

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

*Montevideo, noviembre de 2025*

4	RESUMEN GENERAL
6	I INTRODUCCIÓN
9	II EL FIDEICOMISO LOS TITULOS MIXTOS
11	III LA ADMINISTRACION
16	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO DE FONDOS
20	V EL ENTORNO
29	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

## Actualización de Calificación Oferta Pública 06 - noviembre - 2025

<b>Fecha de Emisión:</b>	Mayo de 2012
<b>Denominación:</b>	Fideicomiso Financiero de Inversiones y Rentas Inmobiliarias.
<b>Fiduciario:</b>	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.
<b>Agente de Registro y Pago:</b>	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.
<b>Entidad Representante:</b>	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.
<b>Títulos:</b>	Títulos Mixtos con interés fijo del 2% e interés variable.
<b>Moneda:</b>	Dólares americanos
<b>Importe de la emisión:</b>	USD 60.000.000 (sesenta millones de dólares).
<b>Administrador:</b>	ICP Uruguay S.A.
<b>Plazo:</b>	hasta 2042
<b>Activos del Fideicomiso:</b>	Inmuebles, contratos relativos a los inmuebles y todos sus producidos incluyendo el precio de venta de los mismos y los derechos reales que surjan de inversiones en vehículos cuyo fin específico sea invertir en inmuebles junto con activos financieros.
<b>Estructura:</b>	Ferrere Abogados (asesor legal)
<b>Comité de Calificación:</b>	Julio Preve Folle, Martín Durán Martínez y Adrian Tambler
<b>Calificación de Riesgo:</b>	BBB +.uy
<b>Vigencia de la calificación:</b>	30 de abril de 2026
<b>Manual utilizado:</b>	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros <sup>1</sup> .

<sup>1</sup>. Disponible en [care@care.com.uy](mailto:care@care.com.uy)

## Resumen General

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

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

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

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico ofrece las garantías necesarias. Esto fue ratificado por el informe jurídico de CARE<sup>2</sup> en la calificación de 2015.
- De modo especial se ha evaluado la capacidad de gestión del Administrador del proyecto, teniendo en cuenta los resultados obtenidos hasta esta actualización. Esta evaluación pondera de modo significativo en la calificación realizada y continúa siendo favorable.
- Se trata de un negocio que desde el punto de vista económico financiero para el inversor soporta los stresses endógenos y exógenos a los que razonablemente la calificadora sometió al proyecto en su momento. En base a los resultados financieros obtenidos durante el primer semestre de 2025 y suponiendo un comportamiento similar durante el segundo semestre, los ingresos por arrendamientos deberían reducirse en 26% para que el Fideicomiso tuviera resultados operativos negativos (cumpliendo con los intereses de los títulos). Este escenario tiene muy baja probabilidad de ocurrencia a la luz del desempeño reciente. Esto se juzga favorablemente para el cumplimiento de las obligaciones de interés fijo con los fideicomitentes.
- El Fideicomiso es propietario de inmuebles cuyo valor nominal a junio de 2025 supera en poco más de 55% los fondos emitidos en 2012. De acuerdo a la última tasación disponible, que fue realizada por un nuevo tasador, el valor de los inmuebles se ubica en aproximadamente 94,8 millones. Por otra parte, el patrimonio contable continúa siendo positivo.
- El flujo de ingresos por arrendamientos se encuentra en una relativa estabilidad, producto de las características de los inmuebles y los contratos de alquiler y han superado ampliamente las necesidades financieras requeridas para cubrir el flujo que aquí se califica (ver cuadro 6).
- Las inversiones realizadas por el FFIRI, se adecúan al Modelo de Negocios definido para el Proyecto. Mantienen una adecuada diversificación geográfica, de tipologías, usos y subsectores económicos cumpliendo con el modelo de negocios. Esta diversificación, mitiga el riesgo de ciclo económico y constituye una fortaleza relevante para reducir eventuales impactos sobre la generación de flujos. Este elemento pondera positivamente en las sucesivas actualizaciones de calificación.

