

## ACTUALIZACIÓN DE CALIFICACIÓN DE RIESGO DE OBLIGACIONES NEGOCIABLES DE OFERTA PÚBLICA DE LA TAHONA INVERSIONES

*Montevideo, noviembre de 2025*

|    |                                            |
|----|--------------------------------------------|
| 4  | RESUMEN GENERAL                            |
| 6  | I INTRODUCCIÓN                             |
| 10 | II EL PAPEL                                |
| 13 | III LA EMPRESA                             |
| 19 | IV EL PROYECYO Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS |
| 22 | V EL ENTORNO                               |
| 39 | VI CALIFICACIÓN DE RIESGO                  |

**ACTUALIZACIÓN DE CALIFICACIÓN DE RIESGO OBLIGACIONES NEGOCIABLES DE OFERTA  
PÚBLICA DE LA TAHONA INVERSIONES  
20 - noviembre - 2025**

|                                             |                                                                                                                                                                        |
|---------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Obligaciones Negociables</b>             | por USD 40.000.000 de (dólares americanos)                                                                                                                             |
| <b>Fecha de emisión:</b>                    | diciembre 2021                                                                                                                                                         |
| <b>Amortizaciones:</b>                      | Anual a partir del quinto año                                                                                                                                          |
| <b>Interés:</b>                             | Anual y lineal de 5,75%, pagaderos semestralmente desde la fecha de emisión                                                                                            |
| <b>Emisor:</b>                              | La Tahona Inversiones S.A                                                                                                                                              |
| <b>Garantía:</b>                            | Fianza solidaria de Runtuna S.A y Fideicomiso de Garantía Tahona constituido por inmuebles, créditos por cobrar y efectivo. El Fiduciario es Trust Management BKZR SAS |
| <b>Entidad Representante y Registrante:</b> | Bolsa de Valores de Montevideo                                                                                                                                         |
| <b>Plazo:</b>                               | 10 años                                                                                                                                                                |
| <b>Comité de Calificación:</b>              | Adrian Tamber, Martin Durán y Julio Preve                                                                                                                              |
| <b>Asesor jurídico:</b>                     | Dr. Leandro Rama                                                                                                                                                       |
| <b>Calificación de riesgo:</b>              | BBB.uy <sup>1</sup>                                                                                                                                                    |
| <b>Vigencia de la calificación:</b>         | 30 de abril de 2026                                                                                                                                                    |
| <b>Manual utilizado:</b>                    | Manual Calificación de Títulos emitidos por Empresas <sup>2</sup>                                                                                                      |

<sup>1</sup>. La nota puede cambiar ante la aparición de hechos relevantes

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

## Resumen General

***CARE ha actualizado la calificación de las Obligaciones Negociables de oferta pública de La Tahona Inversiones, manteniendo la nota BBB (uy) de grado inversor.***

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 tal como se consigna en el informe jurídico cuyas principales conclusiones se resumen en la Sección II y fue adjuntado en la calificación original. En este sentido, la estructura jurídica prevista se juzga adecuada para cumplir sus cometidos y la emisión cumple con un apropiado grado de cobertura.
- Se evalúa positivamente los antecedentes de la empresa (La Tahona Inversiones-LTI) en el marco del grupo al que pertenece (Tahona-Runtuna SA), la cual ofrece el conocimiento y la experiencia necesaria en el sector y el negocio para el correcto desarrollo del proyecto. En este sentido, el modelo de desarrollo replica el de emprendimientos anteriores.
- Se evalúa positivamente el atractivo del proyecto de cara al público objetivo al que se dirige. La zona y las características físicas del proyecto se amalgaman correctamente con la demanda por este tipo de productos y permite explotar un nicho de mercado en expansión como lo son los Barrios Privados. El producto ofrecido por LTI ya ha sido validado por el mercado y se han comercializado las primeras etapas.
- La emisión de Obligaciones Negociables alcanza 40 millones de dólares con un plazo de diez años. Estas ONs semestralmente pagan un interés lineal anual de 5,75% y serán amortizadas en seis años consecutivos a partir del quinto año con una cadencia anual de 10% el primer año, 15% los siguientes dos años y 20% los restantes tres años.
- Un negocio que desde el punto de vista económico-financiero para el obligacionista soporta una serie de escenarios de estrés a los que la calificadora sometió al proyecto. CARE realizó distintas simulaciones sobre las principales variables del proyecto que fueron incluidas en la calificación original. Los resultados obtenidos fueron satisfactorios en tanto en opinión de CARE, el emisor podría afrontar el pago de estas obligaciones bajo los escenarios evaluados. Los precios de venta de los lotes comercializados se ubican por encima de lo previsto originalmente.
- Adicionalmente, existen dos elementos que mitigan parcialmente los riesgos de repago de las obligaciones contraídas por el Administrador. Por una parte, la emisión implicó la creación de un Fideicomiso de Garantía que debe contar con las coberturas necesarias para hacer frente a las obligaciones previstas en las Obligaciones Negociables. A principios de noviembre 2025, el Fideicomiso tenía tierras y efectivo que cubren ampliamente el valor de la emisión de ONs. Paralelamente, Runtuna SA es fiador solidario de La Tahona Inversiones, respaldando financieramente a ésta.

- Luego de la crisis 2020-2021 el sector inmobiliario retomó el dinamismo, reflejado en un incremento de la transaccionalidad y el desarrollo de nuevos emprendimientos tanto en el sector vivienda como de real estate corporativo. En particular para la vivienda, este escenario se benefició de la apreciación real del peso, el aumento del ingreso de los hogares y un aumento del crédito hipotecario. No es esperable cambios significativos en el contexto macroeconómico y sectorial que modifiquen sustancialmente el desempeño reciente del mercado, 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.
- El mercado de Barrios Privados es un nicho de mercado que se encuentra en expansión y con preferencias por desarrollos en la zona Este de Montevideo y Canelones. El producto ha sido testeado exitosamente en el mercado a través de la comercialización de los primeros lotes. Incluso, la crisis sanitaria de 2020-21 dio un impulso al crecimiento de este tipo de soluciones de vivienda que prioriza el espacio, el paisaje y la creación de centros de servicios propios, tendencia que se ha consolidado en los últimos años. Es de notar que en 2022-2023 se han lanzado varios emprendimientos en la zona cercana al proyecto liderado por LTI, en línea con el plan de desarrollo previsto para esa zona. En 2024 algunos de estos desarrollos tuvieron problemas de liquidez y solvencia que implican una señal de atención sobre el sector. El mismo grupo económico ha lanzado posteriormente una nueva emisión de ONs calificada con grado inversor por otra calificadora, bajo otra empresa (LTD).
- El desarrollo del eje Camino de los Horneros bajo el Plan de ordenamiento territorial municipal y el atractivo de la zona, denotan un creciente interés por el desarrollo inmobiliario en la zona de influencia del proyecto. Las políticas públicas parecen apuntar o no interferir negativamente en el desarrollo de estos emprendimientos. En Montevideo la normativa municipal no permite barrios privados, y la tierra disponible es relativamente más escasa, ambos elementos que favorecen el desarrollo de la zona de influencia de este proyecto. El Gobierno ha prorrogado los incentivos a proyectos de Gran Dimensión Económica en 2025, lo que mantiene incambiado este régimen que fue uno de los impulsores de la inversión en barrios privados en los últimos años. Hacia adelante, estos estímulos fiscales podrían ser revisados para nuevos proyectos.

## I. INTRODUCCIÓN

### Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para realizar la calificación de riesgo de las obligaciones negociables emitidas por La Tahona Inversiones.

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 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 la capacidad de pago de los compromisos contraídos en las condiciones originales pactadas de monto, moneda, plazo y tasa de interés. El riesgo del inversionista es pues, el de la recuperación del monto invertido en el plazo indicado, en la moneda acordada, más un interés. En efecto, se trata de una emisión de obligaciones negociables con tasa de interés fija del 5,75% anual a pagar con una frecuencia semestral y amortizaciones que comienzan a partir del quinto año.

CARE Calificadora de Riesgo es una calificadora con registros y manuales aprobados por el Banco Central del Uruguay con fecha 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 Adrián Tamber, Martín Durán Martínez y Julio Preve. Asimismo, CARE contrató los servicios del Dr. Leandro Rama para la realización del informe jurídico que se adjuntó en la primera calificación de estas Obligaciones Negociables.

