CARE
CALIFICADORA DE RIESGO

ACTUALIZACIÓN DE CALIFICACIÓN DE RIESGO DE TÍTULOS MIXTOS DEL "FIDEICOMISO FINANCIERO DE INVERSIONES Y RENTAS INMOBILIARIAS"

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
6	I	INTRODUCCIÓN
10	II	EL FIDEICOMISO Y LOS TITULOS MIXTOS
12	III	LA ADMINISTRACION
17	IV	EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
21	V	EL ENTORNO
31	VI	CALIFICACIÓN DE RIESGO

Actualización de Calificación Oferta Pública
03- noviembre - 2026

Denominación:	Fideicomiso Financiero de Inversiones y Rentas Inmobiliarias.
Fiduciario:	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Agente de Registro y Pago:	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Entidad Representante:	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.
Títulos:	Títulos Mixtos con interés fijo del 2% e interés variable.
Moneda:	Dólares americanos
Importe de la emisión:	USD 60.000.000 (sesenta millones de dólares).
Administrador:	ICP Uruguay S.A.
Plazo:	hasta 2042
Activos del Fideicomiso:	Inmuebles, contratos relativos a los inmuebles y todos sus producidos incluyendo el precio de venta de los mismos y los derechos reales que surjan de inversiones en vehículos cuyo fin específico sea invertir en inmuebles junto con activos financieros.
Estructura:	Ferrere Abogados (asesor legal)
Comité de Calificación:	Julio Preve Folle, Martín Durán Martínez y Adrián Tambler.
Calificación de Riesgo:	BBB +.uy
Vigencia de la calificación:	30 de abril de 2027
Manual Utilizado:	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por terceros[1]

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

Resumen General

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

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

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

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico ofrece las garantías necesarias. Esto fue ratificado por el informe jurídico de CARE[2] en la calificación de 2015.

- De modo especial se ha evaluado la capacidad de gestión del Administrador del proyecto, teniendo en cuenta los resultados obtenidos hasta esta actualización. Esta evaluación pondera de modo significativo en la calificación realizada y continúa siendo favorable.

- Se trata de un negocio que desde el punto de vista económico financiero para el inversor soporta los stresses endógenos y exógenos a los que razonablemente la calificadora sometió al proyecto en su momento. En base a los resultados financieros obtenidos en 2025, los ingresos brutos por arrendamientos deberían reducirse en aproximadamente un 27% para que el Fideicomiso tuviera resultados operativos negativos (cumpliendo con los intereses de los títulos). Este escenario tiene muy baja probabilidad de ocurrencia a la luz del desempeño reciente. Esto se juzga favorablemente para el cumplimiento de las obligaciones de interés fijo con los fideicomitentes.

- El Fideicomiso es propietario de inmuebles cuyo valor nominal a diciembre de 2025 supera en poco más de 71% los fondos emitidos en 2012. De acuerdo a la última tasación disponible realizada a diciembre 2025, el valor de los inmuebles se ubica en aproximadamente 102,7 millones. Por otra parte, el patrimonio contable continúa siendo positivo.

- En el primer semestre de 2026 algunos inmuebles del sector logísticos y oficinas estuvieron vacantes, ya que por circunstancias ajenas al Fideicomiso, algunos arrendatarios decidieron no renovar los contratos de arrendamiento, esta situación estaba prevista en el presupuesto para el año. El administrador está trabajando en la búsqueda de nuevos inquilinos para esos inmuebles, y al finalizar el primer semestre se logró cerrar un acuerdo de arrendamiento por 15 años por un centro de distribución, con un inquilino de buena reputación. La baja prevista en los ingresos para el 2026, no afectaría el correcto cumplimiento de las obligaciones del interés fijo.

[2]. Ver www.care.com.uy.

- Las inversiones realizadas por el FFIRI, se adecúan al Modelo de Negocios definido para el Proyecto. Mantienen una adecuada diversificación geográfica, de tipologías, usos, moneda de contratación y subsectores económicos cumpliendo con el modelo de negocios. Esta diversificación, mitiga el riesgo de ciclo económico y constituye una fortaleza relevante para reducir eventuales impactos sobre la generación de flujos. Este elemento pondera positivamente en las sucesivas actualizaciones de calificación.

- Más allá de la actual coyuntura, se ha consolidado un flujo de ingresos que reduce al mínimo el riesgo de generación de flujos en lo que respecta al pago de los intereses fijos. En el largo plazo la vacancia ha sido baja y la cadencia de los vencimientos de los contratos vuelven robustos los ingresos del Fideicomiso, en lo que respecta a su generación para cubrir lo que aquí se califica. El Fideicomiso ha ampliado sus inmuebles, renovado contratos estratégicos y se mantiene evaluando oportunidades. En la medida que algunos contratos de arrendamiento finalizan, por lo general y hasta el momento, en plazos razonables los inmuebles se vuelven a arrendar.

- El mercado de oficinas mantiene las tendencias señaladas en actualizaciones anteriores: Carrasco, Punta Carretas y Pocitos se consolidan como nuevos polos de oficinas en Montevideo. La vacancia sigue siendo relativamente baja en los segmentos atendidos por el Fideicomiso, aunque la mayor oferta de los últimos años estaría elevándola ligeramente. En 2026 quedaron vacantes algunas oficinas del Centro, para las que se buscan nuevos contratos de arrendamiento.

