

**ACTUALIZACIÓN DE LA
CALIFICACIÓN DE RIESGO DE
CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN
EN EL DOMINIO FIDUCIARIO
DEL FIDEICOMISO FINANCIERO
CASASURU DE DESARROLLO DE
VIVIENDAS DE INTERÉS SOCIAL I**

Montevideo, noviembre de 2019

| | |
|----|---|
| 4 | RESUMEN GENERAL |
| 6 | I INTRODUCCIÓN |
| 10 | II EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION |
| 12 | III LA ADMINISTRACION |
| 17 | IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS |
| 22 | V EL ENTORNO |
| 34 | VI CALIFICACIÓN DE RIESGO |

Actualización de la calificación de CPs de la emisión del Fideicomiso Financiero CASASURU desarrollo de viviendas de interés social 18 - noviembre - 2019

| | |
|---|--|
| CPs Serie A: | por hasta UI 135.000.000 (Unidades Indexadas ciento treinta y cinco millones). |
| Distribuciones: | Según resultados acumulados realizados según procedimiento establecido. |
| Activo Fideicomitado: | Bienes inmuebles (proyectos), fondos líquidos e instrumentos financieros adquiridos o mantenidos en propiedad fiduciaria por el fideicomiso. |
| Fideicomitentes: | Suscriptores iniciales de los CP's Mulery SA y Nurwoly SA |
| Emisor y Fiduciario: | EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión. |
| Administrador: | CASASURU S.A. |
| Entidad Representante y Registrante: | BEVSA |
| Administración y pago: | EF Asset Management |
| Vigencia de la calificación: | hasta el 30 de abril de 2020 ¹ . |
| Comité de Calificación: | Julio Preve, Adrián Tamber y Martín Durán |
| Calificación de riesgo de CP: | BBB-. Uy |
| Manual utilizado: | Manual Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros |

¹. Esta Calificación puede cambiar ante la aparición de hechos relevantes.

Resumen General

CARE ha actualizado la calificación de los certificados de participación Serie A en el dominio fiduciario del "Fideicomiso Financiero CASASURU de desarrollo de vivienda de interés social I" manteniendo la calificación BBB-(uy) de grado inversor.

A modo de resumen, los aspectos salientes de la calificación así como de sus actualizaciones son:

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico ofrece las garantías necesarias tal como se describió en el informe jurídico que se adjuntó en la calificación original. (véase Anexo I de la calificación original).
- Se ha evaluado oportunamente la capacidad de gestión de la empresa administradora del proyecto, CasasUru SA, que resulta crucial para el mismo. La empresa continúa demostrando capacidad de llevar adelante el proyecto, habiendo superando razonablemente los atrasos evidenciados en su momento y adaptado el modelo original.
- Un negocio que desde el punto de vista económico-financiero para el inversor soporta los stresses ajenos al negocio a los que razonablemente la emisora y la calificadora han sometido el proyecto.
- Se presenta una nueva estimación de TIR para el inversor en los CP serie A, la cual vuelve a mostrar una leve corrección a la baja; ésta sería ahora del 8%. Los proyectos involucrados en las proyecciones contienen rendimientos que varían entre 1% y 38%, según las previsiones del administrador. El resultado económico global del Fideicomiso se concentra en dos proyectos (Interlagos y Aires del Lagomar Sur), los que explican aproximadamente el 88% de los ingresos brutos esperados. El proyecto Aires del Lagomar Sur ya se encuentra en plena ejecución, habiéndose culminado la etapa I (60 viviendas), y se está avanzando en la II y III; de esta última se han vendido 48 unidades. Por su parte, en el caso del proyecto Interlagos se está contruyendo la primera torre y avanzado en los trámites para el inicio de la segunda. Resulta clave el cumplimiento en tiempo y forma de los proyectos en ejecución y los iniciados recientemente a los efectos de que no se siga deteriorando la rentabilidad esperada por el paso del tiempo.
- Se destaca la capacidad demostrada por parte de la administración del fideicomiso en la flexibilidad para adaptarse a la dinámica natural de la evolución del plan de negocios; por ejemplo en la readecuación de las inversiones y proyectos hacia segmentos socioeconómicos de ingresos más altos manteniendo los beneficios de la Ley de Vivienda de Interés Social, lo que mejora las perspectivas del negocio.
- Como se describe en profundidad en la Sección V, la demanda para la compra de viviendas (y cualquier otro bien duradero) se ha enlentecido en el año 2018 y en lo que va del 2019 como consecuencia del aumento del dólar, la fragilidad del mercado laboral, las turbulencias regionales, y las dificultades para el acceso al crédito hipotecario. En consecuencia se han desacoplado los precios de compra de inmuebles con los de alquiler, lo que favorece la opción de los arrendamientos por sobre las compras.