La vigencia de esta calificación es hasta el 30 de abril de 2026. No obstante, la misma puede variar ante la aparición de hechos relevantes.

## 2. Antecedentes generales

- El objetivo de la emisión es obtener financiamiento para desarrollar los barrios privados Cavas, a desarrollarse en la zona de Camino de los Horneros, siguiendo el modelo de desarrollo característico del Grupo Tahona. Este implica transformar padrones rurales en barrios privados, con amplios servicios y amenities para un nicho de mercado de hogares de ingresos altos y muy altos. El modelo de desarrollo implica la venta secuencial de terrenos de forma de capturar la plusvalía generada mediante el desarrollo urbanístico y los servicios asociados.

- Se emitieron ONs por USD 40 millones, con un plazo de 10 años. Las ONs pagan un interés anual de 5,75% sobre saldos y se amortizan a partir del año 5°, con una cadencia de 10%, 15%, 15%, 20%, 20% y 20% del monto emitido originalmente, en ese orden. El emisor podrá rescatar anticipadamente las obligaciones negociables de forma parcial o total, de acuerdo a lo establecido en los términos y condiciones de la emisión.
- La emisión de ONs se acompaña de la creación de un Fideicomiso de Garantía, cuyo Fiduciario es BKZR Trust Management y tiene por objetivo garantizar el flujo de fondos comprometido con los obligacionistas. Como fue mencionado, esta garantía es reforzada con la fianza solidaria a la cual se compromete Runtuna S.A..
- Si bien La Tahona Inversiones es una sociedad nueva, y el vehículo en esta estructura típica de un Project Finance, forma parte del Grupo Tahona que ha desarrollado varios emprendimientos en la zona y cuenta con amplia experiencia y desarrollo de marca en la creación de barrios privados y clubes de campo. Sobre este valor agregado y la experiencia acumulada, se asientan las bases para la creación de este nuevo emprendimiento. Este a su vez se beneficia de las disposiciones del MVOT y los planes de ordenamiento territorial a nivel departamental, en especial el Plan Camino de los Horneros que prevé el desarrollo de barrios privados en la zona.
- La cadencia de ventas prevista y los precios estimados se juzgan adecuados y soportan distintas sensibilidades a las cuales CARE sometió el flujo de fondos. Es importante notar que los precios previstos en este proyecto son menores que los relevados en otros desarrollos del grupo Tahona y otros competidores en la zona de Carrasco. A su vez, los precios a los cuales se comercializaron los lotes en la primera etapa superan los previstos en el modelo de negocios original.
- Los desarrollos previstos tendrán características similares a los realizados en otros emprendimientos del Grupo Tahona. Esto es, padrones de 1.000 m2 con amenities y servicios generales (alumbrado, seguridad, paisaje, ecosistema, entre otros). Si bien no forma parte del proyecto original, se abre la posibilidad de que uno de los barrios admita unidades de propiedad horizontal siguiendo el modelo desarrollado con anterioridad.
- El grupo económico lanzó otra emisión de ONs por hasta USD 100 millones bajo otra empresa denominada La Tahona Desarrollos (LTD). Esta emisión a 6 años, tiene como objetivo desarrollar un nuevo proyecto de viviendas "llave en mano" en terrenos que son propiedad de La Tahona Inversiones (LTI) y requiere una inversión estimada de USD 171 millones. Es de notar que esta emisión ha recibido el grado inversor por parte de otra calificadora en octubre de 2023. Los ingresos obtenidos por la emisión de ON Serie I se utilizaron en parte para adquirir terrenos pertenecientes a LTI.
- En 2023 y luego de la fusión de los padrones de Cavas y su transformación a suelo suburbano, se han comenzado a escriturar las primeras ventas.

- En octubre de 2024 se lanzó la segunda serie de ONs de LTD por un monto de USD 40 millones, ya integrados. Estos títulos pagan una tasa de interés anual de 8,25%, pagadera semestralmente y amortizan el capital a partir del sexto año durante dos años. Esta emisión tiene como objetivo continuar financiando el desarrollo de barrios privados de LTD, que apunta a modelos de casas llave en mano y edificios corporativos. Las ONs emitidas por LTD son calificadas con grado inversor por parte de otra calificadora.
- En agosto de 2024 se realizaron tasaciones sobre Cavas II, a cargo de Mario Stefanoli. Se trata de dos áreas de 167 mil y 155 mil metros cuadrados, con un valor estimado de USD 46 millones y USD 43 millones, respectivamente.

### 3. Hechos salientes del período

- Al 30 de junio de 2025, BKZR en calidad de Fiduciario del Fideicomiso de Garantía informa que el Fideicomiso mantiene tierras y efectivo por un valor de más de USD 57 millones. Estos representan una garantía de casi USD 48 millones, según lo definido en el Fideicomiso de Garantía, por lo que cubren ampliamente el valor de la emisión (USD 40 millones). El porcentaje de cobertura sería del 122% (relación entre el valor de la garantía y el saldo adeudado. Según información posterior aportada por la empresa a la Calificadora, el grado de cobertura al 7 de octubre de 2025 sería apenas inferior, pero igual cubre ampliamente la emisión (118%).
- Para los primeros 9 meses del 2025, los ingresos por ventas vienen levemente por debajo del año 2024 en los barrios Cavas. Por su parte, el precio de venta se mantiene en niveles similares a los del año anterior, o por debajo en algunos casos puntuales, -en dólares por m2- aunque por encima de lo previsto originalmente.
- En marzo de 2025 el Gobierno decidió prorrogar los incentivos a proyectos de Gran Dimensión Económica por este año, lo que mantiene incambiado este régimen por 2025 que fue uno de los impulsores de la inversión en barrios privados en los últimos años.
- En noviembre de 2025 el BCU informó que se canceló la inscripción de Runtuna SA como emisor de valores de oferta pública. En efecto, en setiembre de 2025 la empresa había comunicado al BCU como hecho relevante que había cancelado totalmente las ON's convertibles en acciones y que no tenía intenciones de volver a tomar financiamiento público.

### 4. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- EECC intermedios de La Tahona Inversiones al 30/06/2025
- Informe de Ventas al 30/09/2025
- Cuentas por Cobrar LTI al 30/09/2025
- Stock de unidades y precios vigentes al 30/09/2025
- Reporte sobre cuenta Escrow al 17/10/2025



- Informe sobre Fideicomiso de Garantía Tahona realizado por BKZR Trust Management al 30/06/2025
- Activos del Fideicomiso de Garantía Tahona al 7 de octubre de 2025
- EECC intermedios de Runtuna al 30/06/2025
- Encuesta periódica de RESEARCH Uruguay a julio de 2025 sobre la oferta y la demanda inmobiliaria, contratada para CARE.
- "Informe Sectorial Inmobiliario sobre el Mercado de Viviendas"; setiembre 2025. Ec. Mayid Sáder y la Ec. Serrana Calvette.
- Calificación original y actualizaciones
- Calificación de emisión de ONs de LTD por otra calificadora

## II. EL PAPEL

Se ofrecen en oferta pública obligaciones negociables de La Tahona Inversiones, no convertibles en acciones. Adicionalmente se crea un Fideicomiso de Garantía administrado por Trust Management BKZR quien será el fiduciario y velará por el cumplimiento de las razones establecidas en los documentos de emisión. Este contrato, los certificados y los demás contratos citados previamente se analizan en la presente sección.

### 1. Descripción general

|                                             |                                                                                                                             |
|---------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Denominación:</b>                        | Obligaciones Negociables de Oferta Pública No Convertibles en Acciones de La Tahona Inversiones                             |
| <b>Emisor:</b>                              | La Tahona Inversiones                                                                                                       |
| <b>Fiduciario</b>                           | (Fideicomiso de Garantía Tahona): Trust Management BKZR                                                                     |
| <b>Entidad Representante y Registrante:</b> | Bolsa de Valores de Montevideo (BVM)                                                                                        |
| <b>Títulos a emitirse:</b>                  | Obligaciones Negociables                                                                                                    |
| <b>Activos:</b>                             | Bienes inmuebles, Créditos por cobrar y fondos líquidos mantenidos en propiedad fiduciaria por el fideicomiso de garantía.  |
| <b>Moneda:</b>                              | Dólar billete                                                                                                               |
| <b>Importe de la Emisión:</b>               | USD 40 millones                                                                                                             |
| <b>Pagos:</b>                               | Semestrales con interés de 5,75% anual. Amortización en los últimos 6 años, según procedimiento establecido en el contrato. |
| <b>Plazo:</b>                               | 10 años                                                                                                                     |
| <b>Calificadora de Riesgo:</b>              | CARE Calificadora de Riesgo.                                                                                                |
| <b>Calificación de Riesgo:</b>              | BBB.uy                                                                                                                      |

### 2. El análisis jurídico

El Informe de Contingencias Jurídicas completo se incluyó como anexo al final de la calificación original. A continuación, se detallan los principales aspectos y conclusiones que allí se contienen.