- En el sector logístico, no han habido cambios en los principales centros de atracción de estas actividades, ajustándose a espacios geográficos en los cuales el FFIRI tiene la propiedad de inmuebles (Zonamerica y Ruta 101). La expansión de los ejes logísticos entre Montevideo y Canelones continúa, beneficiándose de externalidades positivas y de los planes de ordenamiento territorial departamentales. Por su parte, el volumen físico del comercio exterior de bienes del país sigue mostrando un continuo dinamismo mostrando un incremento del 30% para las exportaciones y del 44% para las importaciones en 2025, respecto de 2017.

- En lo que refiere al mercado objeto de las inversiones del Fideicomiso, no parece revestir en la actualidad riesgos de interferencia negativa por parte de las políticas públicas. Sin embargo, se mantiene cierta incertidumbre sobre las nuevas modalidades de trabajo que han emergido y cómo esto modifica el rol de las oficinas, su estructura y la relación entre empleados y las empresas. En materia de políticas públicas no se destacan innovaciones que pudieran afectar negativamente al mercado de oficinas con impacto en el desempeño del Fideicomiso.

I. INTRODUCCIÓN

Alcance y marco conceptual de la calificación

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

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

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

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

Esta actualización tiene vigencia hasta el 30 de abril de 2026. No obstante, la misma puede variar ante la aparición de hechos relevantes.

1. Antecedentes relevantes y hechos salientes del período

Antecedentes relevantes

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

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

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

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

Los elementos anteriores han implicado un incremento de la inversión en Centros de Distribución e instalaciones industriales, ampliando los límites de inversión previstos para este tipo de propiedades. Esto fue aprobado por el Comité de Vigilancia.

El Fideicomiso ha tomado financiamiento bancario para reformar y ampliar el centro de distribución mencionado previamente. Este financiamiento asciende a 6,2 millones de dólares y también fue aprobado por el Comité de Vigilancia. La ampliación del Centro de Distribución ya fue entregada al arrendatario. La extensión del contrato y el repago de la obra ya se encuentran en proceso, tal fue comentado en informes anteriores.

Sobre fines de 2024 se concretó la transferencia de las propiedades de Obaland S.A. al Fideicomiso, lo que se justificó por motivos fiscales. La SA quedó formando parte del Fideicomiso, aunque con costos mínimos de mantenimiento. Se espera que los menores costos fiscales y operativos compensen con creces los costos incurridos en la transacción.

La tasación realizada a diciembre de 2025 estableció para las doce propiedades del Fideicomiso un valor de USD 102,7 millones, un 8,3% mayor a la del año anterior. (ver cuadro 5 en la sección cuatro).

Hechos salientes del período

- El nivel de ocupación al final del segundo trimestre de 2026 era de 67,4%, mostrando un reducción respecto del cierre de 2025 (85,3%). El promedio de ocupación del año 2025, considerando la información al fin de cada trimestre había sido del 92,9%.

- Este nivel de ocupación, resulta sensiblemente menor al verificado en los últimos años y se explica en gran medida porque algunos arrendatarios decidieron no renovar los contratos de arrendamiento. Durante el semestre hubo dos depósitos desocupados en Canelones y también varias oficinas ubicadas en el Centro de Montevideo. Se mantiene sin mayores cambios los niveles de vacancia de un centro comercial que se encuentra en proceso de cambio.

- Al finalizar el trimestre de concretó el arrendamiento a 15 años de uno de los Centros de Distribución, con lo que el nivel de ocupación pasaría al 79,9%. Para el otro CD hay un interesado un par de opciones en evaluación por parte del administrador.

- Las oficinas que quedaron libres en los edificios del Centro y el Cordón, se están ofreciendo en alquiler, manteniéndose en esos edificios niveles de ocupación en el entorno del 60 al 69%.

- Finalizada la reestructura del centro comercial, el próximo objetivo es finalizar con la vacancia del sector gastronómico y a nivel de marketing, seguir avanzando en el proceso de transformación y consolidación del Mall como un espacio activo, moderno y diferencial.

- Los ingresos del semestre, como era de esperarse estuvieron por debajo del mismo período del año anterior (-20%), pero alineados con el presupuesto, la el mayor nivel de vacancia ya estaba previsto al momento de presupuestar para 2026. Los niveles de atrasos siguen siendo reducidos. Como se verá en el cuadro 6, los menores ingresos no afectarían la generación de excedentes para el pago de los compromisos del Fideicomiso, incluyendo el interés fijo de los Títulos Mixtos.

- El Administrador sigue en la búsqueda de oportunidades para la ampliación del fideicomiso, teniendo identificadas algunas opciones, pero para avanzar en algunas de ellas se requeriría la ampliación del FFIRI.

