

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

Montevideo, octubre de 2025

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

Calificación de Títulos de Deuda del “Fideicomiso Financiero Peninsula Rentals” 29 - octubre - 2025

Certificados de Participación	por hasta 442.810.000 de UI (Total emitido UI 361.814.005).
Distribuciones:	Anualmente según resultados acumulados. Realizados según procedimiento establecido.
Activo Fideicomitado:	Bienes inmuebles, contratos de alquiler y fondos líquidos e instrumentos financieros adquiridos o mantenidos en propiedad fiduciaria por el fideicomiso.
Fideicomitentes:	Suscriptores iniciales de los CP's
Emisor y Fiduciario:	TMF Uruguay AFISA
Administrador:	Peninsula Rentals SRL
Entidad Registrante:	TMF Uruguay AFISA
Entidad Representante:	BEVSA
Fecha de suscripción de los CPs	28 de julio 2017
Plazo:	Actualmente hasta diciembre de 2028 (11 años y medio).
Administración y pago:	TMF Uruguay AFISA
Comité de Calificación:	Julio Preve, Martín Durán y Adrián Tamber.
Calificación de riesgo:	BBB uy
Vigencia de la calificación:	30 de abril de 2026 ¹ .
Manual utilizado:	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros ²

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

². Disponible en www.care.com.uy

Resumen General

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

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

a) Respecto de los títulos

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico ofrece las garantías necesarias tal como se consignara en el informe jurídico que se adjuntara como anexo en la calificación original³.

b) Respecto de la Administración

- De modo especial se evaluó oportunamente en la calificación original la capacidad de gestión de la empresa Península Rentals Uruguay S.R.L. administradora del proyecto. Estas evaluaciones ponderan de modo significativo en la calificación realizada. La empresa sigue demostrando capacidad de adaptarse a los requerimientos del mercado y llevar adelante el proyecto.
- El período de inversión culminó en julio de 2021 y actualmente se está transitando por la etapa de gestión del portafolio y se ha iniciado el período de desinversión, que ahora culminaría en 2028.
- La gestión del administrador es clave para aprovechar los ingresos previstos por concepto de alquileres así como por el ingreso de la venta posterior de los inmuebles (upside de precio). El upside bruto (calculado como la diferencia entre el precio de venta y el costo de adquisición, sin considerar los costos del fideicomiso), se viene ubicando promedialmente en 14,1% en UI o 33,4% en dólares.

c) Respecto del activo subyacente

- Un negocio que desde el punto de vista económico-financiero continúa ofreciendo perspectivas de lograr el propósito proyectado, aunque la evolución de los precios de los inmuebles en la moneda de la emisión ha deteriorado la TIR esperada inicialmente. Esta reducción de los precios de los inmuebles en UI se debe fundamentalmente a la apreciación del peso y a que estos activos se comercializan en dólares.
- Dado que no se venían alcanzando los objetivos económicos y financieros esperados, se realizó en setiembre de 2024 una asamblea de beneficiarios para ajustar el contrato de Fideicomiso. El nuevo contrato establece condiciones mínimas que deben cumplir los precios de venta (precios mínimos) lo que seguramente retrasará el ritmo de venta, motivo por el cual también se extendió el plazo de finalización del fideicomiso hasta diciembre de 2028.

³. Ver www.care.com.uy.

- Se han cerrado acuerdos de inversión en 8 emprendimientos, que involucraron la adquisición de un total de 371 viviendas y 182 garajes por un monto total de poco más de 337 millones de UI, comprometiendo de esta manera el 76% del total de la suscripción. Todas las obras ya están terminadas y entregadas al Fideicomiso, se han firmado todos los compromisos de compraventa, se han puesto en alquiler y se ha comenzado con la venta de unidades.
- Al 30 de junio de 2025 se había concretado la venta de 47 apartamentos y 21 garajes, y no hubo ventas el primer semestre de este año, seguramente porque los precios mínimos por el momento están por encima de los valores de mercado (+23,6%). Por su parte, el 97% de los apartamentos y el 94% de los garajes están alquilados, alcanzándose un caprate del 6,1% sobre el portafolio total.
- El proyecto planteó en el prospecto una tasa interna de retorno del 8,17% en UI que fue en su momento sensibilizada satisfactoriamente por CARE ante escenarios negativos. Se presenta una nueva estimación de la TIR, que se mantiene por debajo de la proyectada en el prospecto, y se explica en gran medida por la reducción del precio de venta de los inmuebles en UI como consecuencia del fortalecimiento del peso uruguayo respecto del dólar, moneda -esta última- con la que se ofrecen en venta los inmuebles en el Uruguay. La nueva TIR estimada por el operador para el escenario actual de ventas (precios de mercado) es de 2,7% en UI⁴, mientras que si se considera los precios mínimos definidos en el contrato de fideicomiso la TIR sería de 5,7%. Finalmente si se estima la TIR en dólares, incluso considerando los precios del escenario actual de ventas, la TIR sería del 7,3%.
- Desde 2022, el escenario de suba de precios locales combinado con una baja del tipo de cambio, ha generado dificultades para establecer los precios de venta de las unidades del fideicomiso. El ratio USD/UI, considerando la cotización interbancaria, muestra una caída de 23% entre el 1 de enero de 2022 y el 30 de junio de 2025. Eso implica que, para alcanzar los objetivos en materia de rentabilidad original del negocio, el precio en dólares de los inmuebles debería haberse ajustado al alza en mayor proporción. Las modificaciones realizadas al contrato del Fideicomiso buscan corregir esta situación: bajar costos fijos, retrasar ventas hasta que de alguna manera se corrijan los precios relativos y alargar el plazo del fideicomiso.

d) Respecto del entorno

- El mercado inmobiliario ha evolucionado favorablemente luego de la pandemia y de sus efectos negativos sobre el desarrollo del sector. Desde entonces, el sector evidenció un impulso reflejado en el aumento de los desarrollos y operaciones inmobiliarias, en especial en el sector vivienda. 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.

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

- La mejora en el ingreso de los hogares y el reciente fortalecimiento del peso, determina un escenario algo más favorable para la demanda por inmuebles, al menos en relación a los precios relativos y las tasas de interés, aunque como es habitual esto tiene efectos asimétricos en la producción de vivienda
- No es esperable cambios significativos en el contexto macroeconómico y sectorial que modifiquen sustancialmente el desempeño reciente del mercado. La principal novedad en este sentido es la vuelta a la apreciación real del peso, luego del impasse del segundo semestre de 2024. Más allá de esto, los fundamentos de la demanda se mantienen sólidos, la cantidad de viviendas en producción viene en aumento y los fundamentos socio-demográficos de la demanda continúan evolucionando de acuerdo a las tendencias recientes.
- Por su parte, los precios de los alquileres han moderado sus aumentos y han actuado como un elemento clave del mercado inmobiliario en los últimos años, recogiendo el impacto de la nueva oferta inmobiliaria en Montevideo, probablemente estimulada por la vivienda promovida.
- Según se destaca en la sección V de este informe, el mercado viene demandando tipologías constructivas en línea con las que tiene este Fideicomiso.
- En cuanto a las políticas públicas sectoriales, existe buena aceptación del espectro político nacional, sobre la consolidación de estímulos tanto a la oferta como a la demanda de vivienda en el segmento socioeconómico que focaliza el negocio en cuestión. Por el momento no cabría esperar signos de intervenciones negativas, en tanto los anuncios recientes vinculados a las políticas de vivienda indican que el foco estará en segmentos de la población de menores ingresos, en tanto se entiende que es el sector que mayor necesidad de vivienda tiene en la actualidad.
- La política de vivienda generada a partir del 2005 ha recogido amplio consenso favorable en todos los sectores políticos. Dicha política crea una nueva institucionalidad e incentivos económicos que alientan la inversión sectorial que atienden tanto la oferta de viviendas como la demanda. El Presupuesto remitido al Parlamento introduciría algunas nuevas modificaciones con el objetivo de reorientar los incentivos hacia localizaciones consistentes con la planificación territorial (restringiendo zonas de alto valor comercial) y acercando la vivienda promovida a otros programas de acceso a la vivienda. Si bien la Vivienda Promovida ha sido un elemento dinamizador del sector, los regímenes que implican Gasto Tributario podrían ser revisados. La política de vivienda actual se concentra en sectores de ingresos bajos y medios y tiene como objetivo reducir el déficit habitacional mediante un conjunto de instrumentos variados, que al momento no permite identificar efectos en uno u otro sentido.

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

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

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

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

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

2. Antecedentes generales y hechos salientes del período

2.1. Antecedentes generales

- El objetivo del Fideicomiso es generar rentabilidad para los Titulares de los CPs a través de la inversión de los fondos aportados a través de:
 - (i) La compra de bienes inmuebles, ya sea tanto aquellos que estén totalmente contruidos y habitables, como aquellos que se encuentren en proceso de construcción o en el pozo.