Después de haber analizado y relevado la información jurídica y contractual vinculada a la emisión de Obligaciones Negociables de La Tahona Inversiones, la información de la propia empresa y el holding del cual es parte, los contratos entre las partes involucradas en la emisión, entre otra información relevante, el informe jurídico señala que la estructura jurídica cumple con los requisitos formales. En especial, señala que la estructura de financiamiento tiene características de un Project Finance a través de la creación de una empresa vehículo cuyo único objetivo es el de llevar adelante un proyecto productivo mediante el cual se generen los recursos necesarios para cumplir con las obligaciones contraídas con los agentes que lo financiaron. En este sentido, el informe señala que: ***“la estructura jurídica luce adecuada para cumplir su finalidad intrínseca y no se aprecian obstáculos insalvables para el cumplimiento puntual y total de los valores a emitirse.”***

En relación a los términos y condiciones de la emisión, se trata de una emisión de hasta USD 40.000.000 con un interés base de 5,75% lineal anual, un interés por mora de 3% que se adiciona al interés base y un período de amortización que cubre los años 5 al 10 desde la emisión, con una cadencia de 10% el quinto año, 15% los siguientes dos y por último 20% los últimos tres años. Los criterios de cancelación o rescate se encuentran adecuadamente establecidos. Por último, las características específicas del programa de Emisión (metodología, tramos de la Suscripción e Integración), se replican en lo medular las normas y recomendaciones bancocentralistas para este tipo de emisiones.

Por último, y vinculado a lo anterior, se destacan los principales elementos que refieren a las garantías que existen sobre la emisión. Por un lado, se crea un Fideicomiso de Garantía que cumple con las exigencias normativas, que contará con bienes, derechos y efectivo para hacer frente a los pagos relacionados a la emisión. La relación entre el Patrimonio Fiduciario y el saldo adeudado por Capital Adeudado es uno a uno. Sin embargo, dentro del Patrimonio Fiduciario, los inmuebles se tomarán al 85% del valor de tasación; los créditos cedidos se considerarán al 90% de su valor nominal siempre que el tercero adquirente no haya dejado de pagar 3 cuotas consecutivas; los Fondos Líquidos se tomarán siempre al 100% de su valor; Estos elementos se juzgan claves ***“para garantizar la satisfacción puntual y total del crédito de los obligacionistas beneficiarios”***

Al punto anterior, se agrega el rol de la fianza solidaria provista por RUNTUNA S.A, la cual es sin dudas un refuerzo de garantía importante para el derecho de crédito de los obligacionistas. Tal como se describe en el Informe Jurídico, esa garantía se añade al Fideicomiso que viene de comentarse y tiene singular importancia ya que el fiador de la operación es la empresa principal RUNTUNA S.A. En efecto, se constituye en fiadora solidaria e indivisible, lisa y llana pagadora de cualquier obligación presente o futura que por las Obligaciones Negociables asuma LA TAHONA INVERSIONES S.A. de acuerdo a lo previsto en el Documento de Emisión de las Obligaciones Negociables y el Prospecto Informativo elaborado al respecto, frente a los Obligacionistas, incluidos pero no limitados al pago de capital, intereses, multas, daños y perjuicios, costas y costos y demás conceptos derivados directa o indirectamente del incumplimiento de cualquier disposición incluida en los términos de la emisión de las Obligaciones Negociables. Además, renuncia a los beneficios de excusión y división y a condicionar su obligación a la intimación judicial al Emisor<sup>3</sup>.

<sup>3</sup>. Artículo 2121 del Código Civil.  
*“Aunque el fiador no sea reconvenido, podrá requerir al acreedor, desde que sea exigible la deuda, para que proceda contra el deudor principal; y si el acreedor no lo hiciere, el fiador no será responsable por la insolvencia del deudor sobrevinida durante el retardo”.*

Antes de concluir, y también vinculado a las situaciones de incumplimiento, es relevante analizar las situaciones referidas a potenciales conflictos de interés entre la entidad representante y el Fiduciario del Fideicomiso de Garantía. En particular el informe destaca que ***“Se establece de forma expresa que en el caso que en el orden del día se encuentre la posibilidad de votar la Exigibilidad Anticipada de las ONs la BVM en su calidad de Entidad Representante no podrá asesorarse a partir de ese momento en adelante con ningún profesional del estudio Bado, Kuster, Zerbino & Rachetti”.***

Esto luce redactado en los Términos y Condiciones de la Emisión (Prospecto), en el punto 16.2 del Documento de Emisión y cláusula 8 del Contrato de Entidad Representante; lo cual es otra fortaleza de la estructura en un escenario contencioso subyacente en toda hipótesis de incumplimiento.

En suma, el informe de contingencias jurídicas concluye que ***“la emisión proyectada cuenta con un razonable grado de cobertura y no se advierten riesgos sustanciales que sugieran el incumplimiento insubsanable en el pago total y puntual de los Valores.”***

## Riesgos considerados

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

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

**Riesgo jurídico del sistema de garantías.** La estructura de la emisión y el papel detalla las garantías que tiene la emisión, destacándose el Fideicomiso de Garantía administrado por un fiduciario con experiencia y sus características y la fianza solidaria de Runtuna S.A ante eventuales impagos de LTI. *Se considera un riesgo muy bajo*

### III. LA EMPRESA

#### Naturaleza Jurídica

El Emisor es una sociedad anónima debidamente constituida bajo las leyes de la República Oriental del Uruguay que se dedica a la inversión en proyectos inmobiliarios.

Se trata de **La Tahona Inversiones S.A.** (en adelante LTI) siendo el Sr. Ignacio Añon Barfod, el Presidente del Directorio y único accionista.

LTI es una sociedad uruguaya regida por la ley 16.060. Fue constituida con el nombre Madoret SA, pero con fecha 26 de octubre de 2020 la Asamblea General Extraordinaria de Accionistas resolvió el cambio de nombre a La Tahona Inversiones SA. Dicho cambio ha sido aprobado por la Auditoria Interna de la Nación y publicado en el Diario Oficial con fecha 26 de marzo de 2021. La actividad principal de la empresa es la intermediación en compra, venta y arrendamiento de inmuebles.

Vale decir, se trata de una firma relativamente nueva y, en consecuencia, no registra aún antecedentes relevantes como para evaluar su calidad de emisor. Corresponde entonces realizar dicho análisis en base a los antecedentes de quienes la respaldan, tanto por el personal clave que lo integra como por tratarse de fiador solidario de las obligaciones de LTI. En la medida que desarrolle sin contratiempos la actividad que nos ocupa, será este el principal elemento a considerar en su evaluación.

#### Situación económica y financiera

En Asamblea de diciembre de 2020 se dispuso el cambio de fecha de cierre de ejercicio que era al 31 de enero y que a partir de entonces será cada 31 de diciembre.

El 17/12/2021 se procedió a la emisión de las Obligaciones Negociables por USD 40 millones (no convertibles en acciones) según condiciones que se describen en otra sección; sintéticamente se reiteran las más relevantes:

- se cancelará en un plazo máximo de 10 años es decir, vencerá indefectiblemente el 17/12/2031;
- se amortizará en 6 cuotas anuales a partir del 17/12/2026 (5 años de gracia para capital) según el siguiente programa: 10% la primera cuota; 15% las dos siguientes y 20 % las tres últimas.
- en cambio, los intereses se pagarán en forma semestral comenzando a los seis meses de la fecha de emisión y la tasa es del 5,75 % en dólares. Esto supone que durante el periodo de gracia (5 años) LTI deberá pagar USD 2.3 millones de intereses anuales los meses de junio y diciembre de cada año; venciendo la primera el 17/06/2022 ya que la emisión se produjo el 17/12/2021.
- Se constituyó un Fideicomiso de Garantía

El capital social de la sociedad es de \$ 200 millones de los cuales se han integrado \$ 87.5 millones (equivalentes a algo más de USD 2 millones). Esto se mantiene incambiado respecto al cierre del ejercicio 2024.