- El público objetivo al que está dirigida la campaña de comercialización de las unidades de vivienda presenta una demanda no satisfecha. Según se destaca en el informe sectorial actualizado a setiembre de 2019 que dispone CARE, tanto las tipologías elegidas como los métodos constructivos, siguen siendo adecuados. Dicho informe se complementa con los resultados obtenidos de la encuesta semestral realizada por Research International Uruguay, para CARE en julio de 2019.
- En cuanto a las políticas públicas sectoriales, existe buena aceptación del espectro político nacional, sobre la consolidación de estímulos tanto a la oferta como a la demanda de vivienda en el segmento socioeconómico que focaliza el negocio en cuestión. No obstante lo anterior, en los últimos años, se han realizado modificaciones con información contradictoria para los agentes, relativos a ajustes en la instrumentación del régimen promocional de la Ley de Vivienda de Interés Social, que si bien no aplicarían totalmente en este caso, éstos pueden contribuir a generar un clima de inversión inestable dados los constantes cambios en los beneficios fiscales para los inversores. En este último período no han surgido cambios normativos/administrativos relevantes que afecten el modelo de negocios del Fideicomiso.

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para actualizar la calificación de riesgo de los certificados de participación en el dominio fiduciario del fideicomiso financiero denominado "Fideicomiso Financiero Fondo CASASURU de desarrollo de vivienda de interés social I".

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

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

CARE Calificadora de Riesgo es una calificadora con registros y manuales aprobados por el Banco Central del Uruguay 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 así como en el del regulador: www.bcu.gub.uy. El comité de calificación estuvo integrado en este caso por Martín Durán Martínez, Adrián Tamber y Julio Preve.

La vigencia de esta actualización es hasta el 30 de abril de 2020. No obstante la misma puede variar ante la aparición de hechos relevantes.

2. Estado actual de los proyectos y hechos salientes del período.

Los principales proyectos actualmente en ejecución del Fideicomiso, por su importancia en los ingresos brutos esperados son las obras de Interlagos y Aires de Lagomar Sur. Según informa el administrador, los principales elementos a destacar durante el período son los avances en las etapas II y III del proyecto Aires del Lagomar Sur, el inicio de la construcción de la primer

torre del Proyecto Interlagos y la finalización de la obra del Proyecto Aires del Norte.

i. Avances de Obra

A continuación, se actualiza el estado de cada uno de los proyectos a la fecha (diciembre de 2018), según la información suministrada por el Administrador:

- **Proyecto Aires del Laurel (Salto – Fase I).-**

- o El proyecto inicial de 64 unidades se subdividió en 3 etapas. La primera etapa de 16 unidades se terminó de ejecutar el 15 de febrero del año 2017. Las obras no se retomarán hasta tanto el proceso de venta refleje un volumen razonable de comercialización de las unidades; lo cual hasta ahora no ha ocurrido.

- **Proyecto Aires de Lagomar Sur.-**

- o La obra de la primera etapa, así como la del cerramiento perimetral fue finalizado el 16 de Julio de 2018.
- o El día 13 de Mayo del corriente año se realizó la apertura de obra ante BPS y se firmó el acta de inicio de obras. Ya se han iniciado las obras de las etapas II y III del Proyecto.
- o Los seis bloques de la Fase 3 (48 unidades) son los primeros a ejecutar debido a que forman parte del contrato de compraventa con el Fideicomiso Península Rentals. Se estima que las primeras unidades se entregarán en el primer trimestre de 2020.
- o Los cuatro bloques de la Fase 2 (32) se ejecutan en paralelo, pero con un ritmo de obra menor puesto que serán entregados posteriormente a la Fase 3.
- o El avance de la obra a la fecha es del 20%, correspondiendo mayoritariamente a la Fase 3.

- **Proyecto Aires del Pinar.**

- o El proyecto está terminado, las viviendas ocupadas y ya se dio de baja en el BPS.

- **Proyecto Las Piedras.**

- o Las modificaciones en la Ley 18.795 impuestas por su cambio reglamentario y el bajo nivel de transacciones que hay en el sector inmobiliario y especialmente en el interior del país llevaron al Administrador a demorar el inicio de esta obra.
- o Se avanzarán gestiones con la Intendencia de Canelones para analizar al posibilidad del loteo del predio para la posterior venta de cada uno de los lotes generados.

- **Proyecto Aires del Norte.**

- o El proyecto contempla 30 unidades con tipologías de dos y tres dormitorios similares a las ya ejecutadas en el proyecto Aires del Pinar y Aires de Lagomar.
- o Al 30 de setiembre de 2019 se ha finalizado la obra, esto incluye las viviendas y todos los espacios comunes.