- (ii) El arrendamiento de los bienes adquiridos, así como el arrendamiento de éstos con opción a compra;
 - (iii) Adicionalmente, el Fideicomiso podrá llevar a cabo la venta directa de los bienes inmuebles previamente adquiridos, o enajenar dichos bienes a plazo, siempre dentro de los límites de inversión previstos en el contrato de Fideicomiso.
- El plazo original del Fideicomiso era de siete (7) años, contados desde el inicio de actividades, o hasta el momento en que se liquidaran todos los activos del Fideicomiso y se cancelaran todas las obligaciones derivadas del mismo. El plazo estaba dividido en tres períodos: de inversión y desarrollo, de dos (2) años, de gestión activa del portafolio, de tres (3) años y un período de liquidación de portafolio, de dos (2) años más; estos plazos podían ser prorrogables por iniciativa del administrador, siempre que cuente con el voto favorable de al menos un titular y una mayoría superior al 75% de los certificados de participación en circulación. En la Asamblea de Beneficiarios del 13 de setiembre de 2024 se realizó la última extensión del plazo del fideicomiso el cual estaría culminando en diciembre de 2028.
 - El 27 de julio del 2017, en la Bolsa Electrónica de Valores (BEVSA), se suscribieron Certificados de Participación del Fideicomiso Financiero Península Rentals por un total de 442.810.000 Unidades Indexadas (aproximadamente 57 millones de dólares en la fecha de emisión).
 - El 3 de mayo de 2018, la Asamblea de Beneficiarios a propuesta del administrador aprobó la modificación de la Política de Inversión mejorando el poder de negociación del fideicomiso frente a los desarrolladores inmobiliarios, flexibilizando los porcentajes de participación, entre otras cosas (como se detallara en anteriores actualizaciones).
 - El plazo de inversión se fue extendiendo en el tiempo y culminó en julio de 2021.
 - Los cambios en la política de inversión del Fideicomiso lograron destrabar la ejecución del plan de negocios permitiendo en forma rápida avances en 8 emprendimientos inmobiliarios.
- o **Proyecto Met Parc.** Este fue el primer acuerdo y se realizó previo al cambio en la política de inversión. Son 59 viviendas y 22 cocheras de un total de 127 viviendas y 50 cocheras. Se han comercializado 12 apartamentos y 3 garajes y es uno de los edificios que ha mostrado mayor aceptación en el mercado, El edificio mantiene muy buenos niveles de ocupación, al 26 de setiembre 2025 el 96% de las unidades estaban alquiladas.
 - o **Nostrum Centenario y Nostrum Plaza.** - Se compraron 14 viviendas y 13 cocheras del proyecto "Nostrum Centenario", y 16 viviendas y 16 cocheras del proyecto "Nostrum Plaza". Estos dos proyectos refieren a la adquisición de unidades desarrolladas por Altius Group, motivo por el cual se debieron cumplir con una serie de requisitos específicos establecidos en el contrato de fideicomiso para este tipo de adquisiciones. Se han vendido 8 apartamentos y 8 cocheras y en términos de alquiler, al 26 de setiembre de 2025 se contaba con una ocupación del 100% en los dos edificios.

- o **Proyecto Arrayán.** Se adquirieron 51 viviendas y 29 cocheras que responden al 72% del edificio. Las unidades se están alquilando con normalidad, existiendo al 26 de setiembre un 100% de ocupación. Se han vendido a la fecha 2 apartamentos.
- o **NEO Costa.** - se adquirieron 47 unidades del proyecto Aires de Lagomar construidos por el Fideicomiso Financiero CasasUru. Este proyecto ahora se llama NEO Costa, tiene muy buena aceptación y el nivel de ocupación actual es de 96%. Se han vendido 2 unidades.
- o **Edificio 8cho.** Se adquirieron 59 apartamentos y 33 garajes que es el 68% del edificio. Al 26 de setiembre el nivel de ocupación era de 96%. Se están ofreciendo unidades para la venta.
- o **Escollera.** - Se adquirieron 56 unidades y 36 garajes que han sido construidos por el Fideicomiso Financiero Compass, esa compra implicó el 52% del edificio. Al 26 de setiembre de 2025 el complejo presentaba un nivel de ocupación de 98%, se han vendido 16 apartamentos y 9 garajes, observándose una buena aceptación del producto.
- o **NEO Sur.** - El edificio Quijano, ahora denominado NEO Sur. El Fideicomiso adquirió el 100% del edificio, que son 69 apartamentos y 33 garajes. Al 26 de setiembre el complejo presentaba un nivel de ocupación de 97%, las unidades se están ofreciendo para la venta, pero aún no se han concretado negocios.

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

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

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

- Ya se han firmado las compraventas definitivas de los ocho emprendimientos, que involucraron la adquisición de un total de 371 viviendas y 182 garajes por un monto total de 337.540.348 Unidades Indexadas. De este modo, el Fideicomiso comprometió el 76% del total del monto suscrito.
- A excepción de los Proyectos Nostrum Plaza y Nostrum Centenario, el Fideicomiso tiene más del 50% de la copropiedad en todos los acuerdos.

- La etapa de arrendamientos comenzó a fines de enero de 2019, con la recepción de las primeras unidades del proyecto Met Parc, y la etapa de ventas comenzó sobre fines de 2021, con el mismo edificio.
- El 27 de enero de 2021 falleció Mauricio Levitin, director ejecutivo de Península Investments Group y también integrante del directorio de Altius Grupo. Pese a ser una figura importante del ambiente inmobiliario y del Grupo Península, este hecho no ha generado cambios en la marcha de este fideicomiso.
- Con fecha 11 de noviembre de 2022 se aprobó la primer distribución de utilidades por la suma de \$ 46.900.000. Se han realizado 13 distribuciones -la última en julio de 2025- por un total de 347,5 millones de pesos, equivalentes a 59,26 millones de UI.
- El 31 de enero de 2023 se realizó una Asamblea de Beneficiarios con la participación del 100% de los tenedores de CPs a los efectos de aprobar la cuarta modificación del Contrato de Fideicomiso. La modificación acordada refirió a un cambio puntual del mecanismo de distribución haciéndolo más flexible y por tanto se mejora la velocidad de distribución de la liquidez excedente.
- En diciembre 2024 se realizó una Asamblea de Beneficiario con la participación del 100% de los tenedores de CPs y se aprobó una nueva modificación del contrato de fideicomiso. Las modificaciones son el resultado las negociaciones que se realizaron desde diciembre de 2023, con motivo de que no se venían alcanzado los objetivos económicos y financieros esperados. Los principales cambios fueron los siguientes:
 - o Condiciones mínimas (acumulativas) que deben cumplir los precios de venta de los inmuebles para que se considere la venta satisfactoria:
 - El precio de venta neto debe ser igual o superior al precio de compra más un 20%, más un 0,826% por cada cuatrimestre cumplido desde el momento de compra. (en UI).
 - El precio por metro cuadrado deberá ser superior o igual a 18.000 UI más un 0,826 por cuatrimestre cumplido desde el 1 de enero de 2020.
 - El precio de venta debe ser mayor o igual al precio de tasación
 - o Se ajustó a la baja (un 50%) la remuneración del Administrador desde el 1 de enero de 2024 y hasta la finalización del Fideicomiso. La remuneración es variable y es un porcentaje del flujo de fondos efectivo de las actividades operativas.
 - o Se extendió el plazo de finalización del fideicomiso hasta diciembre de 2028.
- El valor de tasación de los inmuebles del fideicomiso a diciembre 2024 que corresponde a 324 apartamentos y 161 garajes/cocheras fue de 363,9 millones de unidades indexadas, equivalentes a 50,9 millones de dólares. Los valores de la tasación estaban en diciembre de 2024 apenas un 0,7% por debajo de los valores considerados en el escenario actual de ventas, pero un 12,4% por debajo de los precios mínimos de ventas.

2.2. Hechos salientes del período

- Se presenta a continuación un resumen de la situación de los arrendamientos al 26 de setiembre de 2025. El nivel de ocupación y los márgenes obtenidos son claramente satisfactorios.