En el cuadro siguiente se presenta el cierre de su estado de situación intermedio al 30/06/2025 y su comparativo con cierres anteriores.

| Cuadro 1: Estado de Situación LTI (miles de USD) |               |               |               |
|--------------------------------------------------|---------------|---------------|---------------|
| Rubros                                           | 30-jun.-25    | 31-dic.-24    | 31-dic.-23    |
| <b>Activo</b>                                    | <b>59.957</b> | <b>56.569</b> | <b>61.429</b> |
| Activo Corriente                                 | 19.827        | 16.131        | 18.758        |
| Activo no Corriente                              | 40.131        | 40.438        | 42.671        |
| <b>Pasivo</b>                                    | <b>58.754</b> | <b>54.637</b> | <b>60.189</b> |
| Pasivo Corriente                                 | 14.245        | 11.210        | 17.030        |
| Pasivo no Corriente                              | 44.509        | 43.427        | 43.159        |
| <b>Patrimonio</b>                                | <b>1.203</b>  | <b>1.932</b>  | <b>1.240</b>  |
| <b>Total Pasivo y Patrimonio</b>                 | <b>59.957</b> | <b>56.569</b> | <b>61.429</b> |
| <b>Razón Corriente</b>                           | <b>1,39</b>   | <b>1,44</b>   | <b>1,10</b>   |

Fuente: EE.CC LTI SA

Parte de los activos, tal como se informa por parte del administrador del Fideicomiso de Garantía, se encuentra fideicomitado. A la fecha de cierre, el valor de los terrenos cedidos a dicho fideicomiso por parte del grupo empresarial era de USD 57.3 millones<sup>4</sup>.

En el cuadro siguiente se expone resumidamente el estado de resultados intermedios por el primer semestre de 2025 y su comparativo con ejercicios anteriores.

| Cuadro 2: Estado de Resultados LTI (miles de USD) |              |                |              |
|---------------------------------------------------|--------------|----------------|--------------|
| Rubros                                            | 30-jun.-25   | 30-jun.-24     | 31-dic.-24   |
| Ingresos operativos                               | 4.917        | 4.802          | 18.445       |
| Costo de Ventas                                   | (2.933)      | (4.166)        | (14.230)     |
| <b>Resultado Bruto</b>                            | <b>1.984</b> | <b>635</b>     | <b>4.215</b> |
| Gastos de adm y ventas                            | (1.093)      | (845)          | (1.767)      |
| Resultados diversos                               | 0            | -              | 0            |
| <b>Resultado Operativo</b>                        | <b>891</b>   | <b>(210)</b>   | <b>2.448</b> |
| Resultados financieros                            | (1.203)      | (1.205)        | (2.014)      |
| <b>Res. Antes de impuestos</b>                    | <b>(312)</b> | <b>(1.415)</b> | <b>434</b>   |
| Impuesto a la renta                               | (417)        | -              | 258          |
| <b>Resultado Neto</b>                             | <b>(729)</b> | <b>(1.415)</b> | <b>692</b>   |

Fuente: EE.CC LTI SA

En otra sección se da cuenta del avance de los negocios; se recuerda que las ventas de lotes no se reflejan contablemente hasta tanto no realizarse las escrituras correspondientes. También se destacan saldos y transacciones relevantes con partes relacionadas.

De acuerdo a las condiciones de la emisión, rige el periodo de restricción en la distribución de dividendos. En tal sentido, la sociedad no podrá distribuir dividendos hasta el ejercicio 2023 inclusive y en los dos siguientes (2024 y 2025) no podrá hacerlo por un monto superior a USD 1.5 millones en cada uno de ellos; entre otras restricciones. Hasta ahora esto no ha ocurrido.

<sup>4</sup>. Valor informado al cierre del semestre, algo mayor del valor informado por el fiduciario según se desprende del Cuadro 3 que tiene fecha de cierre del 7/10/2025.

## Garantías

En garantía de cumplimiento se establecen en primer lugar una serie de **“covenants”**, que incluyen ratios financieros que tienden a sostener determinado nivel de solvencia que garantice en todo momento la capacidad de repago del emisor. Estos se pueden agrupar de la siguiente manera:

- la veda o limitación de nuevas inversiones, extrañas a su giro principal, por parte del emisor.
- la prohibición de asociarse con su accionista directo, o con cualquiera de sus accionistas indirectos para realizar actividades comprendidas en el plan de negocios.
- las pautas para la distribución de dividendos y las exigencias de estados contables consolidados y auditados, donde claramente se limita el derecho de participación de los accionistas de la sociedad emisora en pos de sostener el ratio financiero favorable al obligacionista.
- la prohibición a LTI de enajenar sus acciones durante la vigencia de la emisión, en el entendido que dicha transferencia implique un cambio de control de la sociedad.
- Límite al otorgamiento de fianzas solidarias futuras por parte del emisor, entre otras

El no cumplimiento de los *covenants* configura lo que se denomina *deterioro de solvencia material del emisor* y es causal de caducidad anticipada, entre otras.

En particular, debe tenerse en cuenta las restricciones a la distribución de dividendos según cumplimiento de ratios de liquidez y endeudamiento tal como se describen en el Documento de Emisión.

Asimismo, en el Documento de Emisión se establece la obligatoriedad del Emisor de abrir una **Cuenta Escrow** en el Banco Heritage en la que deberá depositar antes del día 15 de cada mes una sexta parte del siguiente vencimiento semestral, ya sea de intereses o capital, lo que deberá informar a la Entidad Representante (BVM). LTI remitió a CARE copia de dicha cuenta al 17/10/2025 que contaba con un saldo de USD 903.921 (el 16/10 se acreditaron USD 191.667), en consecuencia se infiere que se viene cumpliendo con la mencionada condición ya que el próximo pago de intereses deberá hacerse el 17 de diciembre del corriente año.

Adicionalmente, se agregan otras dos garantías:

- **“Fideicomiso de Garantía Tahona”** constituido entre LTI en su calidad de Fideicomitente y Trust Management BKZR S.A.S en su calidad de Fiduciario. Esta última es una sociedad fiduciaria, constituida a los efectos de administrar patrimonios fiduciarios, y su legitimidad para participar en esta operación fue analizada en el informe jurídico que acompaña esta calificación y no mereció observación alguna.

El Contrato de Fideicomiso describe exhaustivamente todo lo concerniente al funcionamiento de este instrumento. Del contenido del mismo se destaca:

El objeto y la razón de este Fideicomiso es garantizar durante su vigencia y en todo momento, que se realice la amortización del pago del capital y los intereses del Beneficiario como Titular de las ONs emitida a su favor.

Serán bienes fideicomitidos lo usual en estos casos, en particular: inmuebles, fondos líquidos (incluyendo el producto de la emisión), créditos por venta de inmuebles etc. En todo momento deberá existir una relación uno a uno entre el valor de los bienes fideicomitidos (conforme a determinados criterios que establecen, entre otros, que los inmuebles serán considerados al 85 % de su valor de tasación y los créditos por cobrar al 90 %) y el saldo adeudado por las ON's emitidas. Los bienes fideicomitidos pueden ser sustituidos siempre que se respete esta relación; de no ser así, será causal de cancelación anticipada de las ON's.

Llegado el caso, el Fiduciario tiene la obligación de ejecutar la garantía en favor de los Beneficiarios.

Este Fideicomiso fue constituido el 16/7/2021. El Fiduciario informa sobre el estado de situación del Fideicomiso al 7 de octubre 2025, un resumen del mismo se muestra en el cuadro siguiente.

| <b>Cuadro 3: Situación Fideicomiso de Garantía (USD) al 7/10/2025</b> |                     |                      |                       |
|-----------------------------------------------------------------------|---------------------|----------------------|-----------------------|
| <b>Rubros</b>                                                         | <b>Valor actual</b> | <b>Valor a tomar</b> | <b>Total garantía</b> |
| Efectivo y equivalentes                                               | 61.696              | 1,00                 | 61.696                |
| Cuentas por cobrar                                                    | -                   | 0,90                 | -                     |
| Terrenos                                                              | 55.380.760          | 0,85                 | 47.073.646            |
| <b>Totales</b>                                                        | <b>55.442.456</b>   |                      | <b>47.135.342</b>     |
| <b>Emisión de ON</b>                                                  |                     |                      | <b>40.000.000</b>     |
| <b>Cobertura s/ contrato</b>                                          |                     |                      | <b>118%</b>           |

Fuente: Trust Management BKZR SAS

En el cuadro precedente se muestra el efectivo o equivalente en el dominio fiduciario así como el valor de los terrenos los que, de acuerdo a las pautas establecidas en la garantía, se toman por el 85 % de su valor actual. Puede observarse que la relación de los bienes fideicomitidos (tomados al valor indicado en las pautas indicadas) supera en un 18 % al valor de la emisión.