- El Fideicomiso ha afectado los fondos disponibles en inversiones inmobiliarias y ya cuenta con inmuebles cuya tasación supera ampliamente el monto de la emisión. Los inmuebles adquiridos, los contratos de alquiler y la cadencia de vencimientos de éstos, vuelven robustos los ingresos del Fideicomiso en lo que respecta a la generación de ingresos para cubrir lo que aquí se califica. Esto se mantiene respecto a actualizaciones anteriores, a pesar del incremento coyuntural de la vacancia.

2. Información analizada

La información analizada en esta actualización fue la siguiente:

- Informes de Gestión del primer y segundo trimestre de 2026
- Informes de gestión de fondos del primer y segundo trimestre de 2026
- Calificaciones anteriores
- EE.CC. intermedios del fiduciario al 30/06/26
- EE.CC. intermedios del fideicomiso al 30/06/26.
- EE.CC. de ICP Uruguay SA al 31/12/2025
- Informe de Research Uruguay sobre la demanda del mercado inmobiliario – agosto 2026
- Informe Sectorial inmobiliario elaborado por M. Sader y S. Calvete - setiembre 2026
- Workplace Report Q1 2026

II. EL FIDEICOMISO Y LOS TÍTULOS MIXTOS

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

1. Descripción general

Denominación:	Fideicomiso Financiero de Inversión y Rentas Inmobiliarias
Fiduciario:	EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A.
Administrador:	ICP Uruguay S.A.
Agente de Registro y Pago:	EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A.
Entidad Representante:	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay.
Cotización bursátil:	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay.
Títulos emitidos:	Títulos Mixtos con interés fijo de 2% e interés variable.
Activos del Fideicomiso:	Inmuebles, contratos relativos a los inmuebles y todos sus producidos incluyendo el precio de venta de los mismos y los derechos reales que surjan de inversiones en vehículos cuyo fin específico sea invertir en inmuebles junto con activos financieros.
Moneda:	Dólares
Importe de la Emisión:	USD 60.000.000
Calificadora de Riesgo:	CARE calificadora de Riesgo
Calificación de Riesgo:	BBB +.uy
Manual utilizado	Manual de calificación de finanzas estructuradas administradas por terceros

2. El análisis jurídico

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

Dicho análisis concluía:

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

3. Riesgos considerados

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

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

III. LA ADMINISTRACIÓN

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

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

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

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

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

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

Situación económica y financiera

El análisis de los EE.CC intermedios al 30 de junio de 2026 sigue mostrando una sólida situación de solvencia.

El ratio de liquidez para el ejercicio, medido como la razón corriente, sigue estando por debajo de la unidad. Cabe recordar que el activo no corriente se compone en buena medida por los depósitos en garantía a que está obligada la firma, según normativa vigente, por los fideicomisos que administra y en consecuencia son de disponibilidad restringida. Esto explica los pasivos financieros, que son contraídos para constituir estas garantías y que una vez liberadas, los mismos son cancelados. En cuanto a la eventual necesidad temporal de fondos para atender obligaciones de corto plazo, la firma cuenta con financiamiento con partes relacionadas por lo que el riesgo de liquidez es muy acotado. Esto relativizaba la circunstancia de tener una razón corriente por debajo de la unidad como se ha mencionado.

A continuación se exponen, en forma resumida los estados de situación y resultados intermedios al 30/06/2026 y su comparativo con ejercicios anteriores.

Cuadro 1: Estado de Situación de EFAM (miles de $)			
Concepto	**30/6/2026**	**31/12/2025**	**31/12/2024**
Activo Corriente	37.699	32.193	33.440
Activo no Corriente	308.699	287.528	290.099
Total Activo	**346.398**	**319.720**	**323.539**
Pasivo Corriente	43.244	38.988	45.457
Pasivo no Corriente	269.160	250.654	249.374
Total Pasivo	**312.404**	**289.642**	**294.830**
Patrimonio	**33.994**	**30.079**	**28.708**
Total Pasivo y Patrimonio	**346.398**	**319.720**	**323.539**
Razon Corriente	**0,87**	**0,83**	**0,74**

Fuente: EE.CC EFAM

Los resultados al término del primer semestre de 2026 muestran un nivel de facturación superior respecto al mismo periodo del año anterior lo que determina un incremento en el resultado parcial.

Cuadro 2: Estado de Resultados de EFAM (miles de $)			
Concepto	**30/6/2026**	**30/6/2025**	**31/12/2025**
Ingresos Operativos	57.502	49.372	103.621
Gastos Adm. y Vtas.	(46.939)	(41.679)	(89.335)
Resultado Operativo	**10.563**	**7.693**	**14.286**
Resultados Financieros	(5.309)	(6.931)	(11.407)
Resultados antes de impuestos	**5.254**	**763**	**2.879**
IRAE	(1.339)	(381)	(1.508)
Resultado del período	**3.915**	**382**	**1.371**
Res Operativos/Ingresos	18,37%	15,58%	13,79%
Res Ejercicio/Ingresos	**6,81%**	**0,77%**	**1,32%**

Fuente: EE.CC de EFAM

Mantiene bajo su administración una importante cartera de fideicomisos en cantidad y diversidad; por lo que su idoneidad para esta función no ofrece dudas.

En consecuencia, no se advierten riesgos sobre su desempeño como administrador fiduciario.