Cuadro 2.- Situación de los arrendamientos al 26 de setiembre 2025

Ingreso alquileres actual	mensual	en pesos	9.667.211
Ingreso alquileres actual	mensual	en dólares	241.393
Ingreso alquileres potencial	mensual	en pesos	9.979.234
Ingreso alquileres potencial	mensual	en dólares	248.927
Apartamentos alquilados		número	315
Apartamentos alquilados		porcentaje	97%
Garajes alquilados		número	154
Garajes alquilados		porcentaje	94%
Inversión en stock total		Millones de UI	300,68
Inversión en stock total		Millones de USD	47,73
Caprate s/stock total		porcentaje	6,1%
Caprate s/stock alquilado		porcentaje	6,2%

Fuente: El Administrador

- En el primer semestre de 2025 no se concretaron ventas, ya que los precios mínimos establecidos en la modificación del contrato del fideicomiso están por el momento aproximadamente un 23,6% por encima de los precios de mercado. Entre enero y junio de 2025 el dólar bajó un 10,3%, mientras que la UI aumentó un 3,2%, lo que determinó un incremento en la diferencia entre los precios mínimos y los de mercado, haciendo más difícil la venta de los inmuebles.
- Al 30 de junio de 2025, se había concretado la venta de 47 apartamentos y 21 garajes. El *upside* bruto⁵ de las unidades vendidas viene siendo del 14,1% en UI o del 33,4% en dólares. La diferencia de rendimiento se explica por la desigual evolución de la Unidad Indexada y el dólar.
- En fideicomiso realiza periódicamente distribuciones de utilidades, aproximadamente cada 2 meses, en el período informado se realizaron las siguientes:
 - El 28 de febrero.....\$ 14.500.000
 - El 22 de abril.....\$ 9.000.000
 - El 3 de julio.....\$ 11.000.000
 - El total de distribuciones al 3 de julio de 2025 asciende a \$ 347,5 millones (UI 59,26 millones considerando el valor de la UI del día de pago).
- El Comité de Vigilancia considera que la coyuntura de precios relativos determina que no sea posible cumplir con la cadencia de ventas a los precios proyectados en Unidades Indexadas (precios mínimos). En este sentido, propone evaluar diferentes alternativas para comercializar las unidades (por ej. ventas a crédito) y comenzar a evaluar opciones para mitigar los efectos fiscales que pudiera tener el Fideicomiso si el plazo se extendiera más allá del 2028.

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

3. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- o Informes trimestrales de Península Rentals Uruguay SRL, el último al 30 de junio 2025.
- o Informes trimestrales del comité de vigilancia, el último al 30/06/25.
- o Estados Contables intermedios del Fiduciario al 30/06/2026.
- o Estados Contables intermedios del Fideicomiso al 30/06/2025.
- o Estados Contables de Península Rentals Uruguay SRL a 31/12/2024.
- o Informes trimestrales del Fiduciario. El último al 30/06/25
- o Encuesta periódica de Research Uruguay; "La demanda en el mercado inmobiliario"; Setiembre de 2025.
- o "Informe Sectorial Inmobiliario sobre el Mercado de Viviendas"; Ec. Mayid Sáder y la Ec. Serrana Calvette. Setiembre de 2025.

II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

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

1. Descripción general

Denominación:	Fideicomiso Financiero Península Rentals.
Fiduciario:	TMF Uruguay AFISA
Administrador:	Península Rentals Uruguay S.R.L.
Entidad Representante:	BEVSA
Títulos emitidos:	Certificados de Participación.
Activos del Fideicomiso:	Totalidad de los Bienes Inmuebles (Proyectos), Contratos de alquiler y Fondos Líquidos e Instrumentos Financieros adquiridos o mantenidos en propiedad fiduciaria por el Fideicomiso.
Moneda:	Unidades Indexadas en el equivalente a Pesos Uruguayos
Importe de la Emisión:	Se suscribieron UI 442.810.000, equivalentes a 57 millones de dólares (en la fecha de suscripción).
Monto Integrado:	UI 361.814.005 (a la fecha).
Distribuciones:	Periódicamente según resultados acumulados realizados según procedimiento establecido en el contrato.
Calificadora de Riesgo:	CARE Calificadora de Riesgo.
Calificación de Riesgo:	BBB.uy

2. El análisis jurídico

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

Del mismo se destaca su conclusión final:

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

3. Riesgos considerados

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

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

III. LA ADMINISTRACIÓN: EL FIDUCIARIO Y EL OPERADOR

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

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

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

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

TMF Uruguay

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

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

Un resumen de los principales rubros del estado de situación y resultados al cierre intermedio del 30/06/2025 y su comparativo con cierres anteriores se presenta en los cuadros siguientes.

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

Concepto	30/6/2025	31/12/2024	31/12/2023
Activo	165.019	166.002	154.995
Activo Corriente	36.530	27.197	30.141
Activo no Corriente	128.489	138.805	124.854
Pasivo	134.537	138.589	130.795
Pasivo Corriente	25.263	18.881	23.879
Pasivo no Corriente	109.274	119.709	106.916
Patrimonio	30.483	27.412	24.200
Pasivo y Patrimonio	165.019	166.002	154.995
Razón Corriente	1,45	1,44	1,26

Fuente: EE.CC TMF

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

Concepto	30/6/2025	30/6/2024	31/12/2024
Ingresos operativos	20.709	18.447	37.756
Costo Servicios Prestados	(4.844)	(3.879)	(7.806)
Resultado Bruto	15.865	14.568	29.949
Gastos Administración y Vtas.	(5.752)	(7.716)	(15.388)
Resultado Operativo	10.113	6.852	14.561
Resultado Financiero	(7.043)	(4.034)	(7.041)
IRAE	-	(2.441)	(4.307)
Resultado del Periodo	3.070	377	3.213

Fuente: EE.CC TMF

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

Al cierre del primer semestre de 2025, TMF Uruguay AFISA mantiene la administración de varios fideicomisos financieros (tanto de oferta pública como privada) que operan en diversas áreas y varios fideicomisos de administración y garantía.

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

2. Grupo Península

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

Península Investments Group

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

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

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

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

Península Rentals Uruguay SRL

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

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

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

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

Gobernanza

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

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

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

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

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

En cuanto a su solvencia, CARE tuvo a la vista los EE.CC de la firma al 31/12/2024, último disponible, y de acuerdo a los mismos, nada hace suponer la eventualidad de algún riesgo en este sentido.

Fideicomiso

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

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

La integración inicial se efectuó el 4/08/2017 con UI 3.113.005, marcando el punto de partida del Periodo de Inversión que era de dos años a partir de la primera integración, es decir, finalizó el 4/08/2019. Posteriormente este plazo fue prorrogado dos veces; el último de los cuales fue en el mes de julio del año 2021, vencimiento definitivo. De esta forma, también queda establecido el periodo denominado Gestión Activa del Portafolio, 3 años una vez finalizado el Periodo de Inversión, y también el plazo total que pasó a ser hasta julio de 2026.

A partir del año 2018 se hicieron integraciones regularmente a medida que avanzaban los negocios. Del total autorizado se han emitido títulos por algo más de UI 361.8 millones, el última de las cuales fue el 28/04/2022 por UI 28.5 millones. Esto representa casi el 82 % del total suscripto que fue de UI 442.8 millones. Dado que ya culminó el periodo de inversión, no se espera que haya nuevas emisiones.

A continuación se informan resumidamente los estados de situación y resultados intermedios del Fideicomiso al 30/06/2025.

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

Concepto	30/6/2025	31/12/2024	31/12/2023
Activo	2.432.406	2.423.311	2.161.773
Activo Corriente	30.444	21.382	29.695
Activo no Corriente	2.401.962	2.401.929	2.132.078
Pasivo	169.311	174.413	116.498
Pasivo Corriente	2.832	3.093	1.951
Pasivo no Corriente	166.479	171.320	114.547
Patrimonio	2.263.096	2.248.898	2.045.275
Pasivo y Patrimonio	2.432.407	2.423.311	2.161.773
Razón Corriente	10,75	6,91	15,22

Fuente: EE.CC Fideicomiso Península

El patrimonio contable, según cuadro precedente, alcanza al cierre del semestre un valor de UI 355.5 millones, producto de convertir la cifra expresada en moneda nacional a la cotización de la UI que era en esa fecha de \$ 6,3671. Este valor es superior a las emisiones deducidas las distribuciones de fondos recibidas por los beneficiarios hasta la fecha.

Efectivamente, como se ha dicho, las emisiones fueron del orden de UI 361.8 millones pero desde noviembre de 2022 el Fideicomiso viene realizando con regularidad distribución de fondos que, al 30/06/2025 alcanzan la suma de \$ 336.5 millones, equivalentes a unas UI 58.7 millones por lo que la cifra a comparar con el patrimonio contable, siguiendo este criterio de análisis, sería UI 303.1 millones. Posteriormente al cierre del semestre informado se aprobaron dos distribuciones más por un total de \$ 24.2 millones o UI 3.8 millones.

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

Concepto	30/6/2025	30/6/2024	31/12/2024
Ingresos por arrendamiento	56.278	51.871	106.431
Resultado por venta de propiedad	-	1.964	1.964
Resultado por valuación de inv.	-	-	290.753
Otros ingresos	-	-	-
Total ingresos	56.278	53.836	399.148
Gastos operativos	(9.017)	(9.539)	(17.004)
Gastos de Administración	(15.240)	(21.116)	(28.135)
Resultados Operativos	32.021	23.181	354.010
Resultados Financieros	1.046	(506)	(1.612)
Resultados antes de IRAE	33.067	22.675	352.398
IRAE	4.630	12.211	(56.974)
Resultado del Periodo	37.697	34.886	295.423

Fuente: EE.CC Fideicomiso Península

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

Riesgos Considerados

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

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

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

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

1. Bienes fideicomitidos y aspectos descriptivos del proyecto

Ya se le han entregado al fideicomiso la totalidad de las viviendas y los garajes adquiridos. El 97% de los apartamentos están alquilados, así como el 94% de los garajes. En paralelo, ya ha comenzado la etapa de venta y se han comercializado los primeros 47 apartamentos y 21 garajes.