<sup>2</sup>. Disponible en [care@care.com.uy](mailto:care@care.com.uy)

- Se ha consolidado un flujo de ingresos que reduce al mínimo el riesgo de generación de flujos en lo que respecta al pago de los intereses fijos. En efecto, la vacancia es baja y la cadencia de los vencimientos de los contratos vuelven robustos los ingresos del Fideicomiso, en lo que respecta a su generación para cubrir lo que aquí se califica. El Fideicomiso ha ampliado sus inmuebles, renovado contratos estratégicos y se mantiene evaluando oportunidades.
- En lo que refiere al mercado de oficinas, se mantienen las tendencias comentadas en actualizaciones previas. Carrasco, Punta Carretas y Pocitos se consolidan como nuevos nodos de oficinas en Montevideo. Por su parte, la tasa de vacancia del mercado se mantiene estable en los segmentos atendidos por el Fideicomiso, aunque en momentos de crisis, como durante el covid-19, el mercado habría ajustado por precio. Este elemento no estuvo presente en los inmuebles de oficina bajo gestión del Fideicomiso que mantuvieron vacancia reducida y no vieron afectados sus ingresos.
- En el sector logístico, no han habido cambios en los principales centros de atracción de estas actividades, ajustándose a espacios geográficos en los cuales el FFIRI tiene la propiedad de inmuebles (Zonamerica y Ruta 101). La expansión de los ejes logísticos entre Montevideo y Canelones continúa, beneficiándose de externalidades positivas y de los planes de ordenamiento territorial departamentales. Por su parte, el volumen físico del comercio exterior de bienes del país sigue mostrando un continuo dinamismo mostrando un incremento del 26% para las exportaciones y del 35% para las importaciones en 2024, respecto de 2017.
- En lo que refiere al mercado objeto de las inversiones del Fideicomiso, no parece revestir en la actualidad riesgos de interferencia negativa por parte de las políticas públicas. Sin embargo, se mantiene cierta incertidumbre sobre las nuevas modalidades de trabajo que han emergido y cómo esto modifica el rol de las oficinas, su estructura y la relación entre empleados y las empresas. En materia de políticas públicas no se destacan innovaciones que pudieran afectar negativamente al mercado de oficinas con impacto en el desempeño del Fideicomiso.

## I. INTRODUCCIÓN

### 1. Alcance y marco conceptual de la calificación

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

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

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

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

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

### 1. Antecedentes relevantes y hechos salientes del período

#### Antecedentes relevantes

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

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

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

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

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

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

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

La última tasación se presentó a diciembre de 2024 y fue realizada por una nueva empresa. Esa tasación para las doce propiedades del Fideicomiso, alcanza aproximadamente USD 94,8 millones. (ver cuadro 5 en la sección cuatro).

## Hechos salientes del período

- El nivel de ocupación general se mantiene elevado, manteniéndose en el entorno del 97% en el total de metros cuadrados, con una leve caída al finalizar el primer semestre de 2025. A fines de junio se liberó un arrendamiento de un parque industrial, por lo que la ocupación se redujo levemente del 97,44% al 96.8%.
- Por otra parte, se ocuparon dos locales importantes de un centro comercial, pero no se consideró aún en la ocupación, dado que aún no se les ha facturado porque se encuentran haciendo uso del período de gracia.
- El flujo de ingresos por arrendamiento se mantiene firme, con reducidos niveles de atraso. Es de notar que el balance de ocupación por inmueble se mantiene estable desde el cierre de 2023.
- En el período informado se trabajó a nivel administrativo en el traspaso de los contratos de arrendamiento y garantías al Fideicomiso de las unidades anteriormente propiedad de Obaland S.A..
- El Fideicomiso ha afectado los fondos disponibles en inversiones inmobiliarias y ya cuenta con inmuebles cuya tasación supera ampliamente el monto de la emisión. Los inmuebles adquiridos, los contratos de alquiler y la cadencia de vencimientos de éstos, vuelven robustos los ingresos del Fideicomiso en lo que respecta a la generación de ingresos para cubrir lo que aquí se califica. Esto se mantiene respecto a actualizaciones anteriores.
- El 30 de abril de 2025 se distribuyeron poco más 1,0 millón de dólares entre los beneficiarios.

