

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

Montevideo, abril de 2026

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 17 - abril - 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 Tamblor.
Calificación de Riesgo:	BBB +.uy
Vigencia de la calificación:	30 de noviembre de 2026
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 CARE² 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 y suponiendo un comportamiento similar para 2026, 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 65% 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 99,15 millones. Por otra parte, el patrimonio contable continúa siendo positivo.
- El flujo de ingresos por arrendamientos se encuentra en una relativa estabilidad, producto de las características de los inmuebles y los contratos de alquiler y han superado ampliamente las necesidades financieras requeridas para cubrir el flujo que aquí se califica (ver cuadro 6).
- 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.

². Ver www.care.com.uy.

- Se ha consolidado un flujo de ingresos que reduce al mínimo el riesgo de generación de flujos en lo que respecta al pago de los intereses fijos. En efecto, la vacancia es baja y la cadencia de los vencimientos de los contratos vuelven robustos los ingresos del Fideicomiso, en lo que respecta a su generación para cubrir lo que aquí se califica. El Fideicomiso ha ampliado sus inmuebles, renovado contratos estratégicos y se mantiene evaluando oportunidades. En la medida que algunos contratos de arrendamiento finalizan, por lo general en plazos razonables los inmuebles se vuelven a arrendar.
- En lo que refiere al mercado de oficinas, se mantienen las tendencias comentadas en actualizaciones previas. Carrasco, Punta Carretas y Pocitos se consolidan como nuevos nodos de oficinas en Montevideo. Por su parte, la tasa de vacancia del mercado se mantiene estable en los segmentos atendidos por el Fideicomiso, aunque en momentos de crisis, como durante el covid-19, el mercado habría ajustado por precio. Este elemento no estuvo presente en los inmuebles de oficina bajo gestión del Fideicomiso que mantuvieron vacancia reducida y no vieron afectados sus ingresos.
- En el sector logístico, no han habido cambios en los principales centros de atracción de estas actividades, ajustándose a espacios geográficos en los cuales el FFIRI tiene la propiedad de inmuebles (Zonamerica y Ruta 101). La expansión de los ejes logísticos entre Montevideo y Canelones continúa, beneficiándose de externalidades positivas y de los planes de ordenamiento territorial departamentales. 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 Tamber.

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 quedará 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 2024 fue realizada por una nueva empresa, estableciendo para las doce propiedades del Fideicomiso a aproximadamente USD 94,8 millones. (ver cuadro 5 en la sección cuatro).

Hechos salientes del período

- El nivel de ocupación al final del ejercicio 2025 era de 85,3%, como consecuencia de la desocupación en diciembre de un centro de distribución, un par de oficinas y la vacancia por la reestructura de un centro comercial que se encuentra en proceso de cambio. El promedio de ocupación del año considerando la información al fin de cada trimestre fue de 92,9%.
- A mediados de año se liberó un arrendamiento de un parque industrial que fue arrendado casi en forma inmediata logrando mejores condiciones comerciales a las que con el anterior arrendatario. El administrador se encuentra trabajando para arrendar el Centro de Distribución que quedó vacante a fin de año.
- Culminaron en 2025 las obras de reestructura del centro comercial, se arrendaron los locales del frente, se cambió un arrendatario y se contrató un nuevo equipo de *gestión con expertise* en este tipo de activos que está trabajando en cambiar la imagen de la propiedad y posicionándolo en el mercado. Esta inversión mantiene un nivel de vacancia relativamente elevado, tuvo ingresos por debajo de lo presupuestado, pero igualmente facturó un 25% más que en 2024.
- El flujo de ingresos por arrendamiento se mantiene firme, con reducidos niveles de atraso. A nivel de ingresos operativos netos de las propiedades, el resultado fue levemente inferior a lo estimado (-1,4%), la menor ocupación a la estimada se compensó parcialmente con menores gastos operativos de las propiedades. Por otra parte, los contratos en moneda nacional se vieron favorecidos por las variables macroeconómicas, lo que también ayudó a compensar una vacancia mayor a la presupuestada.
- 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.
- En agosto de 2025 se distribuyeron 871 mil dólares y en noviembre unos 738 mil dólares entre los beneficiarios. Estos montos, sumados al millón de dólares aportado en abril determinan que en 2025 se distribuyó un total de poco más de 2,6 millones de dólares entre los beneficiarios.
- Durante el primer semestre de 2026, serán liberadas las oficinas de uno de los edificios que estaban arrendadas a una empresa, dado que cambió de dueño y está realizando una fuerte reestructura. En forma inmediata el administrador comenzó a trabajar en la comercialización de la propiedad con Brokers especializados en este tipo de activo y también en forma directa.