- **Proyecto Interlagos.**

- o El proyecto contempla cuatro edificios de 37 apartamentos cada uno y un quinto edificio de 32 apartamentos lo que da un total de 180 apartamentos. Además se prevé la construcción de 180 sitios de estacionamiento. Cada edificio contará con unidades de 1, 2 y 3 dormitorios.
- o Se realizó el fraccionamiento del padrón madre en 5 fracciones lo que permitirá realizar los edificios en etapas y en el caso que no se realice algún edificio las fracciones sin construcción podrán ser automáticamente vendidas.
- o Una vez solucionado el tema del relleno y los eventuales impactos ambientales, se está avanzando en la construcción de la estructura del primer edificio. El objetivo es finalizar la estructura total del edificio con excepción del tanque de agua antes de la licencia de la construcción. El avance al 30 de setiembre de 2019 es del 30%.
- o Respecto del edificio 2, el estudio de arquitectura y los asesores están trabajando en la presentación del proyecto ante la ANV y del Permiso de Construcción ante la IC.

- ii. **Situación comercial.**

- o En Aires del Laurel se está trabajando con los operadores inmobiliarios de la ciudad para ofrecer y publicitar el proyecto. La aprobación de la modificación del Contrato del Fideicomiso habilita la posibilidad de realizar descuentos, previa aprobación del Comité de Vigilancia, con el objetivo de dinamizar el interés por el proyecto de Salto. Se colocaron tres unidades a un inversor local con un importante descuento.
- o En Aires del Pinar se ha concretado la venta de todas las unidades y ya están escrituradas.
- o En Aires de Lagomar Sur se ha culminado con el proceso de escrituración del 100% de las unidades de Etapa I. Continúa el proceso de comercialización de la Etapa II del proyecto a un muy buen ritmo, quedando disponible a setiembre de 2019 las últimas ocho unidades. Asimismo, se concretó la firma del Compromiso de Compraventa con Pru Península Rentals y la cobranza del 20% del precio, por la venta de las 48 unidades de la Etapa III del proyecto.

- En Aires del Norte se está en plena comercialización. La primera escritura se realizó en julio de 2019 y se está trabajando en nuevas entregas.
- En relación al Proyecto Interlagos se comenzó la implementación y ejecución de la campaña de posicionamiento basado en lo emocional y una campaña comercial táctica comunicando precios. Se ejecutó el primer evento de contacto directo con el mercado objetivo, llamado Obra Abierta para invitar a los potenciales clientes a que vivencien la experiencia del entorno y vean los avances de obra.
- Asimismo, se realizó una campaña junto con Infocasas para posicionar el producto y mostrarlo al mercado. A través de esta campaña Infocasas envió mailings a su base de datos, así como también lo publicitó en su página web y realizó marketing en sus diferentes redes sociales.

En el siguiente cuadro se detallan los porcentajes de avance de cada uno de los proyectos en ejecución, así como también las reservas (preventas) realizadas a la fecha:

| Cuadro 1: Proyectos en Ejecución | | | | | |
|---|-----------------------------|---------------------------|-----------------|------------------------------|-------------------------------|
| Proyecto | Avance de obra/etapa | Unidades/por Etapa | Reservas | Escrituras realizadas | Un.Vendidas/ Total (%) |
| Aires del Pinar | 100% | 30 | 0 | 30 | 100% |
| Aires del Laurel | 100% | 16 | 0 | 3 | 19% |
| Aires de Lagomar I | 100% | 60 | 0 | 60 | 100% |
| Aires de Lagomar II/III | 2% | 32 | 24 | 0 | 75% |
| Air.de Lagomar II/III (PRU) | 27% | 48 | 48 | 0 | 100% |
| Aires del Norte | 100% | 30 | 24 | 1 | 83% |
| Interlagos I | 28% | 37 | 4 | 0 | 11% |
| Interlagos II | 0% | 0 | 0 | 0 | 0% |
| TOTAL | | 253 | 100 | 94 | 77% |

Fuente: CARE en base a información proporcionada por el Administrador.

3. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- Información de carácter general y sectorial, de fuentes nacionales e internacionales, citadas en la realización de las Secciones IV y V, como notas al pie.
- Encuesta periódica de RESEARCH Uruguay a julio de 2019 sobre la oferta y la demanda inmobiliaria contratada para CARE.
- Informe Sectorial Inmobiliario (Mercado de Viviendas) a Setiembre de 2019.
- Informes del Administrador No 15 y 16, último a setiembre de 2019.
- Entrevista al Comité de Vigilancia.
- Entrevista con personal superior del operador.
- Estados Contables intermedios del Fiduciario al 30/06/19
- Estados Contables intermedios del Fideicomiso al 30/09/19
- Estados Contables del Administrador al 31/12/18

II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

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

1. Descripción general

Denominación: Fideicomiso Financiero CASASURU de desarrollo de vivienda de interés social.