Asimismo, al encontrarse en la etapa de venta de lotes, en la medida que se liberan aquellos lotes vendidos, se sustituyen por otros inmuebles de manera de mantener el valor de los bienes fideicomitidos en el nivel requerido.

### • Fianza solidaria de parte de Runtuna SA<sup>5</sup>

Como se decía líneas arriba, LTI es una sociedad relativamente nueva y por lo tanto carece de historial que respalde una operación de este tipo. Estos antecedentes hay que buscarlos en el grupo empresarial que respalda a este emisor, en este caso Runtuna SA que, además, en esta operación actuará como fiador solidario de las obligaciones asumidas por LTI.

En ocasión de la calificación original se hizo un exhaustivo análisis de la firma de forma tal de evaluar su capacidad operativa y patrimonial que incluye además su comportamiento ante operaciones financieras análogas a esta que nos ocupa; dicha evaluación resultó satisfactoria por lo que se considera innecesario reiterarla en esta ocasión

No obstante, resulta pertinente hacer el seguimiento de la situación patrimonial de la empresa fiadora por su condición de tal y porque la misma está condicionada al cumplimiento previo de sus obligaciones financieras.

<sup>5</sup> La presente fianza se encuentra sometida a la condición suspensiva de que el Fiador (Runtuna SA) cancele de forma total el pago del capital e intereses adeudados y haya cumplido con todas sus obligaciones según la emisión pública de las ON's convertibles en acciones que fueran emitidas por dicha sociedad el 10/07/2015, contemplando todas las modificaciones que la emisión pueda sufrir, sobre todo en lo que respecta a su plazo. Esto ocurrió el 10/7/2025.



En el cuadro siguiente se expone resumidamente el estado de situación de Runtuna SA consolidado al cierre del primer semestre de 2025 y su comparativo con periodos anteriores.

| Cuadro 4: Estado de Situación Runtuna SA (miles de USD) |               |               |               |
|---------------------------------------------------------|---------------|---------------|---------------|
| Rubros                                                  | 30-jun.-25    | 31-dic.-24    | 31-dic.-23    |
| <b>Activo</b>                                           | <b>50.514</b> | <b>54.141</b> | <b>52.367</b> |
| Activo Corriente                                        | 17.999        | 13.182        | 12.647        |
| Activo no Corriente                                     | 32.515        | 40.959        | 39.719        |
| <b>Pasivo</b>                                           | <b>27.842</b> | <b>31.398</b> | <b>26.538</b> |
| Pasivo Corriente                                        | 17.062        | 14.924        | 12.051        |
| Pasivo no Corriente                                     | 10.779        | 16.473        | 14.487        |
| <b>Patrimonio</b>                                       | <b>22.672</b> | <b>22.743</b> | <b>25.829</b> |
| <b>Total Pasivo y Patrimonio</b>                        | <b>50.514</b> | <b>54.141</b> | <b>52.367</b> |
| <b>Razón Corriente</b>                                  | <b>1,05</b>   | <b>0,88</b>   | <b>1,05</b>   |

Fuente: EE.CC Consolidados Runtuna SA

Se comprueba la solvencia de la firma; mantiene un patrimonio contable positivo de USD 22.7 millones.

Con fecha 17/9/2025 Runtuna SA comunica al BCU como hecho relevante que, al haber cancelado totalmente las ON's convertibles en acciones y que no tiene intenciones de volver a tomar financiamiento público, la Asamblea de accionistas resolvió la conversión de la SA abierta a cerrada pasando las acciones a manos del Sr. Leandro Añón. En tal sentido entienden que ya no es necesario presentar ante el regulador la información periódica requerida a los emisores, no obstante se mantiene como fiador solidario de esta operación, ya sin la restricción que suponía aquel compromiso.

En definitiva, el emisor viene cumpliendo con sus obligaciones.

### Riesgos Considerados

El riesgo acá considerado es el riesgo que la empresa se mantenga en actividad con la solvencia necesaria para pagar sus obligaciones. Una vez más se aclara que los riesgos analizados refieren en general al grupo empresarial y no sólo específicamente a LTI.

**Gestión:** Como se ha señalado, se considera que LTI está ampliamente calificada para gestionar todos los aspectos que hacen al desarrollo del plan de negocios por cuanto se trata de hacer lo mismo que viene haciendo desde hace más de 30 años. Tampoco ofrece dificultades la capacidad de la Fiduciaria para cumplir con el cometido asignado de administración del Fideicomiso de Garantía. *Riesgo bajo.*

**Rentabilidad:** Más allá de los vaivenes típicos del sector, en el largo plazo (10 años) y en el acumulado, se considera que la capacidad de la empresa de obtener rentabilidad positiva es alta. *Riesgo bajo.*

**Solvencia:** La solvencia del emisor, en tanto empresa recién constituida no corresponde analizar aún en profundidad aunque no se advierten dificultades tras el corto periodo que lleva de actividad; otro tanto puede decirse de la empresa fiadora y, se reitera, sobre todo por las transacciones entre empresas relacionadas que la solvencia debe analizarse en el grupo económico. *Riesgo bajo*

**Liquidez:** Es quizás el aspecto más débil aunque propio de la actividad ya que se trata de comercializar inmuebles de alto valor en un plazo medio. Precisamente es lo que justifica la emisión, financiar el tiempo de espera. El grupo empresarial tiene mucho capital inmovilizado y a veces eso resiente la liquidez. Hasta ahora lo ha manejado sin mayores sobresaltos, demostrando entre otras cosas, buen relacionamiento con el sistema financiero. *Riesgo medio.*

**Endeudamiento:** Vinculado a lo anterior, los ratios analizados son adecuados. El mayor endeudamiento es de tipo financiero, la mejora de su perfil ha sido uno de los objetivos de esta emisión. *Riesgo bajo.*

## IV. EL PROYECTO Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

### 1. Aspectos descriptivos del proyecto

De acuerdo con el documento de emisión y a los Términos y Condiciones de la emisión de las ONs de Tahona Inversiones, el objetivo de la emisión es obtener financiamiento para la urbanización de barrios privados en el eje circundante al Camino de los Horneros (Canelones), y la cancelación de pasivos previamente contraídos por la sociedad emisora de las obligaciones negociables. Como se comentó en la sección anterior, La Tahona Inversiones es una sociedad del grupo Tahona, creada en 2020 para llevar adelante el proyecto que se detalla a continuación y que es la razón por la cual se emite esta calificación. En lo que sigue se describen los principales elementos del proyecto y de la información disponible a la fecha de esta actualización que se juzga relevante para evaluar el riesgo de esta sección, vinculado al proyecto y el flujo de fondos.

En línea con lo anterior, La Tahona Inversiones adquiere las tierras sobre las cuales se edificarán las urbanizaciones "Cavas" (I, II y III, en el Prospecto). Por lo anterior, los fondos recibidos a través de la emisión permitirán llevar a cabo el desarrollo inmobiliario de la zona, y esto permitirá la valorización de los activos que favorecerá el repago de los intereses y amortizaciones previstas en la emisión. Este es el modelo habitual de desarrollo del grupo Tahona a lo largo de los años que ha logrado extender distintos barrios privados en el departamento de Canelones, en el eje de Caminos de los Horneros. Más recientemente, el grupo lanzó dos nuevas emisiones de Obligaciones Negociables bajo la firma La Tahona Desarrollos que tiene como objetivo desarrollar proyectos de vivienda (casas y propiedad horizontal) llave en mano, además de espacios corporativos (ej. La Tahona Valley). Parte de los terrenos sobre los cuales se edificarán estos desarrollos constituyen parte del stock de tierras de LTI, lo que refuerza la interrelación de las sociedades, en el marco del grupo económico citado previamente. **En este sentido, LTI ha vendido lotes a LTD para desarrollar otra urbanización orientada a soluciones de housing y soluciones corporativas.**

Los detalles exhaustivos del proyecto fueron incluidos en la calificación original. Sin embargo, es de orden resaltar que el proyecto preveía transformar un área de 170 hectáreas en más de 800 mil m<sup>2</sup> comercializables, siguiendo el modelo tradicional de La Tahona de terrenos de aproximadamente 1.000 m<sup>2</sup>, a lo que se le suma la posibilidad de incorporar parte del área a edificaciones en propiedad horizontal. Esto por el momento no se ha plasmado en el proyecto a desarrollar, aunque se mantiene como una alternativa, y es parte de lo que ahora se desarrollará bajo LTD.