2. Información analizada

La información analizada en esta actualización fue la siguiente:

- Informes de Gestión del tercer y cuarto trimestre de 2025
- Informes de gestión de fondos del tercer y cuarto trimestre de 2025
- Calificaciones anteriores
- EE.CC. del fiduciario al 31/12/25
- EE.CC. del fideicomiso al 31/12/25.
- Informe de Research Uruguay sobre la demanda del mercado inmobiliario – marzo 2026
- Informe Sectorial inmobiliario elaborado por M. Sader y S. Calvete - marzo 2026
- Workplace Report Q1 2024
- Informe Sector inmobiliario y construcción - Uruguay XXI - Diciembre 2022

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) (El Fiduciario)

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

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

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

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

Situación económica y financiera

El análisis de los EE.CC al 31 de diciembre de 2025 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 al 31/12/2025 y su comparativo con ejercicios anteriores.

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

Concepto	31/12/2025	31/12/2024	31/12/2023
Activo Corriente	32.193	33.440	26.198
Activo no Corriente	287.528	290.099	248.688
Total Activo	319.720	323.539	274.886
Pasivo Corriente	38.988	45.457	38.315
Pasivo no Corriente	250.654	249.374	211.246
Total Pasivo	289.642	294.830	249.561
Patrimonio	30.079	28.708	25.325
Total Pasivo y Patrimonio	319.720	323.539	274.886
Razon Corriente	0,83	0,74	0,68

Fuente: EE.CC EFAM

Los resultados al término del ejercicio 2025 muestran un nivel de facturación similar respecto al mismo periodo del año anterior pero gastos algo mayores lo que determina un descenso en las utilidades.

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

Concepto	31/12/2025	31/12/2024	31/12/2023
Ingresos Operativos	103.621	95.753	85.442
Gastos Adm. y Vtas.	(89.335)	(78.523)	(71.408)
Resultado Operativo	14.286	17.230	14.033
Resultados Financieros	(11.407)	(11.495)	(11.743)
Resultados antes de impuestos	2.879	5.735	2.290
IRAE	(1.508)	(2.352)	(1.477)
Resultado del período	1.371	3.383	812
Res Operativos/Ingresos	13,79%	17,99%	16,42%
Res Ejercicio/Ingresos	1,32%	3,53%	0,95%

Fuente: EE.CC de EFAM

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

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

2. ICP Uruguay S.A (La Administradora)

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

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

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

Nada ha ocurrido desde entonces que hiciera cambiar la opinión de CARE al respecto. Su situación económica y financiera en este caso no es lo más relevante; sus ingresos dependen de la marcha del Fideicomiso que, en última instancia, se constituye en el mejor indicador de su capacidad para administrar esta operación. Por otra parte, cuenta con el respaldo de sus accionistas del exterior. No obstante, CARE tuvo a la vista los EE.CC al 31/12/2025 (versión preliminar); se observa un patrimonio contable negativo que el administrador explica que es circunstancial, en consecuencia nada hace suponer que ICP incurra en riesgos de administración de las operaciones de este fideicomiso.

3. El Fideicomiso

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

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

Como se informara oportunamente, en el año 2024 se concretó la venta de las propiedades de Obaland al Fideicomiso por USD 7.3 millones por lo cual, a partir de entonces, todas las propiedades de inversión que administra el Fideicomiso, le pertenecen.

El estado patrimonial y financiero del Fideicomiso al cierre de 2025 se refleja en los EE.CC que se exponen en los cuadros siguientes.

Cuadro 3: Estado de Situación del Fideicomiso (miles de \$)

Concepto	31/12/2025	31/12/2024	31/12/2023
Activo	4.096.199	4.326.175	4.064.449
Activo Corriente	222.526	176.056	348.784
Activo no Corriente	3.873.673	4.150.118	3.715.665
Pasivo	3.142.851	3.473.492	2.824.745
Pasivo Corriente	86.308	170.594	176.582
Pasivo no Corriente	3.056.543	3.302.898	2.648.163
Patrimonio	953.348	852.683	1.239.704
Pasivo y Patrimonio	4.096.199	4.326.175	4.064.449
Razón Corriente	2,58	1,03	1,98
Patrimonio en USD	24.419	19.350	31.769

Fuente: EE.CC del Fideicomiso Financiero

Nota: el pasivo no corriente incluye intereses contingentes

Al tipo de cambio de cierre (\$ 39,041 por dólar) el patrimonio contable equivalía a unos USD 24.4 millones.