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

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

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

En esta oportunidad, el administrador aporta una actualización del flujo de fondos del proyecto a junio de 2025 con los datos reales desde la emisión hasta esa fecha. Las proyecciones económicas se presentan por un período igual a la duración del Fideicomiso, o sea hasta diciembre de 2028.

Las tasas internas de retorno a las que se hace referencia en esta sección refieren en todos los casos a un inversor que adquirió los CPs en el año 0 al valor par y se mantiene durante todo el período.

Los principales supuestos considerados, son los siguientes:

- **Escenario Actual de Venta.** Este escenario toma en cuenta los precios del mercado. Este escenario arroja un caprate de 5,36% para el conjunto del stock de arrendamientos.
- **Escenario tasación.** Este escenario considera los valores que surgen de las tasaciones realizadas en diciembre de 2024 y se convierten a unidades indexadas, a las cotizaciones de junio de 2025, que resultan un 0,7% menores a los del escenario actual y tiene implícito un caprate del 5,39%.
- **Escenario de precios mínimos.** Este escenario se construyó teniendo en cuenta lo propuesto y acordado en la Asamblea de setiembre de 2024. En conjunto, estos precios son actualmente un 23,6% superiores a los del Escenario Actual de Venta, resultando en un caprate de 4,33% para el conjunto del portafolio.
- Tasa de ocupación: 96% una vez estabilizados
- Costos operativos de gestión de inmuebles y arrendamientos: se ajustó a lo establecido en la última modificación del contrato de Fideicomiso .
- Tasa de apreciación anual de los apartamentos: 2,5%
- Ritmo de venta: Se tiene en cuenta la información real hasta el momento y se asume que el stock disponible se vende en un plazo que se extiende hasta diciembre de 2028.
- Proyectos gravados de IRAE en la venta: 20% de IRAE por la diferencia entre precio de venta y precio de compra.

Las variables clave en las proyecciones del flujo de fondos refieren a la evolución esperada del precio de los alquileres así como el cumplimiento del pago por parte

de los hogares inquilinos y la tasa de ocupación de cada una de las inversiones inmobiliarias. Asimismo incluye una hipótesis de valorización de los inmuebles y el incremento de largo plazo del precio de los alquileres.

Los resultados se presentan en el cuadro siguiente:

Cuadro 7.- TIR del inversor en diversos escenarios		
Escenario	Caprate	TIR
Actual de ventas UI	5,36%	2,7%
Precios Minimos (Contrato)	4,33%	5,7%
Tasaciones 2024	5,39%	2,7%
Actual de ventas USD	5,36%	7,3%

Fuente: El Administrador

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

En el caso del Escenario Actual de Venta, la TIR proyectada muestra un deterioro significativo con la actualización anterior, pasando de 3,9% a 2,7%. Esa caída se explica básicamente porque el dólar mostró una reducción en su valor del 10,3%, mientras que la UI aumentó un 3,2% entre el 1 de enero y el 30 de junio de 2025.

En el Escenario de Precios Mínimos se definen los valores de acuerdo a dispuesto en la modificación del contrato de setiembre de 2024, y en ese caso la TIR proyectada sería del 5,7%, y no muestra diferencia con la calificación anterior, pero supone un ajuste importante en el valor de los inmuebles que el mercado seguramente no reconoció. Actualmente los precios mínimos UI se ubican un 23,6% por encima de los precios de mercado, lo cual en principio parece una diferencia difícil de absorber en el corto plazo.

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

En este sentido, todo indica que la TIR finalmente se termine ubicando entre 2,7 y 5,7% en unidades indexadas, dependiendo de la mejora que se logre finalmente respecto de los precios de venta en UI.

El principal factor que está por detrás del deterioro de los indicadores de rentabilidad es la reducción de los precios de venta en unidades indexadas. El ratio USD/UI, considerando la cotización interbancaria, muestra una caída del 23% entre el 1 de enero de 2022 y el 30 de junio de 2025. Eso implica que, para alcanzar los objetivos en materia de rentabilidad del negocio, el precio de los inmuebles debería haberse ajustado más fuertemente al alza. Sin embargo, el mercado no se ajusta de manera automática a estas variaciones.

Resulta evidente entonces, que las tasas de retorno esperadas han bajado y ello se debe casi exclusivamente al fortalecimiento del peso, que por otra parte estaría desalineado de sus fundamentos. Una clara constatación de esto, es que si se convierten los flujos de fondos del proyecto a dólares de acuerdo a la cotización de cada momento (de la UI y del dólar), la TIR del inversor en el caso del escenario actual de ventas sería del 7,3%, una tasa que sería aceptable en dólares corrientes, superando el costo de oportunidad del capital.

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

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

3. Tasaciones

Sobre fines de 2024 se realizó la última tasación de los apartamentos, garajes y cocheras de los 8 proyectos del Fideicomiso. Esta tasación corresponde a los inmuebles en stock a esa fecha, que eran 324 apartamentos y 161 garajes/cocheras.

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

Cuadro 8.- Valor total de los inmuebles según escenario al 31 de diciembre 2024

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

Fuente: CARE con información del Administrador

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

Los precios de tasación para el conjunto de inmuebles se ubicaban en diciembre de 2024 apenas un 0,7% por debajo de los que se asumen en el escenario actual de mercado y estaban aproximadamente un 12% por debajo de los precios mínimos.

4. Nueva estimación del costo de oportunidad del capital

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

Para estimar el costo de oportunidad del capital, CARE utiliza el modelo de valoración CAPM (Capital Asset Pricing Model)⁷, que relaciona la tasa libre de riesgo, la prima de riesgo del mercado y la prima de riesgo asignado al sistema de producción específico, en este caso la construcción de viviendas. Para evitar variaciones bruscas en la tasa, y tener una visión de mediano plazo, se consideraron valores promedios de los últimos 5 años en todas las variables. Para considerar el riesgo sistémico se utiliza el "beta"⁸ promedio de empresas de construcción de viviendas en mercados emergentes, el cual se ubica en 0,9, lo que indica que la inversión en la actividad tiene un menor riesgo y variabilidad que el promedio de todas las actividades en ese mercado. Para la tasa libre de riesgo se considera el rendimiento de los Treasury Bonds a 10 años de EEUU (3,15%), para el riesgo país (índice UBI) se consideraron 96 puntos básicos⁹ y para la prima de riesgo del mercado accionario se consideró 4,51%.

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

⁸ . Valor proporcionado por Damodaran.

⁹ . El promedio de 5 años, en octubre 2025 el riesgo país está en el entorno de los 65 puntos básicos.

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 5,51%. En la coyuntura actual, la tasa libre de riesgo es mayor al promedio de los últimos 5 años, pero en contrapartida el riesgo país es menor al período considerado. En consecuencia, si se aplican los valores actuales, el costo de oportunidad del capital sería menor (5,10%).

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

Otros indicadores con los que podría compararse la TIR esperada del Fideicomiso podrían ser las curvas de rendimiento, que serían opciones posibles de inversión ya que están estimadas para el caso del Uruguay¹⁰. En la actualidad (octubre 2025) la curva en UI (CUI) a 10 años se ubica en 3,29%, la que estaría por encima de la TIR considerando los precios de mercado y por debajo la TIR esperada considerando los precios mínimos.

Si se considera la TIR en dólares, que se calculó para el escenario actual de precios, claramente estaría por encima de ambas comparaciones. Si bien estas comparaciones no deben tomarse en sentido estricto, constituyen una referencia que – entre otras- ayuda a conformar un juicio acerca de la inversión.

Riesgos considerados:

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

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

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

V. EL ENTORNO

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

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

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

1. Entorno macroeconómico nacional e internacional

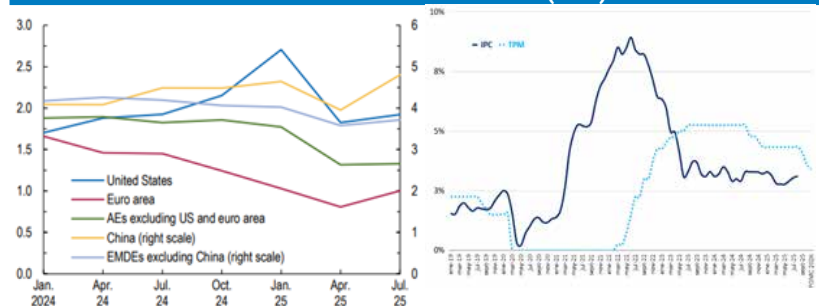
Luego de la pandemia de 2020-2021 y sus efectos económicos y financieros, la economía global rebotó y emergieron brotes inflacionarios producto de las políticas fiscales y monetarias expansivas desplegadas en respuesta a la crisis sanitaria global. En 2024, la economía mundial creció 3,3%, mientras que el crecimiento esperado para 2025-2026 se ubica en el eje de 3%, según las estimaciones del FMI. Esto implica una corrección a la baja de las expectativas de crecimiento respecto al principio del año, producto de un escenario global incierto y convulsionado asociado a los conflictos de Medio Oriente y Ucrania y la Guerra Comercial impulsada por Estados Unidos. Esto incrementó la incertidumbre comercial, con impacto en tarifas y el comercio de bienes a escala global. En este sentido, si bien la etapa mas intensa de escalada tarifaria había quedado atrás, el impacto de este proceso aún no se ha terminado de internalizar tanto en precios como en crecimiento global.