2. ICP Uruguay S.A (La Administradora)

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

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

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

Nada ha ocurrido desde entonces que hiciera cambiar la opinión de CARE al respecto. Su situación económica y financiera en este caso no es lo más relevante; sus ingresos dependen de la marcha del Fideicomiso que, en última instancia, se constituye en el mejor indicador de su capacidad para administrar esta operación. Por otra parte, cuenta con el respaldo de sus accionistas del exterior. No obstante, CARE tuvo a la vista los EE.CC al 31/12/2025 con informe de auditoría. De la lectura de los mismos nada hace suponer que ICP incurra en riesgos de administración de las operaciones de este fideicomiso; surge de los EE CC citados, que debido a su política de distribución de dividendos dispuesta por los accionistas, la firma ha tenido alguna dificultad financiera transitoria; y subsanada posteriormente al cierre del ejercicio.

3. El Fideicomiso

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

El Fideicomiso clasifica las inversiones en inmuebles como propiedades de inversión ya que las mismas se destinan a obtener rentas a través de su alquiler. Ha adoptado el método del valor razonable con cambios en resultados, sustentando dichos valores mediante tasaciones independientes. Este criterio también se aplica para las sociedades subsidiarias las que no se consolidan sino que figuran según su valor patrimonial (es el caso de Obaland SA, propietaria de Art Carrasco Business). Se recuerda que esta firma vendió sus propiedades al Fideicomiso por lo que desde entonces, su patrimonio es muy menor.

El estado patrimonial y financiero del Fideicomiso al cierre del primer semestre de 2026 se refleja en los EE.CC que se exponen en los cuadros siguientes.

Cuadro 3: Estado de Situación del Fideicomiso (miles de $)			
Concepto	**30/6/2026**	**31/12/2025**	**31/12/2024**
Activo	**4.244.392**	**4.096.199**	**4.326.175**
Activo Corriente	264.181	222.526	176.056
Activo no Corriente	3.980.210	3.873.673	4.150.118
Pasivo	**3.277.975**	**3.142.851**	**3.473.492**
Pasivo Corriente	116.249	86.308	170.594
Pasivo no Corriente	3.161.726	3.056.543	3.302.898
Patrimonio	**966.417**	**953.348**	**852.683**
Pasivo y Patrimonio	**4.244.392**	**4.096.199**	**4.326.175**
Razón Corriente	**2,27**	**2,58**	**1,03**
Patrimonio en USD	**24.091**	**24.419**	**19.350**

Fuente: EE.CC del Fideicomiso Financiero
Nota: el pasivo no corriente incluye intereses contingentes

Al tipo de cambio de cierre ($ 40.116 por dólar) el patrimonio contable equivalía a unos USD 24.1 millones.

Al cierre del semestre analizado el valor de las propiedades de inversión era de $ 3.977 millones ($ 3.871 millones a diciembre 2025), se recuerda que en esta oportunidad no corresponde la tasación a valor razonable.

Es pertinente recordar que, puesto que el compromiso a la emisión de los títulos es la devolución de los mismos más un interés fijo[3] mínimo del 2 % anual, ambos conceptos se contabilizan como pasivo del Fideicomiso (no hay obligación de amortizar aunque sí de pagar el interés básico pero con una tolerancia de hasta 4 años). En este sentido, el Fideicomiso se encuentra al día. Se recuerda que los intereses contingentes no tienen vencimiento y mientras no se cancelen se capitalizan para, eventualmente, pagarlos en la liquidación del fideicomiso junto con los títulos. El patrimonio contable sigue siendo positivo por lo que, tanto los títulos como los intereses capitalizados están cubiertos.

Los títulos mixtos se valúan a valor razonable según metodología BEVSA aprobada por el BCU; a la fecha de cierre del semestre, dicho valor, correspondiente al pasivo financiero contable por los TM era de USD 70.1 millones (valor de la emisión de USD 60 millones por el vector de precios vigente a la fecha).

Cuadro 4: Estado de Resultados del Fideicomiso (miles de $)			
Concepto	**30/6/2026**	**30/6/2025**	**31/12/2025**
Ingresos por alquileres	129.255	167.599	318.604
Cambio de valor de las inversiones	106.444	(422.021)	(176.698)
Gastos Operativos	(65.625)	(66.034)	(134.135)
Resultado Operativo	**170.074**	**(320.456)**	**7.771**
Resultados Financieros	(116.611)	385.031	79.732
Resultado antes de impuestos	**53.463**	**64.574**	**87.503**
IRAE	(40.394)	(13.349)	13.162
Resultado Integral del periodo	**13.069**	**51.225**	**100.665**

Fuente: EE.CC del Fideicomiso Financiero

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

Durante el semestre, se generó la obligación de pago contractual de USD 595.069 de interés fijo; USD 2.087.740 de interés contingente y USD 695.400 de intereses generados por intereses capitalizados. Como siempre, de no existir fondos suficientes, los intereses contingentes que no se abonen, se capitalizan.

La marcha de los negocios se analiza en otra sección de este informe.