Al cierre del ejercicio analizado y luego de las valuaciones realizadas, el saldo del valor de las propiedades de inversión ascendía a \$ 3.871 millones, equivalentes a unos USD 99.15 millones. Un año atrás estos valores eran de unos \$ 4.090 millones y USD 92.8 millones respectivamente. Queda clara la incidencia del tipo de cambio en el valor de estos activos.

Es pertinente recordar que, puesto que el compromiso a la emisión de los títulos es la devolución de los mismos más un interés fijo³ mínimo del 2 % anual, ambos conceptos se contabilizan como pasivo del Fideicomiso (no hay obligación de amortizar aunque sí de pagar el interés básico pero con una tolerancia de hasta 4 años). En este sentido, el Fideicomiso se encuentra al día. Se recuerda que los intereses contingentes no tienen vencimiento y mientras no se cancelen se capitalizan para, eventualmente, pagarlos en la liquidación del fideicomiso junto con los títulos. El patrimonio contable sigue siendo positivo por lo que, tanto los títulos como los intereses capitalizados están cubiertos.

Al 31/12/2025, el valor nominal de los títulos⁴ mixtos arroja una cifra equivalente a unos USD 85.6 millones, compuesto por USD 60 millones que corresponden al importe de la emisión (capital) y el resto a intereses capitalizados (Nota 9.1 a los EE CC)

El pasivo financiero a esa fecha es de USD 78.3 millones de los cuales USD 69.3 millones corresponden a los T.M (incluye intereses capitalizados) y el resto a pasivos bancarios.

Cuadro 4: Estado de Resultados del Fideicomiso (miles de \$)

Concepto	31/12/2025	31/12/2024	31/12/2023
Ingresos por alquileres	318.604	284.903	302.915
Cambio de valor de las inversiones	(176.698)	192.610	191.836
Gastos Operativos	(134.135)	(115.837)	(100.252)
Resultado Operativo	7.771	361.676	394.500
Resultados Financieros	79.732	(822.817)	(195.733)
Resultado antes de impuestos	87.503	(461.141)	198.766
IRAE	13.162	74.120	(23.001)
Resultado Integral del periodo	100.665	(387.021)	175.766

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.

⁴ El valor nominal surge de la aplicación de la metodología propuesta por BEVSA y aprobada por el BCU como forma de estimar el valor razonable de los títulos emitidos.

En el periodo, además de los intereses fijos por USD 1.2 millones, se generaron intereses contingentes por unos USD 4.2 millones y USD 1.4 millones por los intereses de los intereses capitalizados.

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 implica un aumento de más de 3.000 metros cuadrados del área arrendada. Esto implicó una inversión de más de 6 millones de dólares. La ampliación fue descrita en informes anteriores, y viene acompañada de una extensión por doce años del contrato de arrendamiento, lo que robustece el perfil del inmueble y constituye una mejora 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 se mantienen firmes. Si bien hay una reducción en el porcentaje de ocupación respecto de fines de 2024, se lograron arrendar algunos locales importantes de un centro comercial, y los otros inmuebles libres, recién quedaron vacantes a fin de 2025, y el administrador ya se encuentra trabajando en arrendarlos nuevamente. 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 99,15 millones. Esto se ubica casi 66% por encima de la emisión original.

En línea con las actualizaciones previas, la ocupación se mantuvo relativamente firme, en tanto varios inmuebles se encuentran totalmente ocupados y los desafíos de vacancia se concentran en los inmuebles comerciales que han atravesado una puesta a punto en los últimos años; y en el sector de oficinas. Los inmuebles del FFIRI se ubican en zonas atractivas, en especial los que refieren al sector logístico y de oficinas al este de Montevideo. En el caso de los inmuebles comerciales, de menor importancia relativa dentro de la cartera del FFIRI, mantienen ocupación levemente por debajo del 60% pero tienen muy baja ponderación en la cartera. En este último, 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 equipo de gestión con expertise en este tipo de activos.