En Estados Unidos, la economía mantiene un moderado dinamismo y el mercado laboral se ha deteriorado en los últimos meses, en tanto la inflación ha tenido una tendencia alcista. Esto tensiona las decisiones de política monetaria en tanto la FED retomó la baja de tasas en setiembre y se espera continúe en esta senda de forma gradual, durante 2025 y 2026. En este sentido, la FED parece priorizar el objetivo de impulsar la economía, que se ha ralentizado en lo que va de 2025. En perspectiva, se espera que este fenómeno de reducción de las tasas de interés se prolongue, a pesar de la elevada

incertidumbre por los efectos de medio plazo de la guerra comercial del primer semestre. En este sentido, el escenario global parece consolidarse con menores tasas de interés, lo que también quita sostén al dólar que se mantiene débil a nivel global. Si bien este escenario es más favorable, desde un punto de vista financiero, para economías emergentes, aún persisten serios riesgos sobre las tasas de interés, los impactos de la guerra comercial, la deuda global, entre otros; todo lo anterior que ha impulsado el valor de activos de refugio tales como el oro.

La principal novedad en el ámbito internacional de 2025 es, como se comentó más arriba, el proteccionismo comercial que se consolidó este año. En este sentido, desde enero el gobierno de Trump anunció sendos incrementos de tarifas y aranceles a distintos bienes y países. Esto ha tenido, al menos, tres objetivos: por un lado ser un elemento de negociación internacional para mejorar las condiciones de acceso a los mercados internacionales, en segundo lugar como mecanismo de presión e incidencia política en entornos locales (ej Brasil) y, por último, como forma de proteger a la economía de Estados Unidos en algunos sectores de actividad. En respuesta, varios países han reaccionado incrementando sus tarifas a bienes o actividades de Estados Unidos, otros han negociado acuerdos como la UE, UK y varios países asiáticos. El resultado de esto es un incremento de la incertidumbre global, con impacto en la inversión y el crecimiento, que podrían ser asimétricos y de magnitud difícil de prever. De hecho, a pesar de que las mediciones de aranceles promedio se han reducido en los últimos meses, los indicadores de incertidumbre se mantienen elevados. En última instancia, al consolidarse un escenario más proteccionista los países tienden a cerrarse, los flujos comerciales se reducen y, por tanto, la demanda externa y el crecimiento podrían enfriarse.

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



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

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 lo que va del año. Esto implicó que, luego de la corrección de precios relativos de 2024, el dólar se depreció más de 9% a setiembre 2025. Este fenómeno de debilidad del dólar es global, producto de lo comentado previamente, y tiene impactos relevantes a nivel doméstico. En este sentido, lo anterior reduce los márgenes de las actividades exportadoras y aquellas que anclan sus precios a moneda extranjera, con costos de producción en pesos. Este es el caso del sector inmobiliario. A nivel macroeconómico, el escenario de debilidad del dólar impulsa el consumo, en especial de bienes durables como los inmuebles o los automóviles, y reduce las presiones inflacionarias sobre los componentes transables, moderando la inflación que se ubica en 4,3% a setiembre. Esto confirma la reducción de las

presiones inflacionarias, y permite que el COPOM continúe reduciendo la tasa de interés de referencia, expandiendo la política monetaria en el margen¹¹. Si bien se espera que la tasa de referencia continúe reduciéndose en los próximos meses, existen algunos riesgos que podrían moderar este fenómeno vinculado al resultado de las negociaciones salariales durante el último trimestre del año y la rigidez de las expectativas de los empresarios, que aún se ubican por encima de la meta prevista por la autoridad monetaria.

De lo anterior se desprende un escenario algo más favorable para la demanda por inmuebles, al menos en relación a los precios relativos y las tasas de interés, aunque como es habitual esto tiene efectos asimétricos en la producción de vivienda. En cuanto al desempeño de la actividad económica, se espera que el PIB crezca 2,4% en 2025 y converja a 2% durante 2026-27, reflejando un crecimiento moderado en ausencia de shocks positivos sobre la inversión o el sector externo.

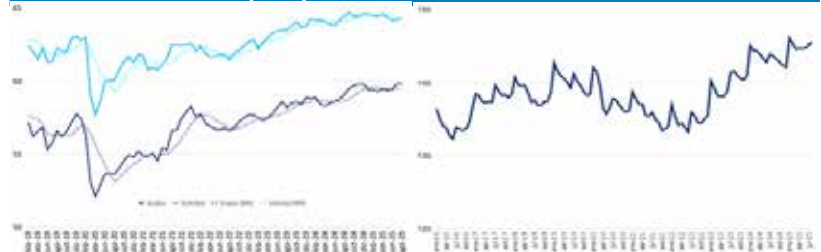
Gráficos 3 y 4 – Tasa de Política Monetaria e Inflación en Uruguay (izq.) y Evolución del PIB y proyecciones (der.)



Fuente: INE y BCU

En lo que refiere al mercado laboral, este se mantiene sólido en relación a la economía en su conjunto. En este sentido, si bien no creció durante 2023, se crearon 40 mil empleos, tendencia que se mantuvo, aunque de forma menos pronunciada en el año pasado, también manteniendo buenos niveles de actividad en el mercado laboral y bajo desempleo. Esto se sostiene en los primeros ocho meses de 2025, que se han creado aproximadamente 25 mil puestos de trabajo, manteniendo el dinamismo del mercado laboral. En cuanto a la evolución salarial, el salario nominal creció por encima de 5% a julio de 2025, lo que es consistente con un incremento del salario real global de casi 1%, respecto a 2024. De esta forma, los indicadores del mercado laboral son consistentes con una mejora del ingreso de los hogares, apuntalando el desempeño del mercado inmobiliario.

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



Fuente: INE

¹¹ . A octubre de 2025, la TPM se ubica en 8,25%, producto de una reducción de 50 pbs en el último COPOM.

2. Mercado inmobiliario de vivienda

2.1. Breve contexto histórico

El sector inmobiliario representa aproximadamente el 13% del PIB de la economía uruguaya y alcanza a aquellas actividades dedicadas a la intermediación en la venta y alquiler de bienes inmuebles ya sea destinados a vivienda, oficinas, locales comerciales, entre otros, de acuerdo a Uruguay XXI. Este ha venido aumentando su actividad de manera sostenida desde 2003 después de una profunda crisis sectorial entre 1999 y 2002. A partir del 2003, comienza una recuperación que evidenció al menos dos fases diferenciadas. Una primera de alto crecimiento (2003 – 2015), que comenzó con un boom inmobiliario en el sector agropecuario y construcciones destinadas al sector de altos ingresos y luego se orienta hacia la construcción de vivienda destinada al sector medio y medio alto de la población, apalancado en un moderado incremento del crédito y estímulos fiscales sectoriales.

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

2.2. Evolución reciente y perspectivas

La irrupción de la pandemia y sus efectos globales implicaron un importante incremento de la incertidumbre a nivel internacional y nacional con efectos reales significativos sobre la economía, las políticas públicas y, por supuesto, el mercado inmobiliario. Desde entonces, el sector evidenció un impulso reflejado en el aumento de los desarrollos y operaciones inmobiliarias, en especial en el sector vivienda. 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 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.

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



Fuente: BPS

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

i. Oferta de vivienda

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

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

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

El Decreto 329 del año 2016 que otorga beneficios a proyectos de gran impacto económico ha colaborado en dinamizar el mercado de vivienda en otro segmento diferente al de la Ley de Vivienda Promovida. Sus ampliaciones recientes de 2020-2022 habrían dado un nuevo impulso a algunos proyectos, en especial generando mayores beneficios y quitando los topes de precio de venta. ***Esto último re-impulsó la construcción de vivienda promovida.***

En lo que respecta a la nueva oferta edilicia, las tipologías construidas refieren a torres de tipo mediana con ascensor y torre suntuaria según la nomenclatura utilizada por el INE; desplazando a las torres económicas. Análogamente, se observa un cambio estructural en lo que refiere a una reducción en el tamaño de las viviendas en construcción en general y en el número de dormitorios por vivienda. Esta reducción del tamaño de las viviendas y de los dormitorios por vivienda, responde al ajuste de la oferta edilicia respecto a las nuevas tendencias demográficas que implican menos habitantes por hogar. Las viviendas del Fideicomiso por lo general se encuentran alineadas con esta tipología.