Fiduciario: EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión (en adelante EF).

Administrador: CASASURU S.A

Entidad

Representante: Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.

Títulos a

emitirse: Certificados de Participación Serie A de oferta pública por UI 135.000.000. Importe de la emisión que se califica.
Certificados de Participación Serie B de oferta privada por hasta UI 5.500.000 (en esta oportunidad no se califican)

Activos del

Fideicomiso: Bienes Inmuebles (Proyectos), Fondos Líquidos del Fideicomiso e Instrumentos Financieros adquiridos o mantenidos en propiedad fiduciaria por el Fideicomiso.

Moneda: Unidades Indexadas

Importe de

la Emisión: UI 135.000.000 (unidades indexadas ciento treinta y cinco millones).

Distribuciones: Los pagos serán realizados en forma trimestral, en la medida que existan Fondos Netos Distribuibles

Calificación

de Riesgo: BBB- (uy)

2. El análisis jurídico

El análisis jurídico agregado en el Anexo I de la calificación original descartó cualquier eventualidad de conflictos derivados por ejemplo de la construcción jurídica, los contratos respectivos, el cumplimiento con normas vigentes, etc. (Véase en www.care.com.uy).

3. Riesgos considerados

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

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

III. LA ADMINISTRACIÓN

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

1. Ef Asset Management (EFAM) (El Fiduciario)

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

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

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

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

Autoridades

Son socios accionistas en partes iguales la Sra. Sandra Susana González Vila y Diego Rodríguez Castagno. Este último es a su vez el presidente de la firma siendo el Sr. Nelson Mendiburu Battisttesa el vicepresidente.

Situación económica y financiera

El análisis de los EE.CC intermedios al 30 de junio de 2019 sigue mostrando una sólida situación de solvencia. El ratio de liquidez se mantiene por debajo de la unidad. Cabe mencionar que el activo no corriente se compone en buena medida por los depósitos en garantía a que está obligada la firma, según normativa vigente, por los fideicomisos que administra y en consecuencia son de disponibilidad restringida. Esto explica los pasivos financieros, que son contraídos para constituir estas garantías y que una vez liberadas, los mismos son cancelados. En cuanto a la eventual necesidad temporal de fondos para atender obligaciones de corto plazo, la firma cuenta con financiamiento con partes relacionadas por lo que el riesgo de liquidez es muy acotado.

Cuadro 2: Datos del Estado de Situación de EFAM (miles de \$)

| Concepto | 30/6/2019 | 31/12/2018 | 31/12/2017 |
|----------------------------------|----------------|----------------|---------------|
| Activo Corriente | 15.034 | 9.167 | 9.391 |
| Activo no Corriente | 165.804 | 95.074 | 81.968 |
| Total Activo | 180.838 | 104.240 | 91.360 |
| Pasivo Corriente | 21.319 | 14.368 | 13.068 |
| Pasivo no Corriente | 128.560 | 63.040 | 52.817 |
| Total Pasivo | 149.878 | 77.408 | 65.885 |
| Patrimonio | 30.960 | 26.832 | 25.474 |
| Total Pasivo y Patrimonio | 180.838 | 104.240 | 91.360 |
| Razon Corriente | 0,71 | 0,64 | 0,72 |

Fuente: EE.CC EFAM

Los resultados parciales de la firma a junio de 2019 muestran un incremento importante respecto al mismo periodo del año anterior, explicado básicamente por resultados financieros positivos.

Cuadro 3: Estado de Resultados de EFAM (miles de \$)

| Concepto | 30/6/2019 | 30/6/2018 | 31/12/2018 |
|--------------------------------------|--------------|--------------|--------------|
| Ingresos Operativos | 21.447 | 23.796 | 45.176 |
| Gastos Adm. y Vtas. | (18.027) | (21.368) | (41.745) |
| Resultado Operativo | 3.420 | 2.428 | 3.431 |
| Resultados Financieros | 2.464 | (93) | (682) |
| Resultados antes de impuestos | 5.884 | 2.335 | 2.749 |
| IRAE | (1.757) | (664) | (1.120) |
| Resultado del período | 4.128 | 1.671 | 1.629 |
| Res Operativos/Ingresos | 15,95% | 10,20% | 7,59% |
| Res Ejercicio/Ingresos | 19,25% | 7,02% | 3,61% |

Fuente: EE.CC de EFAM

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

2. Casas Uru S.A (Administradora/Operadora)

La empresa Operadora o Administradora es CasasUru S.A. (antes Viken International S.A) que adopta su nombre actual a partir del 28 de mayo de 2013 según consta en Acta de Asamblea General Extraordinaria en que se modifica el Estatuto Social en lo que tiene que ver con su denominación habiéndose realizado todas las formalidades del caso.