## 2. Información analizada

La información analizada en esta actualización fue la siguiente:

- Informes de Gestión del primer y segundo trimestre de 2025
- Informes de gestión de fondos del primer y segundo trimestre de 2025
- Informe del Comité de Vigilancia del 12 de mayo de 2025
- Calificaciones anteriores
- EE.CC. intermedios del fiduciario al 30/06/25
- EE.CC. intermedios del fideicomiso al 30/06/25.
- Informe de Research Uruguay sobre la demanda del mercado inmobiliario – setiembre 2025
- Informe Sectorial inmobiliario elaborado por M. Sader y S. Calvete - setiembre 2025
- Workplace Report Q1 2024
- Informe Sector inmobiliario y construcción - Uruguay XXI - Diciembre 2022
- EE CC de ICP Uruguay al 31/12/2024



## II. EL FIDEICOMISO Y LOS TÍTULOS MIXTOS

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

### 1. Descripción general

**Denominación:** Fideicomiso Financiero de Inversión y Rentas Inmobiliarias

**Fiduciario:** EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A.

**Administrador:** ICP Uruguay S.A.

**Agente de Registro y Pago:** EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos S.A.

**Entidad Representante:** Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay.

**Cotización bursátil:** Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay.

**Títulos emitidos:** Títulos Mixtos con interés fijo de 2% e interés variable.

**Activos del Fideicomiso:** Inmuebles, contratos relativos a los inmuebles y todos sus producidos incluyendo el precio de venta de los mismos y los derechos reales que surjan de inversiones en vehículos cuyo fin específico sea invertir en inmuebles junto con activos financieros.

**Moneda:** Dólares

**Importe de la Emisión:** USD 60.000.000

**Calificadora de Riesgo:** CARE calificadora de Riesgo

**Calificación de Riesgo:** BBB +.uy

**Manual utilizado:** Manual de calificación de finanzas estructuradas administradas por terceros

## 2. El análisis jurídico

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

Dicho análisis concluía:

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

## 3. Riesgos considerados

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

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

### III. LA ADMINISTRACIÓN

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

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

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

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

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

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

#### Situación económica y financiera

El análisis de los EE.CC intermedios al 30 de junio de 2025 sigue mostrando una sólida situación de solvencia.

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

A continuación se exponen, en forma resumida los estados de situación y resultados intermedios al 3/06/2025 y su comparativo con ejercicios anteriores.

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

Concepto	30/6/2025	31/12/2024	31/12/2023
Activo Corriente	55.186	33.440	26.198
Activo no Corriente	257.937	290.099	248.688
<b>Total Activo</b>	<b>313.122</b>	<b>323.539</b>	<b>274.886</b>
Pasivo Corriente	39.818	45.457	38.315
Pasivo no Corriente	244.216	249.374	211.246
<b>Total Pasivo</b>	<b>284.033</b>	<b>294.830</b>	<b>249.561</b>
<b>Patrimonio</b>	<b>29.089</b>	<b>28.708</b>	<b>25.325</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>313.122</b>	<b>323.539</b>	<b>274.886</b>
<b>Razon Corriente</b>	<b>1,39</b>	<b>0,74</b>	<b>0,68</b>