El nuevo escenario de política pública ha tenido un efecto positivo sobre la oferta de vivienda, destacándose el decreto que modifica la instrumentación de la Ley 18.795 y las resoluciones del MVOTMA número 539 y 673 del 2020. Las modificaciones antes mencionadas han permitido reactivar el desarrollo, mejorando el nivel de retorno esperado de los proyectos inmobiliarios y por tanto alentado la creación de nuevos proyectos edilicios. ***En efecto, de acuerdo a información de la ANV se aprecia un aumento de proyectos promovidos desde el año 2021, con aproximadamente 180 proyectos nuevos por año hasta 2023. Con información al cierre de 2024 se habrían promovido más de 200 proyectos durante el año pasado, aumentando respecto a años previos lo que constituye una señal de dinamismo para el sector de la vivienda.***

Es importante señalar que los cambios introducidos en 2020 también han permitido dinamizar esto fuera de Montevideo. También es importante resaltar que el aumento de la oferta de vivienda habría actuado en favor de la baja de los alquileres en términos tendenciales en los últimos años.

ii. Demanda por consumo e inversión

Los activos inmobiliarios cumplen con un rol dual, por un lado constituyen un bien de uso que permite obtener “servicios de vivienda”, por otro un activo patrimonial que actúa como reserva de valor sobre el cual percibir una

renta. Por tanto, es posible descomponer los determinantes de la demanda de inmuebles en aquellos vinculados al mercado para uso y el mercado de inversión. Los primeros se refieren principalmente al crecimiento de la población, las preferencias familiares y otros elementos de decisión social, los ingresos de los hogares y el crédito inmobiliario, mientras que los segundos hacen lo propio a la tasa de interés real y los determinantes de los flujos de capital y el balance riesgo/retorno. Como es habitual, en lo que sigue se profundiza en cada tipo de demanda.

ii.i. Factores que inciden en la demanda para uso

ii.i.i. Factores Sociales

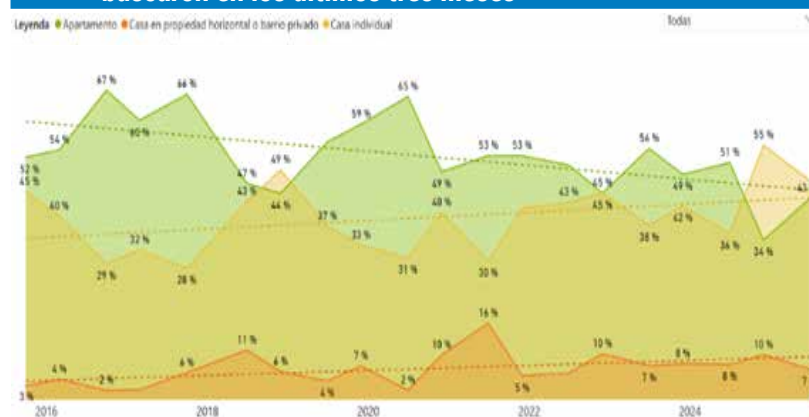
En Uruguay, el crecimiento de la población ha sido muy reducido en los últimos 50 años. El último Censo de 2023 marcó que la población total asciende a 3,5 millones de personas, confirmando que la población crece a tasas muy reducidas que se vienen reduciendo en los últimos períodos intercensales. Esto es producto de la baja natalidad que se viene evidenciando desde los 2000s, con una baja marcada en los hijos por mujer que se ubican en 1,7 según el último Censo. A esto se le suma el incremento de las defunciones post 2020, producto de las derivadas del COVID, lo que implicó que entre 2021 y 2023 la población uruguaya decreciera. Las tendencias recientes implican que hacia fines de la década del 2040 la población tendería a reducirse según las estimaciones de población. Si bien en los últimos años Uruguay ha recibido cierto flujo migratorio, este es de escasa magnitud y solamente 4% de la población uruguaya ha nacido en el exterior. De lo anterior se desprende que las dinámicas demográficas vinculadas a la cantidad de personas no presionarán al alza sobre el mercado de vivienda en los próximos años, en tanto la población uruguaya se mantendría relativamente estable.

Por otro lado, otras dinámicas de carácter sociales vinculadas a las preferencias de los uruguayos y las decisiones del hogar han permitido compensar el bajo crecimiento demográfico y presionan el mercado de viviendas desde el lado de la demanda. Estos son: **i)** el avance en la esperanza de vida; **ii)** la creciente fragmentación del hogar; **iii)** la disminución de la tasa de matrimonios; **iv)** el progresivo aumento de jóvenes con estudios terciarios en el mercado laboral y; **v)** la inseguridad. Todos estos elementos han impactado directamente en el mercado de la vivienda. A modo de ejemplo, el último Censo indica que el tamaño medio del hogar se ubica en 2,5 personas y continúa la tendencia decreciente desde que se registra esta información. De hecho, en los registros anteriores (2011), la cantidad de personas por hogar se ubicaba en 2,8 personas. Del mismo modo, aproximadamente 29% del total de hogares son ocupados por una sola persona, mientras que 29,4% son ocupados por dos personas. Esta evolución refleja cambios en las dinámicas familiares y sociales, incluyendo la preferencia por hogares más pequeños. **Por estos motivos, el mercado demanda tipologías constructivas reducidas.**

Más allá de lo anterior, para entender el perfil de la demanda, CARE contrata a Research Uruguay, que genera una encuesta semestral recurrente que se realiza sistemáticamente desde 2015 y lleva 20 ediciones. De acuerdo a esta encuesta casi 80% de los encuestados buscan viviendas de dos o menos dormitorios manteniéndose relativamente estable respecto a ediciones anteriores. Es de notar que en esta última edición se aprecia un aumento de preferencias por viviendas de dos dormitorios, en detrimento de viviendas con más capacidad. Sin embargo, en contraposición a lo comentado previamente,

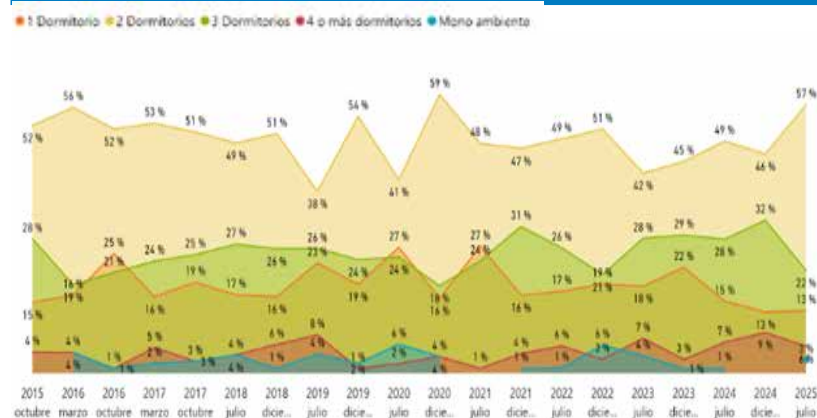
la demanda por unidades de un dormitorio o monoambientes se mantiene reducida entre los encuestados, oscilando en torno al 15% de la muestra. Sin embargo, otras fuentes complementarias vinculadas a la demanda efectiva en portales (como Mercado Libre e Infocasas) señalan la importancia de las tipologías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

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



Fuente: Research Uruguay

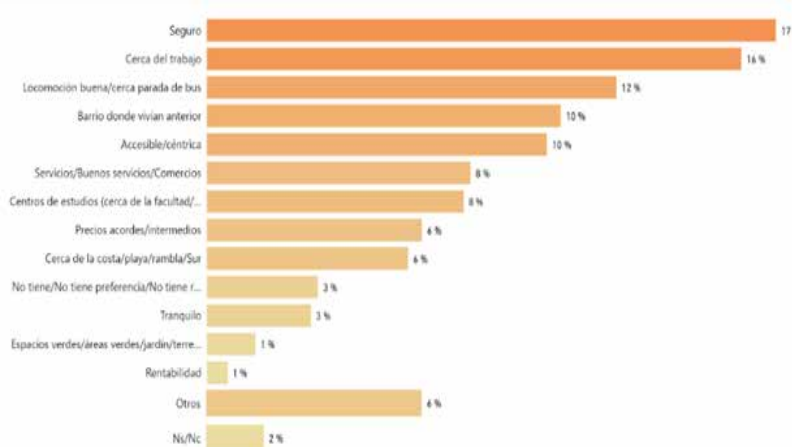
Gráfico 9 - Cantidad de dormitorios buscados por "hogares que buscaron en los últimos tres meses"



Fuente: Research Uruguay

Los principales atributos a la hora de elegir una vivienda refieren a la ubicación y el entorno: con buena seguridad y transporte, próximo del trabajo y en una zona céntrica o accesible. **Todos estos son amenities vinculados al entorno geográfico de la vivienda y no se modifican en relación a las últimas olas de esta encuesta.** Destaca que la seguridad pasó a ser el primer atributo, aunque desde hace varias ediciones que se mantiene en el podio en cuanto a características preferidas. La configuración de barrios más demandados también se mantiene respecto a ediciones previas de la encuesta siendo los ejes de Pocitos y Centro los principales dentro de Montevideo, y confirmando el corrimiento al este de las preferencias hacia Ciudad de la Costa y El Pinar.