Riesgos Considerados

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

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

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

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

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

1. Bienes fideicomitidos y aspectos descriptivos del proyecto

En la calificación inicial y las consiguientes actualizaciones se analizó la capacidad del activo subyacente de generar los recursos necesarios para cumplir con las obligaciones del Fideicomiso. Asimismo, los flujos fueron sensibilizados ante distintas situaciones a modo de testear la resiliencia de los flujos y robustecer el análisis. Esto se reitera en cada actualización considerando el flujo de efectivo generado por los arrendamientos y los costos del Fideicomiso.

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

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

2. Evaluación de la inversión, riesgos asociados y sensibilizaciones

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

Los niveles de ocupación de los inmuebles propiedad del Fideicomiso han bajado respecto de los años anteriores, pero ello parece responder a una situación coyuntural que se espera que vaya recuperándose en el corto plazo, ya que el administrador se encuentra trabajando en arrendar los inmuebles cuyos contratos no se han renovado. El FFIRI mantiene un flujo de ingresos por arrendamientos que tiene un adecuado nivel de diversificación entre sectores de actividad, localización y objeto de los inmuebles, lo que permite mitigar los riesgos de vacancia y robustece por tanto el flujo de ingresos del Fideicomiso.

Adicionalmente, de acuerdo a información al cierre del 2025, el valor total de los inmuebles asciende a USD 102,7 millones. Esto se ubica algo más de un 70% por encima de la emisión original.

Como ya fuera comentado, al culminar el primer semestre de 2026 había 2 centros de distribución (uno ya fue alquilado posteriormente al cierre del semestre), varias oficinas de 2 edificios del Centro y del Cordón (la mayor parte quedaron libres en el segundo trimestre) y algunos locales del centro comercial sin arrendarse. El Administrador se encuentra trabajando en volver a arrendar los inmuebles disponibles.

Los inmuebles del FFIRI se ubican en zonas atractivas, en especial los que refieren al sector logístico y de oficinas al este de Montevideo. En el caso de los inmuebles comerciales, de menor importancia relativa dentro de la cartera del FFIRI, han mantenido en los últimos años una ocupación levemente por debajo del 60% pero tienen muy baja ponderación en la cartera. se ha cerrado un acuerdo con una tienda ancla relevante que ya se encuentra operando, se realizó una reestructura del frente, y se contrató un nuevo el equipo de gestión con expertise en este tipo de activos.

Cuadro 5: Valorización y ocupación de los inmuebles

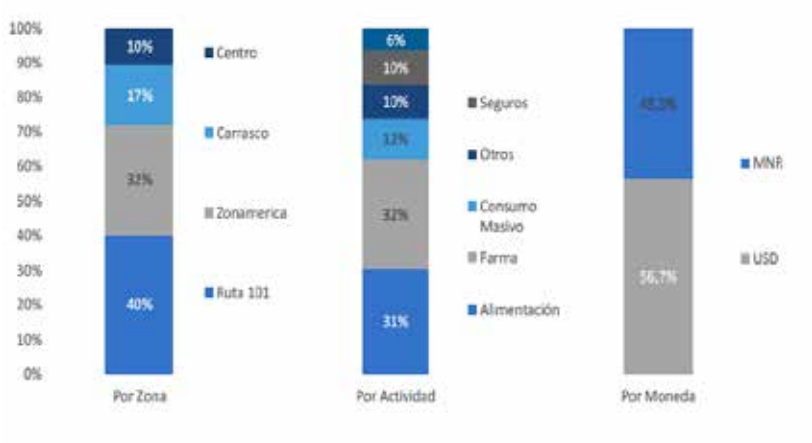
Propiedad	Tasación 31/12/23	Tasación 31/12/24	Tasación 31/12/25	Porcentaje de Ocupación
		En millones de USD		
Propiedad 1 y 2	9,4	6,2	6,6	57%
Propiedad 3	7,8	8	8	27 %
Propiedad 4	13,6	13,8	14,8	100 %
Propiedad 5	7,8	7,8	7,8	69 %
Propiedad 6	7,7	7,1	7,6	100 %
Propiedad 7	7,3	7,3	8,1	100 %
Propiedad 8	28,2	24,6	28,1	63 %
Propiedad 9	4,6	4,6	4,9	100 %
Propiedad 10	9,5	9,0	9,6	100 %
Propiedad 11	6	6,4	7,2	0 %
TOTAL	**101,9**	**94,8**	**102,7**	**67,4%**

Fuente: Informe del operador Q1 de 2026

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

Por otro lado, que la emisión del Fideicomiso esté expresada en dólares y los ingresos provienen de contratos de alquiler situados en Uruguay (expuestos directa o indirectamente al riesgo cambiario) podría generar un eventual descalce de monedas. No obstante, en el FFIRI este riesgo se encuentra parcialmente mitigado por parte del Administrador a través de la diversificación

de monedas. En particular, las monedas de los contratos se encuentran balanceadas. A continuación, se incluyen algunos gráficos que dan seguimiento a los puntos anteriores y que resaltan la diversificación de los ingresos del FF.