Fuente: EE.CC EFAM

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

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

Concepto	30/6/2025	30/6/2024	31/12/2024
Ingresos Operativos	49.372	48.060	95.753
Gastos Adm. y Vtas.	(41.679)	(38.149)	(78.523)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>7.693</b>	<b>9.911</b>	<b>17.230</b>
Resultados Financieros	(6.931)	(6.541)	(11.495)
<b>Resultados antes de impuestos</b>	<b>763</b>	<b>3.370</b>	<b>5.735</b>
IRAE	(381)	(1.158)	(2.352)
<b>Resultado del período</b>	<b>381</b>	<b>2.212</b>	<b>3.383</b>
Res Operativos/Ingresos	15,58%	20,62%	17,99%
Res Ejercicio/Ingresos	0,77%	4,60%	3,53%

Fuente: EE.CC de EFAM

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

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

## 2. ICP Uruguay S.A (La Administradora)

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

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

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

Nada ha ocurrido desde entonces que hiciera cambiar la opinión de CARE al respecto. Su situación económica y financiera en este caso no es lo más relevante; sus ingresos dependen de la marcha del Fideicomiso que, en última instancia, se constituye en el mejor indicador de su capacidad para administrar esta operación. Por otra parte, cuenta con el respaldo de sus accionistas del exterior. No obstante, CARE tuvo a la vista los EE.CC al 31/12/2024 y de la lectura de los mismos nada hace suponer que ICP incurra en riesgos de administración de las operaciones de este fideicomiso.

### 3. El Fideicomiso

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

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

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

Al cierre del semestre analizado, el valor de las propiedades de inversión asciende a unos USD 93.1 millones.

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

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

Concepto	30/6/2025	31/12/2024	31/12/2023
<b>Activo</b>	<b>3.859.805</b>	<b>4.326.175</b>	<b>4.064.449</b>
Activo Corriente	171.440	176.056	348.784
Activo no Corriente	3.688.365	4.150.118	3.715.665
<b>Pasivo</b>	<b>2.955.897</b>	<b>3.473.492</b>	<b>2.824.745</b>
Pasivo Corriente	108.102	170.594	176.582
Pasivo no Corriente	2.847.795	3.302.898	2.648.163
<b>Patrimonio</b>	<b>903.908</b>	<b>852.683</b>	<b>1.239.704</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>3.859.805</b>	<b>4.326.175</b>	<b>4.064.449</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>1,59</b>	<b>1,03</b>	<b>1,98</b>
<b>Patrimonio en USD</b>	<b>22.856</b>	<b>19.350</b>	<b>31.769</b>

Fuente: EE.CC del Fideicomiso Financiero

**Nota:** el pasivo no corriente incluye intereses contingentes

Al tipo de cambio de cierre (\$ 39,548) el patrimonio contable equivalía a unos USD 22.86 millones.

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

Al 30/06/2025, el valor nominal de los títulos<sup>4</sup> mixtos arroja una cifra equivalente a unos USD 85.6 millones, compuesto por USD 60 millones que corresponden al importe de la emisión (capital) y el resto a intereses capitalizados (Nota 9.1 a los EE CC al 30/6/2025).

El pasivo financiero a esa fecha es de USD 72 millones de los cuales USD 62.4 millones corresponden a los T.M (incluye intereses capitalizados) y USD 9.6 millones a pasivos bancarios.

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

Concepto	30/6/2025	30/6/2024	31/12/2024
Ingresos por alquileres	167.599	138.799	284.903
Cambio de valor de las inversiones	(422.021)	98.476	192.610
Gastos Operativos	(66.034)	(59.885)	(115.837)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>(320.456)</b>	<b>177.389</b>	<b>361.676</b>
Resultados Financieros	385.031	(122.919)	(822.817)
<b>Resultado antes de impuestos</b>	<b>64.574</b>	<b>54.470</b>	<b>(461.141)</b>
IRAE	(13.349)	(70.000)	74.120
<b>Resultado Integral del periodo</b>	<b>51.225</b>	<b>(15.531)</b>	<b>(387.021)</b>

Fuente: EE.CC del Fideicomiso Financiero

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

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

En el periodo se generaron intereses contingentes por unos USD 2.8 millones además de los intereses fijos. Posteriormente a la fecha de cierre del semestre (21/08/2025) se dispuso el pago anticipado de Fondos Netos Distribuibles a los beneficiarios por USD 871 mil con cargo a intereses fijos.