Se trata de una sociedad anónima cerrada, con acciones nominativas, constituida el 30 de setiembre de 2011 y su objeto principal es la inversión de capitales en sociedades que se dedican al desarrollo de proyectos inmobiliarios amparados en la Ley No. 18.795 de Promoción de Viviendas de Interés Social. Cierra ejercicio el 31 de agosto.

Responsables

Sigue siendo el Presidente del Directorio el Sr. Sebastián Sommer y principal responsable en el desarrollo inmobiliario que implica esta operación. Su idoneidad para ejecutar el plan de negocios propuesto ya fue analizada positivamente por parte de CARE al momento de la calificación original y nada ha ocurrido que hiciera modificar ese juicio.

También se mantiene, en lo esencial, el resto del directorio y el equipo técnico que lo acompaña por lo que el juicio general sobre la capacidad de la firma operadora sigue siendo favorable manteniendo una razonable distribución de actividades y en la toma de decisiones entre los distintos integrantes de su staff.

Como se ha señalado, el modelo de negocios original ha tenido dificultades de distinta índole para su implementación en los términos previstos. Si bien es de destacar la capacidad demostrada por la administración en ofrecer alternativas ante un escenario cambiante, alguna de las cuales se han implementado y tienen un importante avance, esto se ha traducido en demoras en los plazos con el consiguiente deterioro de la TIR global de los distintos proyectos que conforman el fideicomiso tal como se da cuenta en otra sección de este informe.

Situación económico financiera

Actualmente la firma tiene prácticamente como actividad exclusiva la administración de este fideicomiso. En tal sentido, es notorio que ha disminuido su pasivo a través de la liquidación de activos, básicamente su inventario de propiedades construidas a esos efectos. El ejercicio cerrado el 31/8/18, último disponible, muestra resultados positivos y recuperación de su patrimonio.

En definitiva nada hace suponer que, en este aspecto, la empresa pueda poner en riesgo su continuidad al frente del proyecto.

Fideicomiso

El fideicomiso se crea mediante contrato celebrado el 11 de diciembre de 2014 (posteriormente modificado el 6 de mayo y 2 de junio de 2015), entre Mulery SA y Nurwoly (fideicomitentes) y EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión SA (fiduciaria).

El 1 de julio de 2015 el BCU autorizó su inscripción en el Registro del Mercado de Valores y la suscripción de valores fue realizada públicamente el 4 de agosto de 2015.

En total se suscribieron valores por UI 140.500.000 de los cuales UI 135.000.000 correspondieron a la serie A, colocados mediante oferta pública y UI 5.500.000, correspondientes a la serie B, fueron emitidos a favor de Mulery SA y Nurwoly SA, los fideicomitentes, como forma de pago de los terrenos fideicomitados y que eran de su propiedad (Salto y Las Piedras).

Ya se ha integrado el 100 % de los CP's cumpliéndose así el cronograma previsto.

A continuación se brinda información resumida de los estados de situación y resultados intermedios del fideicomiso al 30/9/19 y su comparativo con el periodo anterior.

| Cuadro 4: Estado de Situación Fideicomiso (miles \$) | | | |
|---|------------------|-------------------|-------------------|
| Concepto | 30/9/2019 | 31/12/2018 | 31/12/2017 |
| Activo | 572.125 | 524.686 | 476.977 |
| Activo Corriente | 293.726 | 250.100 | 125.805 |
| Activo no Corriente | 278.398 | 274.586 | 351.172 |
| Pasivo | 62.906 | 24.527 | 12.470 |
| Pasivo Corriente | 48.493 | 13.071 | 12.470 |
| Pasivo no Corriente | 14.413 | 11.456 | - |
| Patrimonio | 509.219 | 500.159 | 464.506 |
| Pasivo y Patrimonio | 572.125 | 524.687 | 476.977 |
| Razón Corriente | 6,06 | 19,13 | 10,09 |

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Si consideramos el saldo contable del patrimonio al 30/9/19 y lo expresamos en dólares según tipo de cambio a esa fecha (\$ 36,939) resulta un valor de USD 13.8 millones, en cambio, si lo expresamos en UI (4,289) el valor sería de UI 118.7 millones. El valor de la emisión, se recuerda, fue de UI 140.5 millones.

El activo corriente está compuesto básicamente por colocaciones financieras de corto plazo así como la inversión en obras que, en este caso, forman parte del inventario que se espera vender en el correr del año.

En aplicación de las Normas Internacionales de Contabilidad (NIC 40), las inversiones en proyectos inmobiliarios se presentan al valor razonable, estimado en base a tasaciones realizadas por peritos independientes a fechas próximas al cierre del ejercicio anual, o información de mercado. En caso de obras en curso, se exponen según el costo incurrido hasta el momento. Esto significa que, en principio, los inmuebles en construcción tienen, contablemente, un valor subestimado ya que no recoge la utilidad esperada.