El producto inmobiliario desarrollado por LTD con esta emisión, se basa en la experiencia previa del grupo Tahona y ha sido exitoso en el área y segmento de mercado objetivo. El público objetivo se caracteriza por hogares de ingresos altos, con alta proporción de extranjeros que trabajan en los centros de oficinas cercanos. A su vez, es de esperar un estándar de calidad similar al de emprendimientos anteriores, gracias a las sinergias en cuanto al conocimiento y marca del Grupo Tahona. Esto es relevante en tanto existe un valor reputacional del grupo en el desarrollo de barrios privados en la zona, y el producto ya se encuentra validado por el mercado. **Desde su lanzamiento en diciembre de 2021, se han comercializado lotes en línea con lo previsto, lo que permite avanzar en la urbanización de los barrios siguiendo el modelo**

***tradicional de desarrollo de este tipo de proyecto, capturando el valor agregado del desarrollo de servicios y la transformación del suelo de rural a suburbano***

El producto ofrecido por LTI ha sido validado por el mercado, y se encuentra en línea con otros desarrollos del grupo Tahona en la zona de influencia. En cuanto a las ventas, durante 2024 el monto total vendido aumentó respecto a 2023, superando USD 13 millones, lo que constituye un aumento de más del 40%, respecto al año anterior. En los primeros 9 meses de 2025 el monto total de ingresos por ventas estaría ubicado en unos 7,5 millones de dólares, lo que estaría determinando seguramente ventas por debajo de 2024. Importa destacar que las transacciones de 2024 incluyen transacciones con partes relacionadas.

De acuerdo a información provista por LTI, se observa una menor superficie vendida, cobrada y escriturada, considerando los primeros 9 meses del año. Por su parte los precios de lista se mantienen en niveles muy similares a los del año 2024.

En la calificación original se describieron, en detalle, los principales supuestos del modelo financiero, en especial a metros vendidos y su correspondiente precio. En particular, el Plan de Negocios contemplaba vender aproximadamente 10% del stock por año, entre 100 y 120 mil m2 de terrenos por año. Esto fue sobre cumplido hasta 2022, aunque en 2023 la venta total se ralentizó, para repuntar en 2024. (en especial en el último trimestre). A nivel global, la venta se ubica en línea con las estimaciones realizadas al inicio, y el precio por encima, lo que implica que los ingresos previstos se ubican por encima de lo previsto en el planteo original del proyecto. Se destaca que los precios pactados se ubican por encima de lo previsto para los proyectos Cavas, cuyo precio promedio por metro cuadrado más que se duplicó si se compara el precio de las operaciones de 2024 respecto a las de 2022.

Por último, LTI solicitó tasaciones sobre el proyecto Cavas II, repartido en dos etapas, al tasador Mario Stefanoli. De acuerdo a estas tasaciones de agosto 2024, los lotes allí comprendidos tienen una superficie total de 167 mil y 155 mil metros cuadrados, y tienen un valor de tasación de USD 46 millones y USD 43 millones, respectivamente, lo que implica un valor del metro cuadrado del entorno de USD 275. Estas tasaciones se realizan *“considerando el proyecto terminado y con todas las habilitaciones, habiendo observado in situ el estado de avance de obras donde se están haciendo los caminos pero también la estructura subterránea para los servicios que el emprendimiento tendrá, al igual que el Club House con un importante avance en su construcción”*. Parte de estos lotes ya se han comercializado y el Club House ya está culminado y operativo.

## **2. Evaluación de la inversión, riesgos y sensibilidad**

El emprendimiento de La Tahona Inversiones implica un desarrollo inmobiliario que generará flujos por 10 años, lo que permitirá pagar los intereses asociados a las ONs emitidas. A su vez, las ONs emitidas prevén el repago del principal a partir del quinto año. El flujo de fondos fue evaluado en la calificación original, al tiempo que se realizaron distintos análisis de sensibilidad en base a los supuestos clave con el objetivo de evaluar el riesgo de repago de las obligaciones contenidas en la ONs. Los resultados de este análisis fueron satisfactorios y se incluyen en la calificación original.

Es importante notar que, al momento de evaluar la sensibilidad del flujo de fondos, este se tornaba negativo durante algunos años bajo un escenario de caída de precios del 20% respecto a lo previsto en el modelo de negocios original. **Los precios de venta se han ubicado por encima de estos valores, incluso por encima del precio previsto en el modelo original, lo cual se juzga favorablemente al momento de cada actualización. Este elemento se mantiene en esta actualización, en línea con el desarrollo del proyecto y la demanda.**

Adicionalmente, como se vió en la sección III, el Fideicomiso de Garantía administrado por BKZR Trust Management detenta las coberturas necesarias para hacer frente a las obligaciones previstas en las ONs. **Actualmente tiene en su poder tierras y efectivo por un valor 18% superior al emitido.** Del mismo modo, se mantiene el cumplimiento de otros elementos como la cuenta escrow, tal como se detalla en la sección previa. Del mismo modo, el rol de Runtuna como fiador solidario también robustece el perfil de la emisión.

Por último, si bien el producto ofrecido por el emisor ha sido validado por el mercado en este desarrollo y en sus antecedentes directos, es relevante señalar que la proliferación de emprendimientos de similares características ha aumentado la competencia en el sector de barrios privados, y en particular en el eje de Camino de los Horneros y zonas aledañas. Algunas de las firmas que participan de este mercado han tenido dificultades de solvencia o liquidez lo que podría ser una señal de atención sobre la situación competitiva y el mercado. En relación al primero, esto podría potenciar al grupo Tahona en tanto reduce la capacidad de otros proyectos de competir con los desarrollos del grupo. En relación al mercado, también podría indicar ser un indicador de cierto enfriamiento de la demanda, que se refleja en un menor ritmo de colocación de los terrenos o viviendas, según el caso. Es importante notar que en 2024 y en los primeros meses de 2025 los barrios Cavas tuvieron un leve descenso en los lotes vendidos respecto a 2023 lo que podría ser una señal de lo anterior, los precios del metro cuadrado se mantienen elevados.

**Riesgo de generación de flujos.** El producto ofrecido en el marco de esta emisión ha sido validado por el mercado, el grupo Tahona es referente en el sector y el flujo comercial se encuentra alineado con el tipo de desarrollo de este tipo de emprendimiento. Los ingresos por ventas se incrementaron en 2024, la cobranza ha aumentado y el stock de tierras permite que esto se mantenga.. Este riesgo por tanto es medio/bajo

Riesgo de descalce de monedas. Tanto las ONs como los pagos y las operaciones de venta de terrenos están nominadas en dólares. No obstante, las obras a desarrollar tienen un componente relevante de mano de obra nominada en pesos. *Este riesgo por tanto es medio/bajo*

**Riesgo de viabilidad.** El proyecto será desarrollado por una empresa con amplia experiencia en la realización de emprendimientos de similares características, con una marca reconocida por el público objetivo. La infraestructura y servicios serán desarrollados por Runtuna quien ha realizado el resto de los proyectos Tahona. El proyecto se adecúa a la experiencia acumulada en este ámbito y se apalanca en el *know how* y marca del grupo. *Este riesgo por tanto es bajo*

## V. EL ENTORNO

El análisis de entorno macro y sectorial tiene como objetivo evaluar los factores futuros que puedan incidir en la generación de los flujos propuestos por el proyecto. Estos factores, por su naturaleza exógena, refieren al marco general de funcionamiento, en el cual se enmarca La Tahona Inversiones, 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 privado.

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, el mercado relevante para el producto ofrecido por La Tahona Inversiones. Finalmente se aborda la situación de las Políticas Públicas referidas al mercado de interés.