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

### **Riesgos Considerados**

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

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

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

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

## IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

### 1. Bienes fideicomitidos y aspectos descriptivos del proyecto

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

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

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

### 2. Evaluación de la inversión, riesgos asociados y sensibilizaciones

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

Los niveles de ocupación de los inmuebles propiedad del Fideicomiso se mantienen firmes. Si bien hay una pequeña reducción en el porcentaje de ocupación respecto de fines de 2025, se lograron arrendar dos locales importantes de un centro comercial (que aún no figura en el indicador), y se mantiene ahora apenas por debajo del 97%. La leve reducción en la ocupación se explica por la entrega por parte de un arrendatario de un sector de un parque de logística, pero ya se han realizado gestiones para arrendarlo nuevamente. El FFIRI mantiene un flujo de ingresos por arrendamientos que tiene un adecuado nivel de diversificación entre sectores de actividad, localización y objeto de los inmuebles, lo que permite mitigar los riesgos de vacancia y robustece por tanto el flujo de ingresos del Fideicomiso.



Adicionalmente, de acuerdo a información al cierre del 2024, el valor total de los inmuebles asciende a USD 94,8 millones. Esto se ubica casi 60% por encima de la emisión original. El cuadro 5 resume los valores de tasación para los inmuebles del FFIRI.

En línea con las actualizaciones previas, la ocupación se mantuvo relativamente firme, en tanto varios inmuebles se encuentran totalmente ocupados y los desafíos de vacancia se concentran en los inmuebles comerciales que han atravesado una puesta a punto en los últimos años; y en el sector de oficinas. Los inmuebles del FFIRI se ubican en zonas atractivas, en especial los que refieren al sector logístico y de oficinas al este de Montevideo. En el caso de los inmuebles comerciales, de menor importancia relativa dentro de la cartera del FFIRI, mantienen ocupación por debajo del 50% pero tienen muy baja ponderación en la cartera. En este último, se ha cerrado un acuerdo con una tienda ancla relevante que ya se encuentra operando y se espera que contribuya a mejorar la ocupación de toda la propiedad.

**Cuadro 5: Valorización y ocupación de los inmuebles**

Propiedad	Tasación 31/12/22	Tasación 31/12/23	Tasación 31/12/24	Porcentaje de Ocupación
En millones de USD				
Propiedad 1 y 2	6,1	9,4	6,2	44%
Propiedad 3	7,7	7,8	8	100 %
Propiedad 4	13,6	13,6	13,8	100 %
Propiedad 5	7,7	7,8	7,8	84 %
Propiedad 6	7,1	7,7	7,1	100 %
Propiedad 7	8,2	7,3	7,3	100 %
Propiedad 8	18,5	28,2	24,6	98 %
Propiedad 9	4,9	4,6	4,6	100 %
Propiedad 10	9,1	9,5	9,0	100 %
Propiedad 11	5,8	6	6,4	100 %
<b>TOTAL</b>	<b>88,6</b>	<b>101,9</b>	<b>94,8</b>	<b>96,8%</b>