Dado que el Fideicomiso cumple con las condiciones de entidad de inversión, la participación en subsidiarias no se consolida y en su lugar, dicha participación se presenta al valor razonable con cambio a resultados.

Al 30/9/19, el patrimonio contable de las subsidiarias no consolidadas era de \$ 154.5 millones, \$ 5.9 millones más que el registrado al 31/12/18 y que se refleja como ganancia en los EE.CC del fideicomiso.

| Cuadro 5: Estado de Resultados Fideicomiso (miles\$) | | | |
|---|------------------|------------------|-------------------|
| Concepto | 30/9/2019 | 30/9/2018 | 31/12/2018 |
| Ingresos operativos | 27.787 | 43.917 | 59.866 |
| Gastos adm y ventas | (24.533) | (21.385) | (28.399) |
| Resultados financieros | 6.173 | 3.666 | 4.398 |
| Resultados diversos | - | 92 | 92 |
| Resultados antes IRAE | 9.426 | 26.290 | 35.957 |
| IRAE | (366) | (117) | (304) |
| Resultados del periodo | 9.059 | 26.173 | 35.653 |

Fuente: EE.CC Fideicomiso

En cuanto a los resultados, los mismos siguen siendo positivos aunque si se compara con el mismo periodo del año anterior se evidencia una caída importante en los ingresos y por consiguiente en las utilidades.

No obstante, consultado el administrador, informó que hay varios negocios que a la fecha de cierre del periodo informado (30/9/19) se encontraban en la etapa de reserva pero que ya en el mes de octubre se concretó la compraventa (es el caso de 48 viviendas a PRU y varias unidades de Interlagos). Contablemente, esos ingresos recién aparecerán a partir de los registros de octubre por lo que cabe esperar que al cierre del ejercicio mejoren las cifras de ingresos/utilidades.

Riesgos Considerados

Riesgo administración, considerando la idoneidad para cumplir con la función de CasasUru S.A. y de EFAM así como la creación del Comité de Vigilancia (introducida en reforma posterior) se considera que el riesgo de incumplimiento de la administradora y del fiduciario con las responsabilidades del proyecto está muy acotado. *Riesgo bajo.*

Riesgo de conflictos, derivado de la posibilidad de juicios capaces de interferir con el mandato recibido y en tanto la existencia de previsiones para enfrentarlos. Por iguales razones que el anterior, resulta poco probable que aun dándose conflictos, el fiduciario y la administradora no pudieran resolverlos a satisfacción del proyecto. El tiempo transcurrido sin que se hayan producido conflictos avala esta opinión. *Riesgo casi nulo.*

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

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

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

En ocasión de la calificación original, se analizó la capacidad del activo subyacente de generar los recursos necesarios para cumplir con las obligaciones del Fideicomiso. Posteriormente, el Administrador fue presentando sucesivos ajustes a las proyecciones financieras, la última de las cuales se presenta en oportunidad de esta actualización. Las sucesivas modificaciones de los flujos financieros y las TIRs van recogiendo las modificaciones que se van registrando en el modelo de negocios.

1. Bienes fideicomitados y aspectos descriptivos del proyecto

Según el contrato de Fideicomiso Financiero y el resumen recogido en el Prospecto de Emisión, el objeto principal del "Fideicomiso Financiero CASASURU de desarrollo de vivienda de interés social I" es el desarrollo de proyectos de vivienda de interés social y su comercialización.

En el momento de la emisión, las proyecciones se presentaban por un período igual a la duración de un ciclo de negocios, o sea 5 años. En la Asamblea celebrada en octubre del 2016 y conforme a las modificaciones mencionadas en los desarrollos inmobiliarios, el plazo se prorrogó tres años más.

Como fuera advertido en las anteriores actualizaciones, el efecto en la demanda por las viviendas, aparece como la variable más relevante para el resultado del negocio. Esta dificultad advertida por CARE, es la principal amenaza del Proyecto. En este sentido, el Administrador ha tomado medidas en pro de mitigar dicha amenaza. Las medidas han sido: (a) la suspensión de los proyectos de Salto (segunda fase) y Las Piedras y (b) activar nuevos desarrollos inmobiliarios destinados a un público objetivo con ingresos mayores y una mayor resiliencia a situaciones macroeconómicas adversas (en especial Interlagos).

A las dificultades históricas de acceso al crédito hipotecario se suma un escenario adverso en lo económico: devaluación de la moneda nacional, debilidad en el mercado laboral, aumento de las tasas de interés internacionales y una situación regional con dificultades. Las modificaciones en el modelo de negocio, intentan mitigar este escenario adverso descrito, en la medida que los proyectos involucran la construcción de viviendas a un público objetivo de mayor poder de compra y más apto para ser sujeto de créditos hipotecarios de la banca comercial.