Gráfico 10 - Principales requisitos de la vivienda buscada en los últimos tres meses



Fuente: Research Uruguay

En cuanto al financiamiento, si bien el ahorro previo continúa siendo la principal fuente de fondos para aquellos que buscan comprar una vivienda, el financiamiento bancario ha ganado peso como una alternativa de acceso a la vivienda, entre los encuestados. En este sentido si bien la penetración del crédito hipotecario es reducida en Uruguay, este ha venido incrementándose en los últimos años y los bancos se muestran más activos en este segmento de financiamiento, como se analizará más adelante.

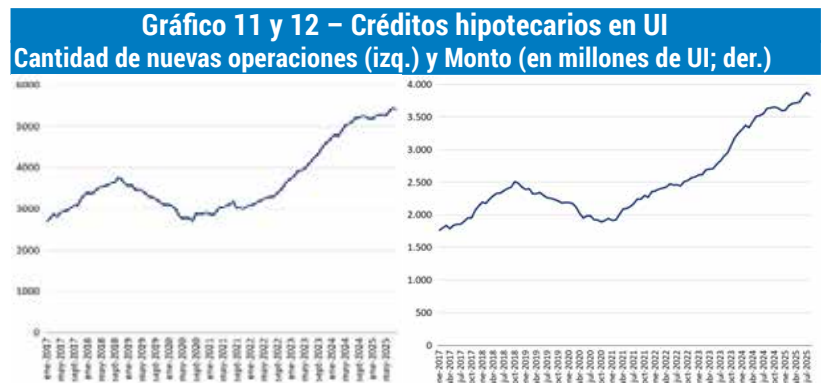
Por último, la encuesta de Research incorpora indicadores de precios a través del Price Sensitivity Model que permite aproximar el precio óptimo de acuerdo a las opiniones de los entrevistados. Este relevamiento, de carácter subjetivo, permite tener una orientación de referencia general de los demandantes y generar una referencia de precios sobre las preferencias de los hogares. En este sentido, el ejercicio releva tanto precios de compraventa como de alquileres, identificando distintos umbrales de acuerdo a las preferencias individuales. Más allá de los valores individuales de compraventa y alquileres, es importante señalar que las referencias de Cap Rate entre estos se ubican entre 5% y 6% en los relevamientos realizados en los últimos dos años

ii.i.ii. Factores Económicos

Por una parte, el ingreso de los hogares, uno de los determinantes más importantes de la demanda de vivienda por motivo de consumo, presentó una caída en 2020 y 2021 producto de la crisis sanitaria y económica, como fue comentado previamente. Esta caída fue dual, vinculada a menores salarios y el deterioro del mercado laboral durante la pandemia. Este fenómeno se revirtió sobre finales de 2021 y se evidencia una mejora sostenida en los últimos años como se comentó en la primera sección de este capítulo. En este sentido, los ingresos de los hogares han venido incrementándose, lo que sumado a la apreciación real del peso favorecieron la compra de bienes durables. Este fenómeno, si bien tuvo un impasse sobre el final de 2024, volvió a producirse en 2025 producto de la debilidad global del dolar como se comentó en la primera sección de este capítulo.

El aumento de los ingresos de los hogares, sumado a la apreciación real del peso, conjugaron un escenario interno favorable para la demanda de

inmuebles. Del mismo modo, las condiciones financieras favorables y las campañas impulsadas por algunas instituciones financieras, que buscan incrementar su share en el mercado de operaciones hipotecarias, implicaron una reducción en el costo de los créditos hipotecarios, lo que a su vez impulsó la demanda por estos instrumentos. La cantidad de operaciones nuevas de crédito a agosto de 2025 creció casi 4% en términos interanuales, mientras que el capital operado creció más de 5%. Esto implica que se producen más de 5000 operaciones de nuevos créditos por año. De todas formas, es de notar que se aprecia cierto enlentecimiento en el ritmo de crecimiento de las operaciones. Las tasas de interés promedio en UI se mantienen estables en 4,8%



Fuente: BCU

En cuanto a la penetración del crédito, esto se mantiene como uno de los desafíos para el acceso a la vivienda. De hecho, esto podría estar detrás del enlentecimiento reciente de las operaciones. Si bien las operaciones de crédito hipotecario han apuntalado la demanda de vivienda, la penetración del crédito continúa siendo reducida en términos generales aunque las restricciones de acceso se han reducido. En este sentido, los hogares enfrentan restricciones de acceso al crédito que refieren al ahorro previo y al nivel de ingresos mensuales líquidos necesarios. Si bien estas condiciones han mejorado y cada vez más hogares podrían ser sujetos de crédito, de acuerdo a Sader & Calvete, 23% de los hogares uruguayos cumplen con las condiciones de ingresos necesarios para acceder a un crédito hipotecario. Este indicador busca aproximar y medir sistemáticamente cambios en el acceso, y si bien denota una mejora en el acceso desde mediados de 2022, aún existe una porción mayoritaria de los hogares que no tiene posibilidades de acceso al crédito hipotecario.



Fuente: Sader & Calvete (marzo 2025).

Al comparar este indicador con los resultados de la encuesta de Research, se aprecia un desencuentro de expectativas, en tanto aproximadamente la mitad de los encuestados piensa financiar la compra con un crédito.

ii.ii. Factores que inciden en la demanda por inversión

La demanda de inmuebles por motivo de inversión está estrechamente vinculada al costo de oportunidad del capital, es decir el rendimiento de usos alternativos determinado por las tasas de interés reales (tanto locales como extranjeras) y los flujos de capital. Desde la crisis del Covid las tasas de interés se incrementaron producto del combate a la inflación a nivel global, elevando el costo de oportunidad de invertir en inmuebles respecto a la inversión en otros activos, particularmente financieros. Sin embargo, como fue comentado al inicio de esta sección este fenómeno comenzó a revertirse en 2024, con el abaratamiento del costo del dinero en Estados Unidos, fenómenos que se profundizará en el segundo semestre de 2025 y 2026. En este sentido es posible que la gradualidad esperada previamente, no sea tal y el recorte sea más agresivo en tanto existen presiones sobre la Fed para priorizar la actividad económica entre sus objetivos. Esto configura un escenario algo más favorable, para la inversión inmobiliaria en tanto el balance de riesgos/retorno se modificó en el margen. Del mismo modo, a nivel local la tasa de interés de política monetaria también entró en una fase de recorte producto de la reducción de las presiones inflacionarias y la debilidad del dólar. Esto también actuaría en favor de la inversión inmobiliaria, al actuar sobre el canal de tasas de interés y sobre la demanda agregada.

La encuesta realizada por Research Uruguay indaga sobre la demanda para inversión y se aprecia una tendencia creciente entre los encuestados en la búsqueda de inmuebles para invertir, tanto entre quienes buscaron como entre quienes piensan hacerlo en el futuro. Del mismo modo, se aprecia una mayor preferencia por los activos inmobiliarios en el portafolio de los encuestados. Del mismo modo, la Radiografía del Mercado Inmobiliario publicado por Infocasas resalta que la inversión es un driver de compra, en especial en los proyectos de Vivienda Promovida.

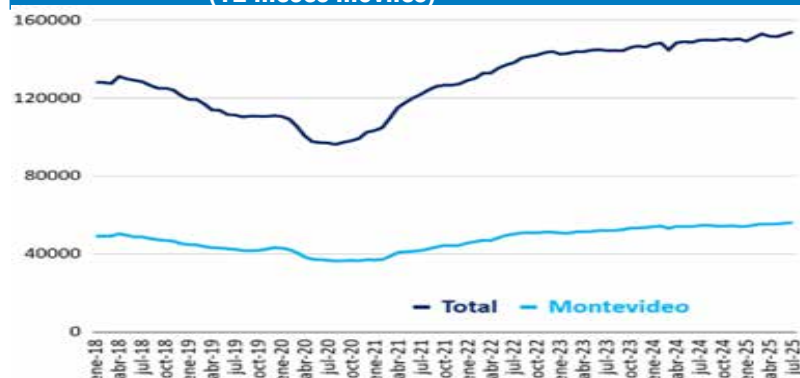
iii. Evolución reciente del mercado de compraventas y alquileres

iii.i. Evolución general de las operaciones

La información oficial del mercado de compraventas generalmente es incompleta y tiene rezagos para poder conocer la realidad del mercado inmobiliario de forma completa. Es por eso que debe ser complementada con fuentes secundarias o indicadores indirectos. Por ejemplo, la recaudación del Impuesto a las Transacciones Patrimoniales (ITP) y las operaciones de Créditos Hipotecarios, las Inscripciones de Compraventa, los permisos de construcción, entre otros. Tal como ha ocurrido en las últimas actualizaciones de este informe, el comportamiento de estos indicadores es favorable para el mercado inmobiliario, al menos desde el punto de vista de la transaccionalidad en el sector, aunque en los últimos meses el ritmo de crecimiento se ha enlentecido.