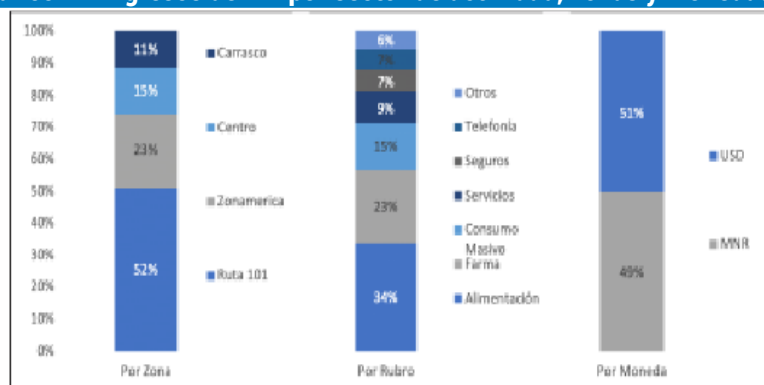
Fuente: Informe del operador Q2 de 2025

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

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

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

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



Fuente: Informe de Gestión ICP Q2 2025

### 3. Generación de Flujos y sensibilización

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

De acuerdo a la información del primer semestre 2025, si se asume que los costos operativos de los inmuebles y del Fideicomiso **se mantienen rígidos en el tiempo, los ingresos por alquileres del Fideicomiso deberían verse reducidos en 26% para que el Resultado financiero sea negativo**<sup>5</sup>. Cabe destacar que los fondos luego del servicio de deuda resultarían menores al año anterior, debido al aumento de la amortización de los préstamos del FFIRI (algunos créditos comienzan a amortizarse en 2025).

Los costos operativos del FFIRI vienen evolucionando por debajo de lo presupuestado en el primer semestre (-23%), compensando la leve caída en los ingresos esperados (-1,8%). En consecuencia, el resultado neto luego del pago del servicio de la deuda fue mejor en un 7% a lo presupuestado para el semestre.

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

<sup>5</sup>. Esta sensibilidad debe tomarse como una referencia y tiene muy baja probabilidad de ocurrencia. Incluso durante la crisis de 2020-21, estos registros se mantuvieron en niveles adecuados.

**Cuadro 6: Esquema del resultado Financiero del Fideicomiso al primer semestre 2025 en millones de dólares**

Concepto	Real	Presupuestado	Diferencia
Ingresos del Fideicomiso *	4,17	4,25	-1,8%
Intereses Fijos FF*	0,60	0,60	0,0%
Gastos fijos y variables (inc.IVA) *	1,05	1,05	0,8%
Gastos Operativos de inmuebles	0,53	0,69	-23,2%
Costo Financiero (Bancos)	0,87	0,87	0,0%
<b>RESULTADO</b>	<b>1,12</b>	<b>1,05</b>	<b>7,4%</b>

Fuente: Estimado por CARE en base a ICP.

\* Datos estimados

## Riesgos considerados:

**Riesgo de generación de flujos.** A partir de lo anterior se trata de señalar la capacidad de generar los flujos en el plazo pactado. De acuerdo al desempeño del FFIRI, la ocupación de los inmuebles y el flujo de arrendamientos, junto a una adecuada diversificación de activos, se considera que existe un riesgo muy bajo de generación de los flujos. *Riesgo muy bajo.*

**Riesgo de descalce de monedas.** Por lo anteriormente expuesto, en especial por la diversificación de activos, se considera que este *riesgo es medio/bajo*

## V. EL ENTORNO

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

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

### 1. Entorno macroeconómico nacional e internacional

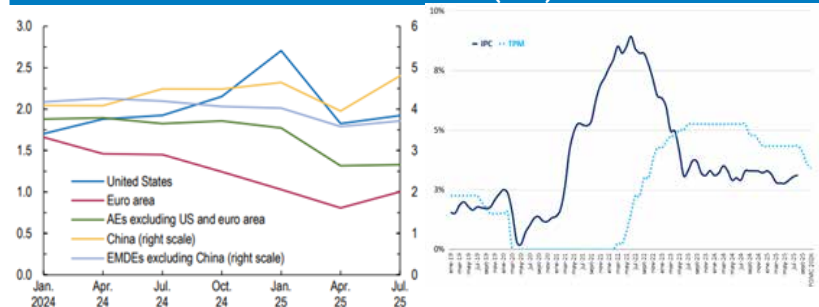
Luego de la pandemia de 2020-2021 y sus efectos económicos y financieros, la economía global rebotó y emergieron brotes inflacionarios producto de las políticas fiscales y monetarias expansivas desplegadas en respuesta a la crisis sanitaria global. En 2024, la economía mundial creció 3,3%, mientras que 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 más 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 2 y 3– 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.