El Fideicomiso tiene en cartera activa 5 proyectos. Cada uno de ellos presenta diferentes estadios de desarrollo y distinta contribución al éxito del plan de negocios. Algunos desarrollos ya se han culminado y vendido en su totalidad, y otros se encuentran con importantes avances de obra y avanzada la comercialización de las unidades. Hay un proyecto, Interlagos, que recién ha iniciado la construcción de la primer torre y tiene una incidencia de un 62% en los ingresos totales esperados, además de ser el que tiene la mayor TIR esperada (38%). Aparentemente se han superado los problemas que dilataron la ejecución de esta obra, por lo que estarían mejorando razonablemente las perspectivas, siempre que se puedan ir concretando las etapas posteriores.

Cuadro 6: Proyectos en Ejecución

| Proyecto | Incidencia del Proyecto |
|------------------------------|-------------------------|
| Aires del Pinar | 5% |
| Aires del Laurel | 2% |
| Aires de Lagomar I, II y III | 26% |
| Aires del Norte | 5% |
| Interlagos I a V | 62% |
| TOTAL | 100% |

Fuente: CARE en base a información proporcionada por el Administrador.

Como puede observarse en el cuadro, el otro proyecto con alta incidencia en el Plan de Negocios es el de Lagomar, el mismo se encuentra muy avanzado; se ha culminado la fase I y se está trabajando con la II y la III, ésta última ya totalmente vendida al FF Península Rentals.

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

La evaluación de la rentabilidad futura de la inversión y en especial de su TIR se compone de combinar escenarios adversos que inciden negativamente en el negocio y analizar el efecto que tendría en el retorno del proyecto.

El Administrador presentó en esta oportunidad una nueva proyección de los flujos financieros a octubre de 2019, sobre la base de la información real hasta el 16/10/2019 y proyectando los meses y años siguientes sobre la base de los proyectos en marcha y a realizar (incluye un total de 396 unidades, o sea los 5 edificios del proyecto Interlagos). Esto supuso que la etapa II y III de Salto no se realizaría y se vendería el terreno de Las Piedras en aproximadamente USD 1 millón en junio del año 2021.

En el Cuadro 7 se presenta la última proyección del Flujo de Fondos del proyecto que recoge el estado de situación a octubre de 2019 y proyecta el escenario más probable a juicio del Administrador. Los supuestos en general son compatibles por CARE, pareciendo razonable que se haya descartado continuar construyendo en Salto.

La nueva Tasa Interna de Retorno para los CPs de la serie A se ubica en 8% (igual a la última actualización) mientras que para el caso de la TIR consolidada del proyecto, es ahora del 11% (mejor a la anterior 9%). A su vez, los desarrollos inmobiliarios evidencian retornos entre un 1% y 38%. La diferencia de retornos entre los desarrollos y el Fideicomiso se debe a que (a) los retornos de los desarrollos no tienen en cuenta los costos del Fideicomiso, (b) la inmovilización de los fondos por atrasos concomitantemente con el atraso del proceso de venta de las unidades, genera un impacto negativo en la TIR y (c) el manejo financiero cambiario produjo un perjuicio económico debido a las fluctuaciones del tipo de cambio.

De cumplirse estas previsiones y en tanto se alcance esa rentabilidad de la inversión, el guarismo igualmente sería razonable, aunque menor al esperado en el prospecto original. En este sentido resulta clave el cumplimiento en tiempo y forma de los proyectos en ejecución y en especial el de Interlagos, a los efectos de que no se siga deteriorando la rentabilidad esperada.

Cuadro 7 - FF Flujo proyectado

| REAL/PROYECTADO | 2015-17 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | TOTAL |
|----------------------------------|----------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|------------|
| COT UI | 3,91 | 4,19 | 4,43 | 4,67 | 4,93 | 4,99 | | |
| Ingresos por ventas | 26.861 | 55.703 | 54.365 | 108.711 | 119.567 | 131.310 | 74.572 | 571.089 |
| Costos de construcción | -63.719 | -16.356 | -56.865 | -82.535 | -85.371 | -58.552 | -7.182 | -370.580 |
| Cuotas Terrenos | -45.805 | -1.099 | | | | | | -46.904 |
| Otros gastos (permisos) | -297 | -453 | -568 | -2.601 | -351 | | | -4.270 |
| Comisiones y costos venta | -177 | -676 | -701 | -1.309 | -1.540 | -1.951 | -1.042 | -7.396 |
| Costo del FF (incl. Las Piedras) | -22.331 | -7.370 | -7.403 | -7.200 | -7.200 | -7.200 | -6.000 | -64.704 |
| FF PRESUPUESTADO (MILES DE UI) | -105.468 | 29.749 | -11.172 | 15.066 | 25.105 | 63.607 | 60.348 | 77.235 |
| FF ACUMULADO (MILES DE UI) | -105.468 | -75.719 | -86.891 | -71.825 | -46.720 | 16.887 | 77.235 | |
| TIR CONSOLIDADA | | | | | | | | 11% |
| TIR CERT PART A | | | | | | | | 8% |