Cuadro 5: Valorización y ocupación de los inmuebles

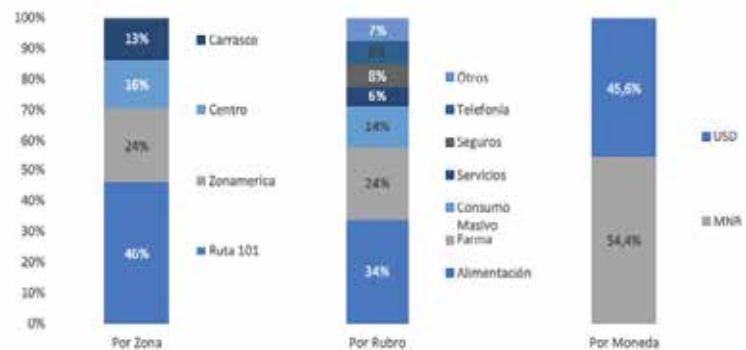
Propiedad	Tasación	Tasación	Tasación	Porcentaje de Ocupación
	31/12/22	31/12/23	31/12/24	
En millones de USD				
Propiedad 1 y 2	6,1	9,4	6,2	58%
Propiedad 3	7,7	7,8	8	100 %
Propiedad 4	13,6	13,6	13,8	100 %
Propiedad 5	7,7	7,8	7,8	84 %
Propiedad 6	7,1	7,7	7,1	100 %
Propiedad 7	8,2	7,3	7,3	100 %
Propiedad 8	18,5	28,2	24,6	100 %
Propiedad 9	4,9	4,6	4,6	100 %
Propiedad 10	9,1	9,5	9,0	100 %
Propiedad 11	5,8	6	6,4	0 %
TOTAL	88,6	101,9	94,8	85,3%

Fuente: Informe del operador Q4 de 2025

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.

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



Fuente: Informe de Gestión ICP Q4 2025

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 mantienen rígidos en el tiempo, los ingresos por alquileres del Fideicomiso deberían verse reducidos en 27% para que el Resultado financiero sea negativo**⁵. El resultado financiero real resultó en 2025 menor al proyectado en el presupuesto, porque a fines de diciembre, 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.

Cuadro 6: Esquema del resultado Financiero del Fideicomiso en 2025 en millones de dólares

Concepto	Real	Presupuestado	Diferencia
Ingresos Brutos del Fideicomiso	8,27	8,47	-2,4%
Gastos fijos y variables (inc.IVA)	1,94	1,96	-1,5%
Gastos Operativos de inmuebles	1,14	1,22	-6,9%
Costo Financiero (Bancos)	1,73	1,32	30,5%
Intereses Fijos FF	1,20	1,20	0,0%
RESULTADO	2,27	2,77	-17,8%

Fuente: Estimado por CARE en base a ICP.

En este ejercicio se abonó el impuesto a la renta correspondiente al traspaso de las propiedades de Obaland SA al Fideicomiso, por algo más de 500 mil dólares pero esa cifra no consideró para la elaboración del cuadro anterior por ser extraordinaria.

Como se desprende de lo anterior, una reducción en los ingresos de este calibre es un escenario que tiene muy baja probabilidad de ocurrencia, dado el desempeño histórico del FFIRI, reforzado por el perfil de arrendamientos que se comentó previamente. **En función de lo anterior, se puede considerar que el riesgo de generación de flujos para el pago de intereses fijos y cubrir los costos del del Fideicomiso continúa siendo muy bajo.**

⁵ 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.

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 en el entorno del 3,3%, mientras que el crecimiento esperado para 2026-2027 se ubica en el eje de 3,3% y 3,2%, según las estimaciones del FMI. Aunque el escenario base sigue proyectando un crecimiento moderado, conviene aclarar que estas estimaciones están sujetas a un contexto de elevada incertidumbre geopolítica, ya que tanto el FMI como el Banco Mundial identifican la re-escalada de conflictos armados y las tensiones geopolíticas como riesgos bajistas relevantes para la actividad mundial.