Fuente: Informe de Gestión ICP Q2 2026

3. Generación de Flujos y sensibilización

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

De acuerdo a la información completa para 2025, si se asume que los costos operativos de los inmuebles y del Fideicomiso ***se mantuvieran rígidos en el tiempo, los ingresos por alquileres del Fideicomiso deberían verse reducidos en 27% para que el Resultado financiero sea negativo.***[4]

El primer semestre de 2026, fue atípico, ya que puntualmente coincidió la no renovación de una serie de contratos que involucran dos Centros de Distribución (12.200 m2) y varias oficinas (2.850 m2) en la zona céntrica de Montevideo. Si bien los ingresos brutos por arrendamientos se ubicaron apenas un 1,2% por debajo de lo presupuestado, éstos fueron en el semestre un 21% más bajos que el mismo período de 2025. De cualquier manera, a pesar de la fuerte reducción de los ingresos éstos fueron suficientes para cubrir los costos del Fideicomiso, los de administración, los financieros, los gastos operativos de los inmuebles, generando un excedente para cubrir el interés fijo de los TM.

Cuadro 6: Resultado Financiero del Fideicomiso al primer semestre de 2026en millones de dólares

Concepto	Real	Presupuestado	Diferencia
Ingresos Brutos del Fideicomiso	3,29	3,33	-1,2%
Gastos fijos y variables (inc.IVA)	0,93	0,99	-6,1%
Gastos Operativos de inmuebles	0,75	0,84	-11,0%
Costo Financiero (Bancos)	0,45	0,85	-47,3%
Intereses Fijos FF	0,60	0,60	0,0%
RESULTADO	**0,57**	**0,06**	**930,9%**

Fuente: Estimado por CARE en base a ICP.

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

El resultado financiero real resultó en el semestre mejor que lo proyectado en el presupuesto, porque a fines de diciembre 2025, se adelantó el pago de la cuota anual de amortización (400 mil dólares) que vencía los primeros días de enero del 2026, a los efectos de reducir el Impuesto al Patrimonio.

La reducción de los ingresos en el primer semestre de 2026, es coyuntural y todo indica que ya se debería revertir para el segundo semestre, ya que como mínimo, uno de los CD ya se arrendó estaría generando ingresos.

En función de lo anterior, el riesgo de que el Fideicomiso no genere flujos suficientes para el pago de intereses fijos y cubrir los costos del del Fideicomiso continúa siendo muy bajo.

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. De acuerdo al desempeño del FFIRI, la ocupación de los inmuebles y el flujo de arrendamientos, junto a una adecuada diversificación de activos, se considera que existe un riesgo muy bajo de generación de los flujos. *Riesgo muy bajo.*

Riesgo de descalce de monedas. Por lo anteriormente expuesto, en especial por la diversificación de activos, se considera que este *riesgo es medio/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 de Inversiones y Rentas Inmobiliarias (FFIRI), y no pueden ser controlados por parte de la empresa. Tienen que ver con la evolución esperada de los mercados relevantes para el proyecto, así como con el análisis de las principales políticas públicas que pueden incidir directamente en el cumplimiento de los supuestos y objetivos subyacentes al modelo de negocios. Este último aspecto está vinculado a disposiciones del gobierno que puedan afectar positiva o negativamente al proyecto, incluyendo elementos como la política tributaria general o sectorial, disposiciones referidas al ordenamiento territorial, la existencia de subsidios o créditos a la construcción, a la compra o arrendamiento de inmuebles, entre otros elementos.

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

1. Entorno macroeconómico nacional e internacional

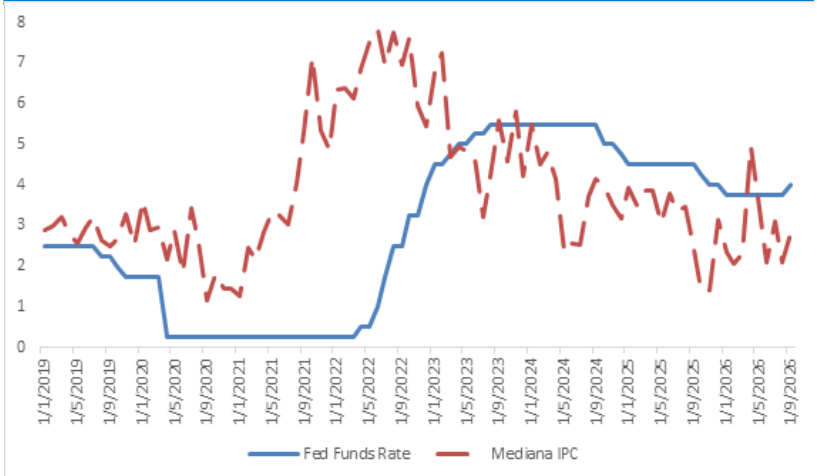
Luego de la pandemia de 2020-2021 y sus efectos económicos y financieros, la economía global rebotó y emergieron brotes inflacionarios producto de las políticas fiscales y monetarias expansivas desplegadas en respuesta a la crisis sanitaria global. En 2025, la economía mundial habría crecido aproximadamente 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 2 – 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.