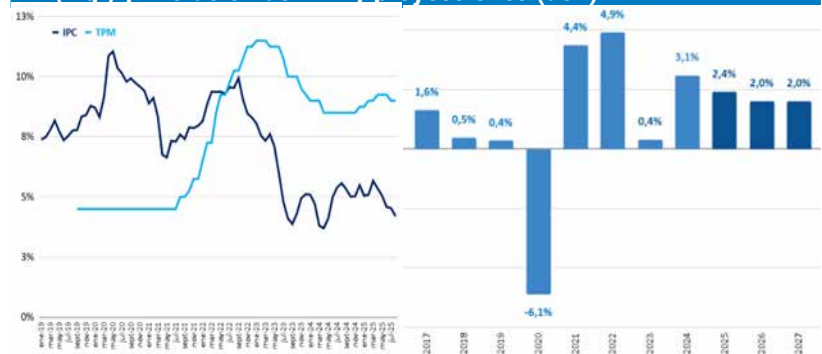
Luego de un 2024 en el cual el dólar se apreció en Uruguay, siguiendo la tendencia global y algunos eventos de risk off como la incertidumbre política por el plebiscito de la Reforma de Seguridad Social, este fenómeno se revirtió completamente en lo que va del año. Esto implicó que, luego de la corrección 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 tasas de interés de referencia, expandiendo la política monetaria en el margen<sup>6</sup>. 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

<sup>6</sup> . A octubre de 2025, la TPM se ubica en 8,25%, producto de una reducción de 50 pbs en el último COPOM.

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 converge a 2% durante 2026-27, reflejando un crecimiento moderado en ausencia de shocks positivos sobre la inversión o el sector externo.

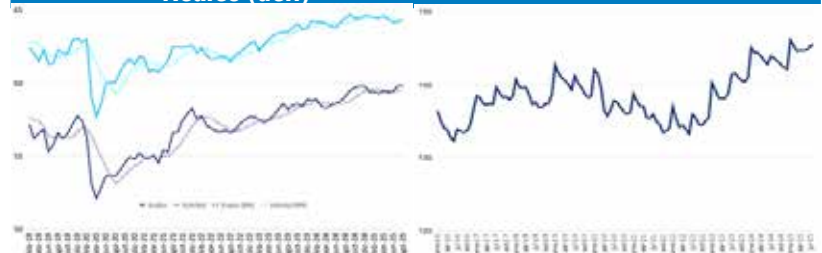
**Gráfico 4 y 5 – Tasa de Política Monetaria e Inflación en Uruguay (izq.) y Evolución del PIB y proyecciones (der.)**



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.

**Gráfico 6 y 7– Mercado laboral (izq) e Índice Medio de Salarios Reales (der.)**



Fuente: INE

## 2. Mercado inmobiliario

### a. 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.

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.

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

## **2.a.i Oficinas A y A +**

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

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

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

### **i. Oferta de oficinas**

De acuerdo con Uruguay XXI, el stock de oficinas A y A+ ha crecido de forma sostenida en los últimos treinta años, con especial énfasis durante la última



década y con varios emprendimientos que se han ido incorporando al stock en los últimos meses, con otros en proceso. Según Workplace Real Estate, al cierre de 2023, la oferta total de oficinas superaba los 330 mil m<sup>2</sup>, creciendo casi 6% respecto a un año antes. Lo anterior refuerza el dinamismo del sector y reafirma la creación de nuevas centralidades, con el corrimiento geográfico de la oferta, incluso a Punta Del Este. Adicionalmente, algunos hoteles de Montevideo se han transformado en espacios de oficinas, tendencia reciente que implica adaptar espacios y reafirma el atractivo del sector.