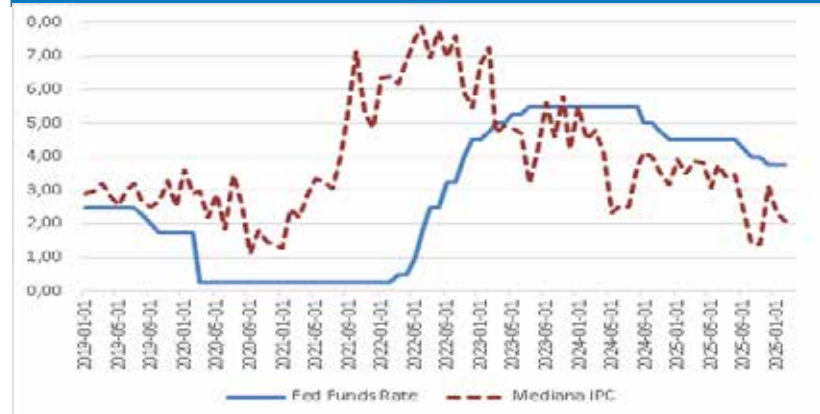
En este marco, las principales economías del mundo continúan mostrando desempeños dispares, con una política monetaria internacional que, si bien ha dejado atrás el tramo más contractivo del ciclo, aún se mantiene relativamente cautelosa. En particular, en su reunión el 17-18 de marzo de 2026 la Reserva Federal de Estados Unidos decidió mantener su tasa de referencia en el rango 3,50%-3,75%, lo que sigue incidiendo sobre las condiciones financieras globales, el costo del crédito y los flujos hacia economías emergentes.

En este contexto, una eventual escalada de la guerra tendería a sesgar las proyecciones en una dirección menos favorable, afectando negativamente el crecimiento mundial y presionando al alza la inflación. Esto podría ocurrir a través de distintos canales: aumento de los precios de la energía, encarecimiento del transporte y los seguros, interrupciones en cadenas logísticas, mayor volatilidad financiera y caída de la confianza de hogares e inversores.

Los análisis recientes de mercado ya advierten que una intensificación del conflicto en Medio Oriente podría elevar la inflación, retrasar eventuales bajas de tasas por parte de la Reserva Federal y debilitar la actividad global, configurando un riesgo de menor crecimiento con mayores presiones de costos.

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 mandato de Jerome Powell como presidente de la Reserva Federal finaliza el 15 de mayo de 2026, y el Poder Ejecutivo ya remitió al Senado la nominación de Kevin Warsh para ocupar dicho cargo. En este contexto, tanto la evolución del proceso electoral como el recambio en la conducción del banco central constituyen factores relevantes a monitorear, en la medida en que podrían modificar las expectativas del mercado respecto de 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 o postergación de recortes de tasas por parte de la Reserva Federal, el dólar tiende a fortalecerse por su condición de activo de refugio encareciendo el financiamiento global y generando mayores presiones sobre economías emergentes.

En este sentido, la intensificación del conflicto con Irán volvió a impulsar esa dinámica, al combinar suba del petróleo, mayor aversión al riesgo y expectativas de una política monetaria estadounidense más cautelosa. A su vez, este comportamiento del dólar se entrelaza con la incertidumbre política e institucional en Estados Unidos: las elecciones de medio término de noviembre de 2026 pueden incidir sobre la orientación futura de la política fiscal y regulatoria, mientras que el recambio en la presidencia de la Reserva Federal introduce un elemento adicional de cautela en los mercados.

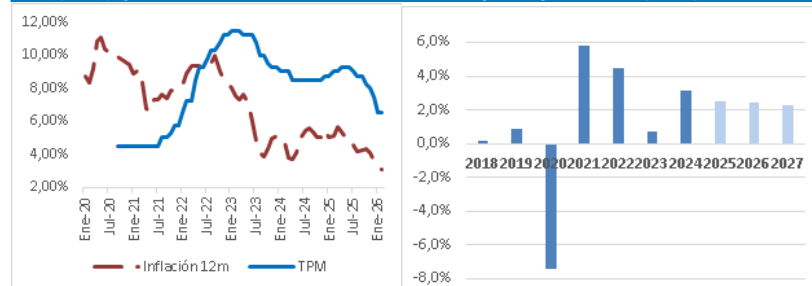
En conjunto, estos factores refuerzan la idea de que, si bien el escenario base internacional continúa siendo de crecimiento moderado, persisten riesgos que podrían traducirse en un dólar más firme, menores recortes de tasas, mayor volatilidad financiera y un entorno externo menos favorable para economías pequeñas y abiertas como la uruguaya.

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.

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.

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%. En paralelo, la inflación interanual se ubicó en 3,11% en febrero de 2026, mientras que el tipo de cambio mostró hacia mediados de marzo una recuperación parcial respecto de los mínimos de 2025, aunque aún por debajo de los niveles registrados un año atrás. Hacia mediados de marzo el dólar se ubica en torno a \$40,6.

