero de 2026.

Posteriormente, el Decreto 353/025, promulgado el 30 de diciembre de 2025 y vigente para proyectos presentados a partir del 1.º de enero de 2026, estableció un nuevo régimen de promoción de proyectos de Gran Dimensión Económica. Este instrumento mantiene la promoción de inversiones privadas en construcción, aunque introduce nuevas condiciones de elegibilidad, beneficios tributarios y mecanismos de seguimiento. Durante 2026, el MEF y la COMAP avanzaron en la implementación del nuevo régimen mediante la habilitación de procedimientos de presentación y adecuación de proyectos.

En lo que respecta a otras políticas públicas, ya se encuentra definido el Plan Quinquenal de Vivienda y Hábitat 2025-2029, en el que el foco de la política habitacional se orienta en buena medida a segmentos de la población de menores ingresos y a situaciones de vulnerabilidad habitacional. En este sentido, la política de vivienda tendría un enfoque transversal para abordar el déficit habitacional a través de cinco lineamientos estratégicos para guiar la

inversión y la acción del Sistema Público de Vivienda. Estos son: **i)** emergencia habitacional y vulnerabilidad; **ii)** acceso a la vivienda adecuada; **iii)** integración social y territorial; **iv)** acceso al suelo urbano; y **v)** fortalecimiento del SPV. En el marco de la Ley de Presupuesto Nacional 2025-2029, se introdujeron además instrumentos destinados a ampliar los mecanismos de financiamiento habitacional, incluyendo la autorización para constituir un Fondo de Garantía de Créditos a la Vivienda Social dentro del Sistema Nacional de Garantías y la prórroga hasta diciembre de 2027 de la línea SiGa Entre Todos. Estas disposiciones amplían el marco institucional y financiero de las políticas de acceso a la vivienda.

Por último, a nivel municipal los anuncios de la Intendencia Municipal de Montevideo en pro del desarrollo urbano y en lo que refiere a una mayor flexibilidad en aprobar alturas en algunas de las arterias de la ciudad, aumentan las expectativas a los desarrolladores y constructoras. En particular, la reglamentación de "Montevideo más cerca"[8] , actualizada en 2025, mantiene incentivos a la densificación y mayor flexibilidad normativa en determinados corredores urbanos, lo que continúa siendo una señal relevante para el sector.

A nivel institucional, 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, durante 2025 y 2026 las autoridades del Gobierno avanzaron en la revisión de los regímenes de promoción y estímulos fiscales, introduciendo modificaciones normativas que alcanzan tanto a los programas habitacionales como a la promoción de inversiones inmobiliarias. En ese marco, el régimen de Vivienda Promovida registró un cambio institucional mediante la Resolución 166/026, de setiembre de 2026, que delegó en el Ministro de Economía y Finanzas y en la Dirección General de Secretaría las atribuciones relativas al otorgamiento de beneficios tributarios de los proyectos comprendidos en la Ley 18.795. Esta modificación incorpora una intervención directa del MEF en el procedimiento de promoción, sin implicar por sí misma la eliminación de los beneficios existentes.

A su vez, los proyectos que no se encuadren en los programas habitacionales del MVOT cuentan con el régimen general de promoción de inversiones y con el nuevo instrumento de Gran Dimensión Económica, sujeto al cumplimiento de sus respectivas condiciones. Estos cambios podrían incidir en la formulación, localización y elegibilidad de nuevos desarrollos, así como en sus condiciones económicas y tributarias. Del lado de la demanda, se mantienen y amplían instrumentos de acceso a la vivienda mediante subsidios y garantías, incluyendo el Fondo de Garantía de Créditos Hipotecarios, que permite financiar hasta el 95% del valor de determinadas viviendas para hogares que cumplen los requisitos establecidos

8 . 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. El mercado inmobiliario mantiene niveles de actividad relevantes, apoyado en el empleo, los ingresos de los hogares y la expansión del crédito hipotecario. Si bien algunos indicadores muestran una moderación de la demanda y persisten riesgos vinculados a los costos de construcción y las condiciones financieras, no se observa una contracción generalizada del sector. *Se considera un nivel de riesgo medio/bajo.*

El riesgo de políticas públicas. Es reducido. La política de vivienda mantiene un amplio respaldo institucional y continúa promoviendo la inversión y el acceso a la vivienda. Si bien durante 2026 se introdujeron modificaciones en los regímenes de promoción e incentivos fiscales, no se observan cambios que comprometan significativamente la continuidad del marco de apoyo al sector. *Riesgo bajo.*

VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

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

En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos-, tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación BBB .uy[9] de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor. Grado de inversión mínimo.

Comité de Calificación







Ing. Agr. Adrían Tambler

[9] . ***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.***