### 1. Entorno macroeconómico nacional e internacional

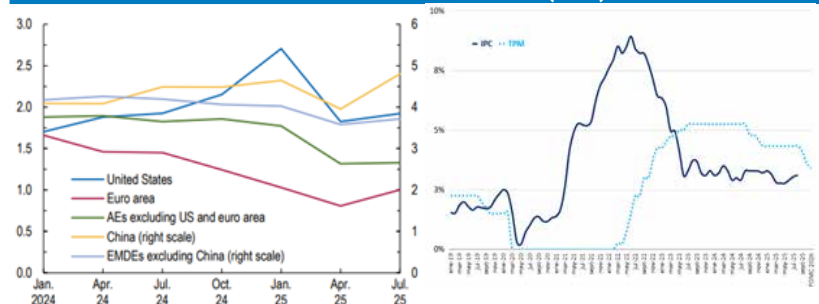
Luego de la pandemia de 2020-2021 y sus efectos económicos y financieros, la economía global rebotó y emergieron brotes inflacionarios producto de las políticas fiscales y monetarias expansivas desplegadas en respuesta a la crisis sanitaria global. En 2024, la economía mundial creció 3,3%, mientras que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

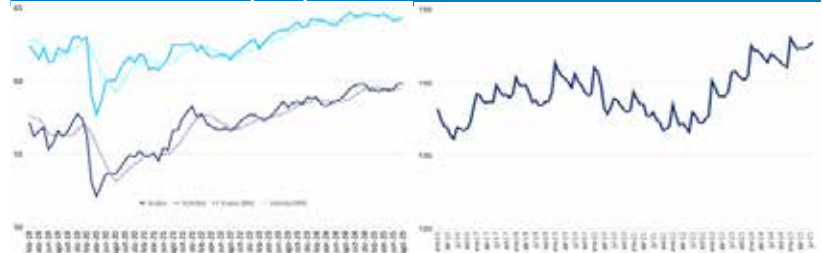
**Gráficos 3 y 4 – Tasa de Política Monetaria e Inflación en Uruguay (izq.) y Evolución del PIB y proyecciones (der.)**



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

<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.



## 2. Mercado inmobiliario de vivienda

### 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.

### b. 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, en el marco de la evaluación del contexto para el desarrollo de los proyectos Cavas.

### **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**

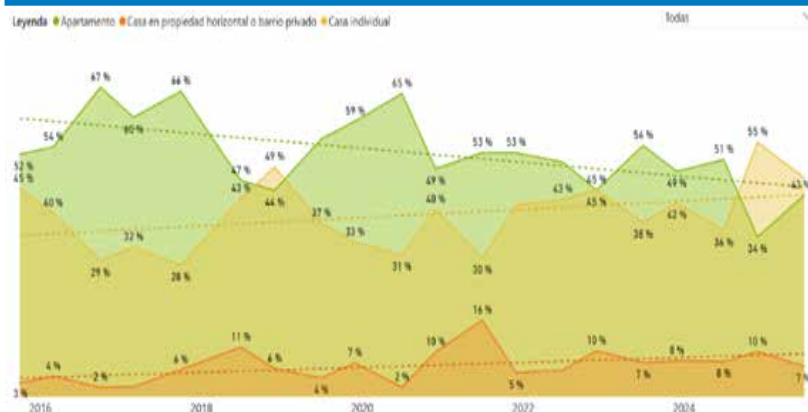
### **ii.i.i. Factores Sociales**

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.**

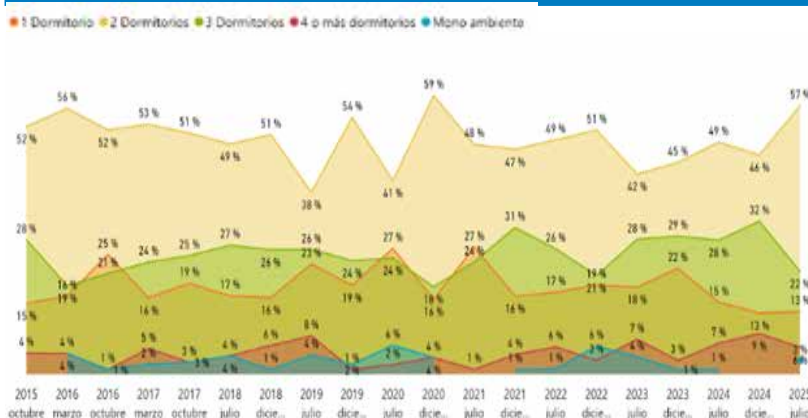
Más allá de lo anterior, para entender el perfil de la demanda, CARE contrata a Research Uruguay, que genera una encuesta semestral recurrente que se realiza sistemáticamente desde 2015 y lleva 20 ediciones. De acuerdo a esta encuesta casi 80% de los encuestados buscan viviendas de dos o menos dormitorios 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 - Tipo de vivienda buscada por “hogares que buscaron en los últimos tres meses”**



Fuente: Research Uruguay

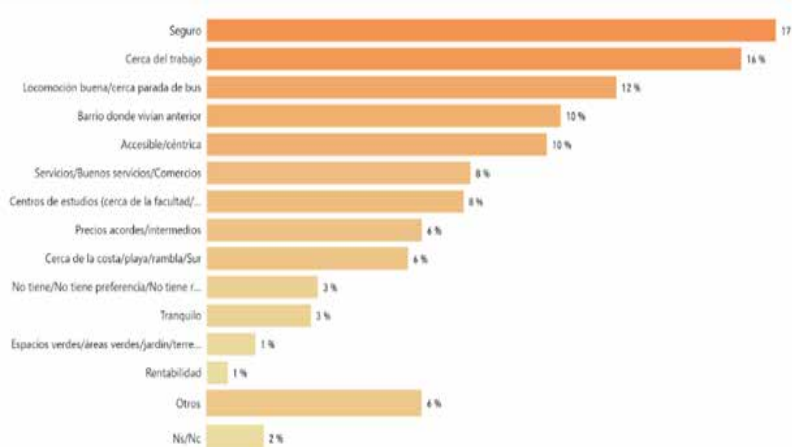
**Gráfico 9 - Cantidad de dormitorios buscados por “hogares que buscaron en los últimos tres meses”**



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.

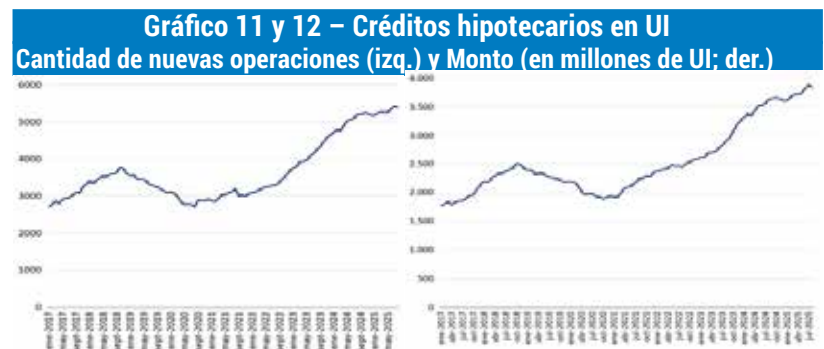
Por último, la encuesta de Research incorpora indicadores de precios a través del Price Sensitivity Model que permite aproximar el precio óptimo de acuerdo a las opiniones de los entrevistados. Este relevamiento, de carácter subjetivo, permite tener una orientación de referencia general de los demandantes 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 entretimiento 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 entretimiento 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**

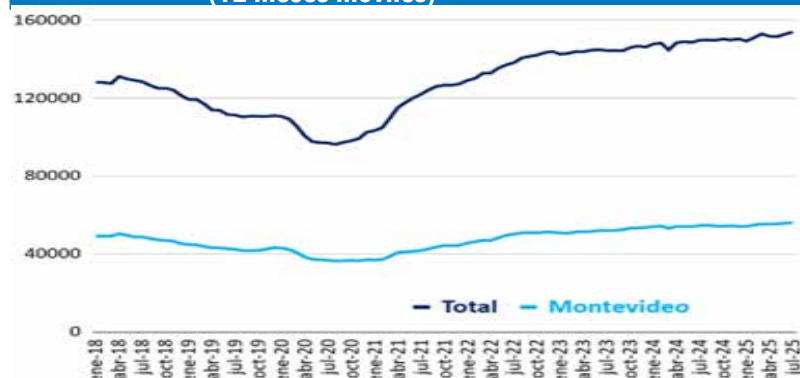
### **iii.i. Evolución general de las operaciones**

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 16 – 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.