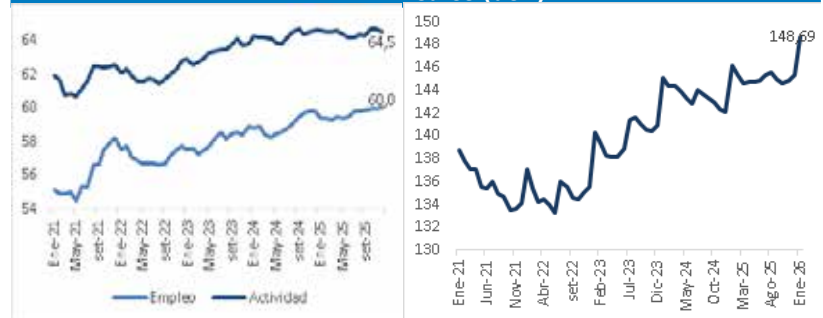
Gráficos 3 y 4 – Tasa de Política Monetaria e Inflación en Uruguay (izq.) y evolución del PIB observado y proyectado (der.)



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. A finales de 2025, los registros mensuales del INE muestran que esta dinámica se mantuvo en niveles relativamente altos: en diciembre la tasa de actividad se ubicó en 64,5%, la tasa de empleo en 60,0% y la tasa de desempleo en 7,0%. En este marco, el mercado de trabajo continúa mostrando niveles de ocupación elevados en comparación con los años previos. Por su parte, el Índice Medio de Salarios Reales (IMSR) se ubicó en 148,69 en diciembre de 2025, en un contexto en el que la evolución de los salarios nominales superó la inflación del período (IMS nominal Δ 5,99% vs IPC Δ 3,65%).

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



Fuente: INE

2. Mercado inmobiliario de vivienda

Breve contexto histórico

El sector inmobiliario representa una porción relevante de la actividad económica uruguaya, en el entorno del 8% y alcanza a aquellas actividades dedicadas a la intermediación en la venta y alquiler de bienes inmuebles ya sea destinados a vivienda, oficinas, locales comerciales, entre otros, de acuerdo con Uruguay XXI. Este ha venido aumentando su actividad de manera sostenida desde 2003 después de una profunda crisis sectorial entre 1999 y 2002. A partir del 2003, comienza una recuperación que evidenció al menos dos fases diferenciadas. Una primera de alto crecimiento (2003 – 2015), que comenzó con un boom inmobiliario en el sector agropecuario y construcciones destinadas al sector de altos ingresos y luego se orienta hacia la construcción de vivienda destinada al sector medio y medio alto de la población, apalancado en un moderado incremento del crédito y estímulos fiscales sectoriales.

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

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.

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 muy altos, por encima de 70.000 empleos y el sector de la vivienda es uno de los principales demandantes de mano de obra en el sector. Por otro lado, los permisos de construcción también tuvieron un incremento significativo en los últimos años. En particular, según Sader y Calvete, los permisos de la construcción han tenido un incremento significativo desde 2022, pero en particular en 2024 estos superaron 966 mil metros cuadrados, el mayor registro desde principios de 1980. Para 2025, proyectan un incremento de 5% respecto al año anterior, lo que reafirma el dinamismo del sector. El incremento de los permisos otorgados por la IMM es un indicador adelantado del sector, en este caso positivo, dado que cuando se ingresa un permiso, el desarrollador ya tiene asegurado el suelo, e invirtió en el diseño del proyecto arquitectónico.

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.

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 muy altos, por encima de 70.000 empleos y el sector de la vivienda es uno de los principales demandantes de mano de obra en el sector. Por otro lado, los permisos de construcción también tuvieron un incremento significativo en los últimos años. En particular, según Sader y Calvete, los permisos de la construcción han tenido un incremento significativo, pero en particular en 2025 alcanzaron más de 972 mil metros cuadrados, superando los más de 966 mil de 2024, que ya había sido el mayor registro desde principios de 1980.

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, el stock de oficinas A y A+ ha crecido de forma sostenida en los últimos treinta años, con especial énfasis durante la última década y con varios emprendimientos que se han ido incorporando al stock en los últimos meses, con otros en proceso. Según Workplace Real Estate, al cierre de 2023, la oferta total de oficinas superaba los 330 mil m2, creciendo casi 6% respecto a un año antes. Lo anterior refuerza el dinamismo del sector y reafirma la creación de nuevas centralidades, con el corrimiento geográfico de la oferta, incluso a Punta Del Este. Adicionalmente, algunos hoteles de Montevideo se han transformado en espacios de oficinas, tendencia reciente que implica adaptar espacios y reafirma el atractivo del sector.