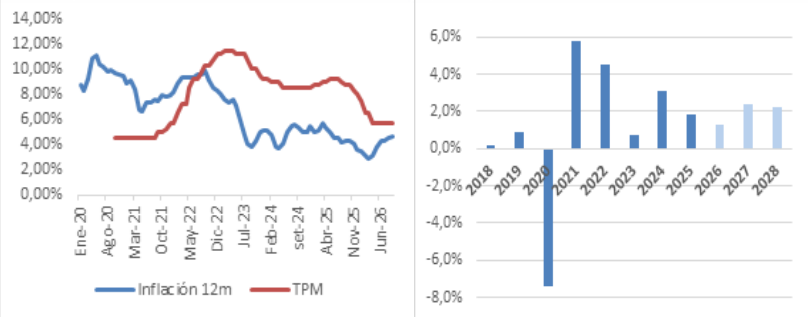
Luego de un 2024 en el cual el dólar se apreció en Uruguay, siguiendo la tendencia global y algunos eventos de risk off como la incertidumbre política por el plebiscito de la Reforma de Seguridad Social, este fenómeno se revirtió completamente en 2025. Esto implicó que, luego de la corrección de precios 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 3 y 4– Tasa de Política Monetaria e Inflación en Uruguay (izq.) y evolución del PIB observado y proyectado (der.)

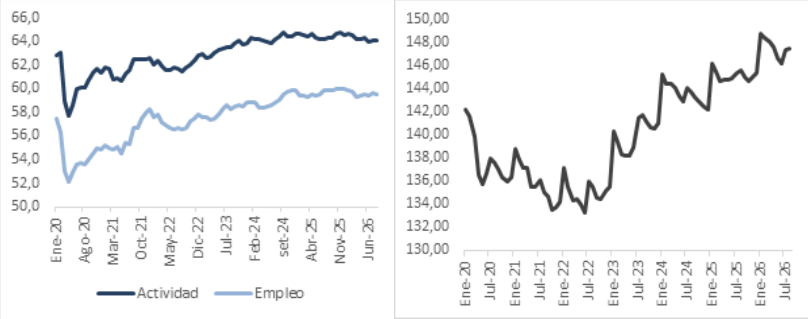


Fuente: INE, BCU, BM y IMF

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



1. Mercado inmobiliario

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

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.

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.

En el caso del sector corporativo, de oficinas, luego del shock negativo de la crisis sanitaria, se ha recuperado producto de la llegada de nuevos demandantes (con estándares más elevados), la reconfiguración de los espacios de trabajo y la descentralización territorial del real estate corporativo. Todo esto implicó el desarrollo de nuevos emprendimientos, manteniendo niveles de vacancia reducidos en los ya existentes. A continuación se detalla el desempeño reciente de este último sector, relevante para el FFIRI.

A. Oficinas A y A +

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

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

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

i. Oferta de oficinas

De acuerdo con Uruguay XXI y Workplace Real Estate, el stock de oficinas A y A+ ha crecido de forma sostenida en los últimos treinta años, con especial énfasis durante la última década y con varios emprendimientos que se han ido incorporando al stock en los últimos años.

Según Workplace Real Estate, a finales de 2024, la oferta total de oficinas superaba los 334 mil m2, creciendo casi 6% respecto a un año antes. Durante 2025 se completaron Brusco Ejido (Centro), Carrasco Hub (Carrasco Norte) y se inauguró WTC Punta del Este, incorporándose unos 27 mil m2 al mercado. Lo anterior refuerza el dinamismo del sector y reafirma la creación de nuevas centralidades, con el corrimiento geográfico de la oferta, incluso a Punta Del Este. Adicionalmente, algunos hoteles de Montevideo se han transformado en espacios de oficinas, tendencia reciente que implica adaptar espacios y reafirma el atractivo del sector.

La oferta de oficinas es cada vez de mayor calidad y se está adecuando a las formas de trabajo modernas, con espacios flexibles que favorecen la interacción y que generan un mayor compromiso con las empresas, fomentando la colaboración y priorizando los espacios de trabajo abiertos. Es importante notar que estos últimos elementos han ganado mayor importancia luego de la pandemia que aceleró la incorporación de estas tendencias a los espacios de oficinas, en especial generando un entorno al estilo *cowork*, con espacios dedicados a reuniones, pero priorizando los espacios amplios. Otros elementos que se han incorporado a la oferta son normativas y certificaciones ambientales y de eficiencia energética, en línea con las tendencias internacionales. Por ejemplo, el 100% de los edificios Clase A+ en construcción cuentan con certificaciones ambientales ESG.

ii. Demanda, vacancia y precios

En los últimos años, la demanda ha sido motivada por empresas que migran sus oficinas a edificios con mejores prestaciones. En este sentido, la demanda se ha concentrado en espacios con altos estándares en términos de seguridad, plantas libres y muy iluminadas, espacios compartidos de trabajo y amenities corporativos y muy buen sistema de transporte y entorno. A su vez, la crisis sanitaria y la preocupación por los espacios ha llevado en algunos casos a considerar estos elementos a la hora de la decisión de arrendar.