De acuerdo con las inscripciones de compraventa, publicadas por el INE en base a la DGR, estas han crecido 2,6% en Montevideo y 2,8% para el total del país en el año cerrado a julio 2025. Esto implica una mejora respecto a los valores de cierre del año pasado

Gráficos 14– Inscripciones de inmuebles en Compraventa (12 meses móviles)



Fuente: INE en base a DNR y MEF

En cuanto a la recaudación del ITP, esta creció 5,5% en pesos en el año cerrado a julio 2025, lo que deja un leve crecimiento de 0,3% en términos reales, mejorando marginalmente respecto a los resultados de cierre del año 2024. Sin embargo deben notarse dos elementos. Por un lado el ITP recoge la transaccionalidad del mercado inmobiliario en sentido amplio, abarcando transacciones de compraventa por fuera del rubro de la vivienda (campos, terrenos, herencias, entre otros). Por otro, los inmuebles bajo la Ley de Vivienda Promovida están exentos de este impuesto en su primera operación y justamente este tipo de proyectos han dinamizado el sector inmobiliario en general, no quedando recogidas en la recaudación del ITP.

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

iii.ii. Evolución general de los precios

Recientemente el Instituto Nacional de Estadística comenzó a publicar información sobre precios de transacciones de compraventa y contratos de alquiler en base a información de la Dirección Nacional de Registros. Respecto a las compraventas de inmuebles, la información del INE para el primer semestre de 2025 muestra un leve aumento de los precios promedio en dólares en Montevideo y estabilidad en el resto del país, respecto al mismo período del año anterior. Más allá de lo anterior, esta información se encuentra en línea con la información provista por Sader y Calvete: el precio de oferta por metro cuadrado de vivienda expresado en dólares se encuentra estable, mientras que el precio medido en UI tiende a reducirse dado la apreciación del peso.

Gráfico 15 – Mediana del Precio de Transacciones de Compraventa en Dólares



Fuente: INE en base a DNR

En cuanto a los contratos de alquiler, al igual que en ediciones anteriores se observa que la evolución de los precios continúa reflejando el incremento en el stock de viviendas de los últimos años, al menos en Montevideo. En este sentido, el incremento de la cantidad de viviendas implicó un incremento de las viviendas disponibles para arrendamiento, generando además distintos efectos geográficos de corrimiento a lo largo de la ciudad. En términos generales, los contratos de alquiler convergen en su aumento a 5,5% de acuerdo a información a agosto 2025. Esto confirma la moderación de los precios de los alquileres, y que estos han actuado como un elemento clave del mercado inmobiliario en los últimos años. En este sentido, si bien no existe información sobre un efecto causal de la vivienda Promovida hacia el precio de los alquileres, la mayor oferta en particular en Montevideo y concentrada en algunos barrios, coincide con la moderación de los alquileres tanto a nivel temporal como geográfico, lo que podría indicar un efecto positivo en el acceso a los arrendamientos por parte de los hogares en los últimos años.

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



Fuente: INE en base a DNR

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

iii.iii. Consideraciones finales sobre el mercado de vivienda

En suma, no es esperable cambios significativos en el contexto macroeconómico y sectorial que modifiquen sustancialmente el desempeño reciente del mercado. La principal novedad en este sentido es la vuelta a la apreciación real del peso, luego del impasse del segundo semestre de 2024. Más allá de esto, los fundamentos de la demanda se mantienen sólidos, la cantidad de viviendas en producción viene en aumento y los fundamentos socio-demográficos de la demanda continúan evolucionando de acuerdo a las tendencias recientes. No obstante, algunos indicadores señalan un enlentecimiento de la demanda.

3. Las políticas públicas

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

La Ley 18.795 de promoción de la vivienda social fue votada por unanimidad en el Parlamento, lo que brinda cierta seguridad del camino optado desde la política pública. En el período de gobierno anterior 2020-2025, se realizaron ciertas modificaciones que dinamizaron estos proyectos, en particular con la eliminación del tope de precios, entre otros. En este período, el Presupuesto remitido al Parlamento introduciría algunas nuevas modificaciones con el objetivo de reorientar los incentivos hacia localizaciones consistentes con la planificación territorial (restringiendo zonas de alto valor comercial) y acercando la vivienda promovida a otros programas de acceso a la vivienda.

Asimismo, el 4 de mayo fue publicado el Decreto del 29 de abril de 2020, que establece un nuevo régimen de promoción de inversiones para la actividad de construcción de Gran Dimensión Económica, al amparo de la Ley N° 16.906 de 1998 (Ley de Inversiones). Las actividades promovidas por este decreto son la construcción para arrendamiento o venta de inmuebles (vivienda u oficinas) y el desarrollo de urbanizaciones con iniciativa privada. Este régimen fue prorrogado en 2025 por un año más, requiriendo renovaciones anuales.

En lo que respecta a otras políticas públicas, por el momento no cabría esperar signos de intervenciones negativas, en tanto se prevé que el foco de las políticas de vivienda se oriente a segmentos de la población de menores ingresos, en tanto se entiende que es el sector que mayor necesidad de vivienda tiene en la actualidad. En este sentido, la política de vivienda¹² tendría un enfoque transversal para abordar el déficit habitacional para los más de 60 mil hogares identificados con “al menos una carencia crítica de vivienda” (hacinamiento, falta de agua potable, deficiencias estructurales, etc). El plan se estructura en cinco lineamientos estratégicos para guiar la inversión y la acción del Sistema Público de Vivienda (SPV: MVOT, ANV, BHU, MEVIR). Estos son: **i)** emergencia habitacional y vulnerabilidad; **ii)** acceso a la vivienda adecuada; **iii)** integración social y territorial; **iv)** acceso al suelo urbano; y **v)** fortalecimiento del SPV.

¹² . Plan Quinquenal de Vivienda y Hábitat 2025-2029

Por último, a nivel municipal los anuncios de la Intendencia Municipal de Montevideo en pro del desarrollo urbano y en lo que refiere a una mayor flexibilidad en aprobar alturas en algunas de las arterias de la ciudad, aumentan las expectativas a los desarrolladores y constructoras¹³.

A nivel institucional, en 2024 se superaron los riesgos vinculados al Plebiscito de Reforma de la Seguridad Social que podría haber sido negativo para la macroeconomía y el clima de negocios en general, y para la inversión inmobiliaria en particular. Por otro lado, 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 hace unos meses se prorrogan los beneficios a los proyectos de Gran Dimensión Económica, 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. Del lado de la demanda, se prevé incentivar el crédito hipotecario mediante la ampliación del Fondo de Garantía de Créditos Hipotecarios y de la Contribución Económica no revisable que opera reduciendo la cuota de los créditos hipotecarios a hogares que cumplen con determinados requisitos.

4. Conclusiones sobre el entorno

El riesgo mercado. Entendido como la posibilidad de que los negocios inmobiliarios se desarrollen con una adecuada trayectoria se encuentran acotados. El mercado inmobiliario se mantiene sólido, producto de un entorno económico favorable en términos de empleo, ingreso de los hogares y acceso al crédito. Las menores tasas de interés globales y la debilidad del dólar producto asociada a la incertidumbre global, podrían ser un impulso adicional. *Se considera un nivel de Riesgo medio/bajo.*

El riesgo de políticas públicas. Es reducido ya que la política hacia el sector ha sido apoyada por todos los sectores políticos y tienden a flexibilizar las condiciones de acceso. Si bien la Vivienda Promovida ha sido un elemento dinamizador del sector, los regímenes que implican Gasto Tributario podrían ser revisados. La política de vivienda actual se concentra en sectores de ingresos bajos y medios y tiene como objetivo reducir el déficit habitacional mediante un conjunto de instrumentos variados. *Riesgo bajo.*

¹³ . La intendencia presentó el programa "Montevideo más cerca: más altura de la edificación en avenidas", que estimula el desarrollo urbano sustentable, la inversión y la creación de empleo (<https://montevideo.gub.uy/noticias/urbanismo-y-obras/montevideo-mas-cerca-mas-altura-de-la-edificacion-en-avenidas>)

VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

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

En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos-, tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación BBB .uy¹⁴ de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor. Grado de inversión mínimo.

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrián Tambler

¹⁴. **BBB.uy** Se trata de instrumentos que presentan un riesgo medio bajo para la inversión, ya que evidencian un desempeño aceptable y suficiente capacidad de pago en los términos pactados. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, y las características del entorno, dan en conjunto moderada satisfacción a los análisis practicados, sin perjuicio de alguna debilidad en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo. Podría incrementarse el riesgo del instrumento ante eventuales cambios previsibles en los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, o en la economía en su conjunto. La probabilidad de cambios desfavorables previsibles en el entorno es de baja a media baja, y compatible con la capacidad de la administradora de manejarlos aunque incrementando el riesgo algo más que en las categorías anteriores. **Grado de inversión mínimo.**