#### iv. 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. Los Barrios Privados: mercado y evolución reciente

Los Barrios Privados o Semiprivados son un tipo de desarrollo inmobiliario relativamente reciente que ha tenido un importante impulso en los últimos años, principalmente concentrado en Montevideo y su área Metropolitana, aunque también han alcanzado otros puntos del país. Se trata de un mercado “de nicho” ya que sólo alcanza a una porción muy menor de los hogares del país: aquellos de altos y muy altos ingresos, y con una porción significativa de extranjeros. De todas formas, el mercado se ha diversificado más, con el surgimiento de nuevas alternativas: i) proyectos de barrios privados tradicionales con amplios terrenos, servicios y amenities de entorno, ii) proyectos de propiedad horizontal en similares entornos, proyectos “llave en mano” con producción de vivienda estandarizada (housing u otros), entre otras opciones que han permitido ampliar el público objetivo. En la encuesta de Research, se aprecia esta tendencia del lado de la demanda, en tanto los encuestados responden un mayor interés por este tipo de soluciones en sus búsquedas de vivienda de los próximos dos años.

La normativa que refiere a los Barrios Privados es diversa y su reglamentación se define a nivel municipal, siendo Canelones y Maldonado los departamentos donde estos desarrollos muestran mayor dinamismo. En Canelones, desde 1998 con la Ordenanza de Clubes de Campo Res. 4699/98 se han desarrollado estos emprendimientos. No obstante, esta ordenanza fue sustituida por planes de ordenamiento territorial como el Costa Plan (Plan Estratégico de Ordenamiento Territorial de la Micro Región de la Costa), el Plan Parcial Camino de los Horneros y el Plan Parcial Colonia Nicolich y Ruta 101. Estos planes han guiado el desarrollo de distintas vertientes logísticas y residenciales en el departamento de Canelones y han actuado como instrumentos de regulación y promoción de los barrios privados en este departamento. Adicionalmente, el Plan Camino de los Horneros presupone y genera amplio espacio para seguir desarrollando ese vértice en el territorio, en el cual está previsto desarrollar el barrio Cavas. Es de notar que los proyectos realizados por LTI han obtenido las aprobaciones para transformar suelo rural en urbanizable en el marco de este último plan.

En particular el Plan indica lo siguiente en su contenido: *“el área urbana de la ciudad de Canelones ocupa aproximadamente 700 hectáreas, Ciudad de la Costa 3.500 hectáreas, Costa de Oro 4.500 hectáreas. La superficie de la pieza de trabajo implica 1.600 hectáreas, de las cuales más del 50% está ocupada hoy por clubes de campo o con previsión de desarrollos similares: la misma superficie que la ciudad de Canelones. Esto da cuenta que esta nueva ruralidad supone uno de los modelos de ocupación residencial más destacados del departamento en términos cuantitativos de uso de suelo, más allá de la densidad de población comparativa”*.

Es importante resaltar que en los últimos años estos barrios han ganado tracción, y se han visto beneficiados por la crisis sanitaria (que implicó la búsqueda de nuevos espacios para habitar), el trabajo a distancia, la llegada de extranjeros y el desarrollo de nuevas centralidades que albergan servicios diversos, entre los cuales surgen emprendimientos comerciales, educativos, de salud, financieros, que se apalancan en la tendencia al crecimiento de estas soluciones de vivienda. **En este sentido, existe una relación positiva y bidireccional entre el desarrollo residencial y de servicios en estas áreas.** De hecho, en la zona de influencia del proyecto también se estaban desarrollando otros barrios con características similares en sentido amplio. Si bien cada uno tenía sus particularidades, en esencia apuntan a un público similar, y potencian el desarrollo inmobiliario en la zona. Sin embargo, algunas de las empresas que están desarrollando barrios privados han encontrado dificultades de solvencia o liquidez. En particular, una de ellas se encuentra en concurso de acreedores. Esto podría ser un indicador de cierto enfriamiento de la demanda o al menos de cierto desbalance entre la oferta y la demanda en general para este tipo de proyectos. En contrapartida, esto implica una menor intensidad competitiva en el mercado de este tipo de emprendimientos, lo que podría beneficiar al grupo Tahona en tanto fue pionero en el desarrollo de este tipo de soluciones de vivienda lo que se juzga positivamente en cuanto a su reputación relacionada a estos desarrollos. Esto no ha afectado el desarrollo de los proyectos Cavas hasta el momento.

En Montevideo la normativa de Barrios Privados no permite el desarrollo de barrios exclusivos, aunque sí se han autorizado algunos barrios “semiprivados” que se han extendido al norte de Camino Carrasco. En este sentido, los precios en Montevideo son mayores que los de Canelones, producto de la escasez relativa de terrenos y las distancias hacia las centralidades. Por lo anterior, el eje Camino de los Horneros se presenta como un polo de desarrollo de barrios privados en Canelones.

Según información del MVOT, a 2020 existían 78 Barrios Privados y en aumento. Más recientemente, Perez Sanchez<sup>7</sup> (2024) indica que existen 84 BBPP en todo el país. En el departamento de Maldonado es donde existen más desarrollos, explicando más del 50%. En Montevideo (Este) y en Canelones (Oeste) los desarrollos se realizaron anexos a la conexión con las principales arterias viales del país y el vínculo con la capital, la costa y polos de desarrollo como las Zonas Francas y Parques Industriales. En el Área Metropolitana de Montevideo (AMM) existían a 2022, 24 Barrios Privados con un área total de 664 hectáreas, distribuidos en Canelones y Montevideo mayoritariamente.

En el caso de Canelones, además de los impulsos que han tenido los Barrios Privados producto de las definiciones en el ordenamiento territorial, las diferencias respecto a la regulación de Montevideo también han favorecido la instalación de estos emprendimientos en las zonas cercanas al aeropuerto de Carrasco y las rutas Interbalnearia y 101. **En particular, se destaca como un polo atractivo hacia el este de Montevideo y otro particularmente denso en cuanto a barrios privados en Canelones con los barrios desarrollados por el Grupo Tahona como un conjunto ya consolidado, del cual forma parte el desarrollo de Cavas.**

<sup>7</sup> . Dr. en Estudios Urbanos Marcelo Pérez Sánchez, “Urbanismo Neoliberal: Barrios Privados en Uruguay”.

En lo que refiere a los precios, existe alta dispersión entre los distintos emprendimientos que dependen directamente de la ubicación, los servicios y el entorno, entre otros factores. Sin embargo, el modelo de estos emprendimientos suele estar vinculado a capturar la valorización del suelo a medida que se desarrollan los servicios, la infraestructura y el entorno paisajístico característico de estos barrios. Esto implica que los precios de barrios consolidados suelen ser distintos a los de emprendimientos nacientes. Según información a 2022, los precios fluctúan entre Montevideo y Canelones. En el primero, los valores oscilan entre USD 250 y USD 450 por m<sup>2</sup>, mientras que en Canelones los precios son menores y van de USD 70 a USD 200 por m<sup>2</sup>. Sin embargo, los terrenos son mayores en Canelones. **Los precios de venta recientes de los proyectos Cavas se encuentran en el rango superior de las referencias de precios citadas.**

#### 4. 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 vivienda<sup>8</sup> 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.

<sup>8</sup>. 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 constructoras<sup>9</sup>.

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.

## 6. 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 proyecto Cavas sigue las tendencias del mercado de barrios privados con un producto validado por el mercado. Por otra parte, más allá de que este proyecto está destinado a un sector muy específico, cabe agregar que el mercado inmobiliario ha mostrado un buen desempeño y la situación de empleo, ingresos y acceso al crédito de los hogares es propicia para su desarrollo. Las menores tasas de interés globales y la debilidad del dólar producto asociada a la incertidumbre global, podrían ser un impulso adicional. *Riesgo bajo/medio.*

**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. 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 los incentivos fiscales a la construcción han sido un elemento dinamizador del sector, los regímenes que implican Gasto Tributario podrían ser revisados por el Gobierno. En el ámbito normativo departamental, el Plan Camino de los Horneros explicita un marco a nivel departamental para el desarrollo de urbanizaciones y barrios privado. *Riesgo bajo.*

<sup>9</sup> 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. Este se corresponde con una nota de acuerdo con el manual de calificación. En la matriz de calificación, las áreas se dividen en factores, y estos en indicadores.

*En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos-, tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación BBB.uy<sup>10</sup> 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

<sup>5</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. **Grado de inversión mínimo.**