Sin embargo, la demanda por oficinas se habría movido a distintas velocidades, producto de las derivadas de la crisis sanitaria. Por un lado, la incertidumbre y el teletrabajo; por otro la necesidad de adecuar los espacios a nuevos requerimientos. En este sentido, de acuerdo a Workplace Real Estate el mercado se reactivó a fines de 2021, manteniéndose el dinamismo con una vacancia reducida. Esta tónica se mantiene a fines de 2023 y principio de 2024, con una vacancia que continúa reduciéndose en el mercado de oficinas. Workplace indicaba que la vacancia en edificios A+ se ubicaba en 2,3% para 2024.

Según el informe de Workplace de 2026, durante 2025 la demanda mostró señales de cambios, influenciada por movimientos estratégicos globales de empresas como BASF, Sabre, PedidosYa y Mercado Libre, entre otros. Se estima ahora una vacancia de 6,8% para los edificios de Clase A+, una vacancia de un 16,2% para los edificios Clase A y unos 12 mil m2 de stock disponible para arrendar.

Los precios de arrendamiento de oficinas según el último relevamiento realizado por Workplace (2026), se mantienen estables en torres Clase A+ y A existentes; sin embargo, la evolución y sofisticación de los servicios en torres nuevas está redefiniendo la ecuación de valor del mercado corporativo.

Para oficinas A y A+ los precios se ubican entre 22 USD y 28 USD por metro cuadrado, para un edificio de más de 25 años y en la otra punta para un edificio más moderno los precios pueden variar entre 25 y hasta 50 dólares por metro cuadrado, dependiendo de las terminaciones, la altura y ubicación dentro de la torre, las inversiones requeridas, la localización y la condición (zona franca o régimen tradicional).

Se proyecta para 2026 la incorporación de 47 mil m2 adicionales que ingresarían al stock de oficinas A+, lo que implicaría un incremento de un 14% en el stock. Con el ingreso de Cosmos en Pocitos Nuevo y otros desarrollos se llegaría a los 409 mil m2 de oficinas A y A+.

B.- Logística

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

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

Una forma indirecta de medir el comportamiento de la demanda por servicios logísticos sería a través del volumen y el valor del comercio exterior de bienes del país. En este sentido, se puede constatar de forma muy clara una tendencia continua al crecimiento en volumen y en valor, tanto de las exportaciones como de las importaciones del país; dinamismo que también se verifica en el comercio intrarruial.

Cuadro 7: Comercio de bienes (Uruguay en millones de USD, Mundo en miles de millones de USD)										
Datos	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**Var. 25/17**
Uruguay. Export.	7.897	7.502	7.681	6.823	9.539	11.185	9.187	10.215	11.188	41,7%
Uruguay. Import.	8.458	8.893	8.246	7.563	10.320	12.973	12.486	12.523	12.950	53,1%
Mundo. Export.	17.743	19.546	19.005	17.645	22.284	25.621	23.783	24.431	24.731	39,4%

Fuente: INALOG

Cuadro 8: Comercio de bienes (Indice promedio de volumen físico)										
Datos	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**Var. 25/17**
Uruguay. Export.	156	147	156	142	174	185	162	197	203	29,9%
Uruguay. Import.	196	194	192	191	223	240	260	265	282	43,8%
Mundo. Export.	126	139	135	125	158	177	169	173	175	38,9%

Fuente: INALOG

Mayores volúmenes exportados e importados requieren de mayores servicios: transporte, almacenaje, distribución, etc.

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

3. Las políticas públicas

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

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

En cuanto al mercado de oficinas, no se esperan cambios sustanciales desde las políticas públicas, al tiempo que el esquema de trabajo presencial parece haber vuelto a un nuevo equilibrio. El único elemento que podría impactar indirectamente en el sector de oficinas se refiere a la legislación del trabajo, en especial en lo que refiere al trabajo a distancia. Si bien se ha promulgado una Ley de Teletrabajo (n°19.978) que no parece haber modificado las preferencias de las empresas y trabajadores, este tema es aún incipiente y podría ser sujeto de revisión en algún momento. En cuanto a la oferta de

oficinas, los estímulos fiscales asociados a los regímenes generales de COMAP o a emprendimientos de Gran Dimensión Económica han sido un elemento que ha apuntalado algunos desarrollos recientes en el mercado de oficinas del segmento A + y A. Sin embargo, las autoridades del Gobierno entrante han planteado la posibilidad de estudiar y revisar los regímenes de promoción y estímulos fiscales en un sentido amplio. Si bien se prorrogaron los beneficios a los proyectos de Gran Dimensión Económica, extendiendo su vigencia para proyectos presentados antes del 1° de enero de 2026, también se introdujeron cambios sobre la institucionalidad del sistema de vivienda promovida, acercándolo parcialmente a otros programas como Entre Todos, y generando mayor interacción con la COMAP para aquellos proyectos que no se orientan a los lineamientos del MVOT pero que tienen como objetivo generar empleo. Estos elementos podrían implicar cambios para los desarrollos inmobiliarios, tanto en la definición de proyectos como de zonas geográficas.

4. Conclusiones sobre el entorno

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

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

VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

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

En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos - tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación BBB+ (uy)[5] de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.

Comité de Calificación







Ing. Agr. Adrían Tambler

[5] . ***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. ***El signo (+), indica que la calificación se acerca más a la categoría superior de acuerdo al puntaje. Grado de inversión mínimo.***