Hacia adelante, se espera que el stock de metros cuadrados en espacios corporativos A y A+ continúe expandiéndose sobre todo en 2025, cuando se espera que finalicen las obras de espacios en Zona Franca y Montevideo, además de algunos proyectos en Punta del Este. Se estima la incorporación de más de 70 mil m<sup>2</sup> en 2025, de los cuales la mitad será en un emprendimiento en Pocitos Nuevo, que continúa consolidándose como la nueva centralidad del sector corporativo en Montevideo.

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

### ii. Demanda, vacancia y precios

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

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

En relación a los precios de arrendamientos de oficinas, estos han aumentado durante 2023-24. Según el último relevamiento de Workplace<sup>7</sup>, los precios de alquileres para oficinas A y A+ se ubican en 18 USD y 28 USD por metro cuadrado, aumentando levemente respecto a un año atrás. Si a estos precios se le agregan los gastos comunes, el precio total se ubica entre 23 USD y 33 USD

<sup>7</sup>. Último reporte disponible al primer trimestre de 2024.

de acuerdo con las prestaciones y nivel de la oficina. Se ratifican las diferencias geográficas y de prestaciones de las oficinas, con impacto en el precio final.

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

### 2.a.ii Logística

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

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

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

**Cuadro 7: Comercio de bienes (Uruguay en millones de USD, Mundo en miles de millones de USD)**

Datos	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Var. 24/17
Uruguay. Export.	7.897	7.502	7.681	6.823	9.539	11.185	9.187	10.215	29,4%
Uruguay. Import.	8.458	8.893	8.246	7.563	10.320	12.973	12.486	12.523	48,1%
Mundo. Export.	17.743	19.546	19.005	17.645	22.284	25.621	23.783	24.431	37,7%

Fuente: INALOG

**Cuadro 8: Comercio de bienes (Índice promedio de volumen físico)**

Datos	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Var. 24/17
Uruguay. Export.	156	147	156	142	174	185	162	197	26,3%
Uruguay. Import.	196	194	192	191	223	240	260	265	35,2%
Mundo. Export.	126	139	135	125	158	177	169	173	37,3%

Fuente: INALOG

Mayores volúmenes exportados e importados requieren de mayores servicios: transporte, almacenaje, distribución, etc. En el siguiente cuadro se presenta la evolución de cargas en el puerto de Montevideo, que muestra como era de esperarse un crecimiento continuo en todas las modalidades de carga.

**Cuadro 9: Puerto de Montevideo: Toneladas movilizadas por modalidad de carga**

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

Fuente: INALOG

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

### 3. Las políticas públicas

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

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

En cuanto al mercado de oficinas, no se esperan cambios sustanciales desde las políticas públicas, al tiempo que el esquema de trabajo presencial parece volver a la normalidad de forma paulatina. El único elemento que podría impactar indirectamente en el sector de oficinas se refiere a la legislación del trabajo, en especial en lo que refiere al trabajo a distancia. Si bien se ha promulgado una Ley de Teletrabajo (n°19.978) que no parece haber modificado las preferencias de las empresas y trabajadores, este tema es aún incipiente y podría ser sujeto de revisión en algún momento. En cuanto a la oferta de oficinas, los estímulos fiscales asociados a los regímenes generales de COMAP o a emprendimientos de Gran Dimensión Económica han sido un elemento que ha apuntalado algunos desarrollos recientes en el mercado de oficinas del segmento A + y A. Sin embargo, las autoridades del Gobierno entrante han planteado la posibilidad de estudiar y revisar los regímenes de promoción y estímulos fiscales en un sentido amplio. Si bien 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.

#### 4. Conclusiones sobre el entorno

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

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

### VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

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

*En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos - tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación BBB + (uy)<sup>8</sup> de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.*

Por Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrian Tambler

<sup>8</sup>. **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. **La inclusión del signo + indica que la calificación se acerca al escalón superior. Grado de Inversión mínimo.**