Hacia adelante, se espera que el stock de metros cuadrados en espacios corporativos A y A+ continúe expandiéndose sobre todo en 2025, cuando se espera que finalicen las obras de espacios en Zona Franca y Montevideo,

además de algunos proyectos en Punta del Este. Se estima la incorporación de más de 70 mil m² en 2025, de los cuales la mitad será en un emprendimiento en Pocitos Nuevo, que continúa consolidándose como la nueva centralidad del sector corporativo en Montevideo.

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

ii. Demanda, vacancia y precios

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

Sin embargo, la demanda por oficinas se habría movido a distintas velocidades, producto de las derivadas de la crisis sanitaria. Por un lado, la incertidumbre y el teletrabajo; por otro la necesidad de adecuar los espacios a nuevos requerimientos. En este sentido, de acuerdo a Workplace Real Estate el mercado se reactivó a fines de 2021, manteniéndose el dinamismo con una vacancia reducida. Esta tónica se mantiene a fines de 2023 y principio de 2024, con una vacancia que continúa reduciéndose en el mercado de oficinas. Workplace indica que la vacancia en edificio A+ se ubica en 2,3%, de los registros más bajos que se han relevado. Por su parte, la tasa de ocupación de los inmuebles del FFIRI se mantiene muy alta.

En relación a los precios de arrendamientos de oficinas, el último relevamiento realizado por Workplace (2024), daba cuenta que los precios de alquileres para oficinas A y A+ se ubican entre 18 USD y 28 USD por metro cuadrado, aumentando levemente respecto a un año atrás. Si a estos precios se le agregan los gastos comunes, el precio total se ubica entre 23 USD y 33 USD de acuerdo con las prestaciones y nivel de la oficina. Se ratifican las diferencias geográficas y de prestaciones de las oficinas, con impacto en el precio final.

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

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 apuntado al 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 mundial.

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 (Índice 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 el siguiente cuadro se presenta la evolución de cargas en el puerto de Montevideo, que muestra como era de esperarse un crecimiento continuo en todas las modalidades de carga.

Cuadro 9: Puerto de Montevideo: Toneladas movilizadas por modalidad de carga									
Datos	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Var. 24/17
Carga General	1.618.195	2.362.954	1.506.586	2.081.697	3.408.090	2.249.643	2.580.930	3.042.181	88,0%
Contenedores	8.785.833	7.712.205	7.476.119	8.010.534	9.802.457	9.355.375	9.886.060	9.513.356	8,3%
Granel	2.378.213	2.361.493	2.851.024	2.195.878	2.585.196	3.444.551	3.394.550	3.073.818	29,2%
Total	12.782.241	12.436.652	11.833.729	12.288.109	15.795.743	15.049.569	15.861.540	15.629.355	22,3%

Fuente: INALOG.

En cuanto a los activos inmobiliarios dentro del portafolio del Fideicomiso destinados al sector logístico, debe tenerse presente que estos tienen un alto nivel de ocupación, todos ellos ubicándose en los ejes logísticos citados previamente y que se encuentran en crecimiento. En este sentido, los inmuebles de este segmento han mostrado un desempeño sólido y se 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 negativamente en los precios o la ocupación de los espacios. La logística, mantiene su atractivo y los inmuebles del FFIRI coinciden con las tendencias del sector en cuanto a prestaciones y localización. *Se considera un nivel de Riesgo bajo.*

El riesgo de políticas públicas. Se encuentra acotado en tanto históricamente los sucesivos gobiernos han tenido reducida incidencia en los subsectores inmobiliarios de interés para el Fideicomiso. No se advierten amenazas en lo que respecta al riesgo político, salvo por la revisión de las exoneraciones tributarias que han beneficiado al desarrollo del sector de oficinas. El desarrollo territorial de las actividades logísticas se encuentra enmarcado en planes de desarrollo departamentales que están estrechamente vinculados a los ejes logísticos donde el FFIRI desarrolla sus actividades. *Se considera un nivel de Riesgo bajo/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)⁶ de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.

Comité de Calificación



Ing. Julio Freve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrián Tambler

⁶ **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.**