Fuente: Administrador

3. Sensibilizaciones

CARE considera que los supuestos utilizados para la proyección del flujo financiero pueden resultar levemente optimistas, teniendo en cuenta las dificultades del mercado inmobiliario, aten la actual coyuntura económica nacional y regional desfavorable. Por este motivo, se realizó un análisis de sensibilidad del proyecto sobre la base de este último flujo con el objetivo de estudiar el efecto de la variable que más incidiría en el modelo de negocio, el timing de la venta.

En este sentido se supuso un escenario “pesimista” en el que existen atrasos de 12 meses en las ventas en los diferentes desarrollos inmobiliarios, arrojando una TIR consolidada de 6,9%. También se calculó la TIR del proyecto para el caso de que los ingresos se redujeran en un 5%, y en ese caso la nueva TIR sería del 7,9%. En el hipotético caso de que se den ambas situaciones adversas al mismo tiempo (menor precio de venta y atraso de 12 meses), la TIR alcanzaría al 4,9%. Aún en la situación más desfavorable la TIR alcanzaría un valor aceptable, siempre y cuando se construyan y comercialicen la totalidad de los desarrollos considerados (396 unidades).

4. Estimación del Costo de oportunidad del Capital

La forma de evaluar si una TIR es atractiva o no, es compararla con el costo de oportunidad del capital, lo cual puede hacerse a través del cálculo del costo promedio ponderado del capital (WACC²).

El punto fundamental para el cálculo del WACC, cuando no existe endeudamiento, es la estimación de la retribución de los fondos propios. Para esto se utilizó el modelo de valoración CAPM (Capital Asset Pricing Model) y, siguiendo a Damodaran³ se adicionó a éste una prima que contempla el riesgo específico del mercado en el que se ejecuta el proyecto. En consecuencia para el cálculo del costo de los fondos propios se aplica la siguiente fórmula:

$$E(r_i) = r_f + \beta_{im}(E(r_m) - r_f) + Er_p$$

². Weighted Average Cost of Capital

³. A. Damodaran, “Estimating Equity Risk Premiums” Stern School of Business.

Donde:

$E(ri)$: Tasa de retorno esperada del capital

β_{im} : Riesgo sistemático propio respecto del riesgo de mercado⁴.

r_f : tasa libre de riesgo

$E(R_m) - R_f$: Prima de Riesgo país. Es el premio por riesgo específico al mercado que opera el proyecto.

Er_p : Prima por riesgo específico a la compañía o proyecto evaluado

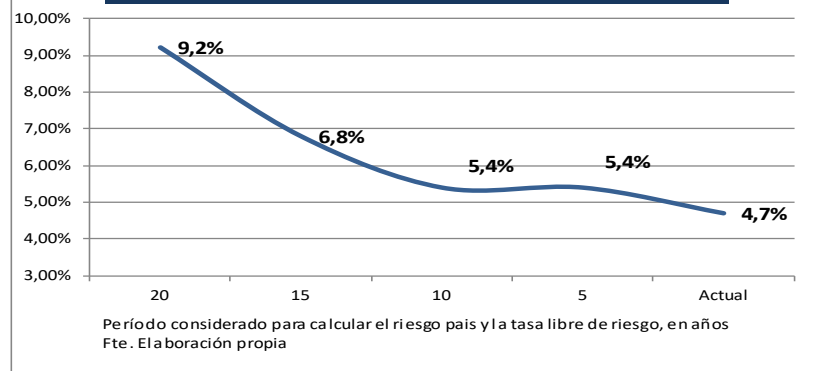
A los efectos de considerar la tasa libre de riesgo se consideran los rendimientos de los Treasury Bonds 10 Years de la Reserva Federal de los Estados Unidos, que en el momento actual se encuentra en 1,8%. El rendimiento de estos bonos ha venido creciendo en los años más recientes, superando el 3% en los últimos meses de 2018, consecuencia del aumento de la tasa de la FED. Sin embargo en los primeros meses de 2019 el rendimiento de los bonos ha bajado y todo indica que pueden bajar aún más. En consecuencia, en el corto plazo no se debería esperar mayores crecimientos en las tasas de interés de los bonos y no resulta razonable esperar que las mismas alcancen niveles tan altos como en el pasado.

Por su parte el riesgo país, medido a través del índice UBI de República AFAP, se consideró a un nivel de 161 puntos básicos, un valor sensiblemente más bajo que en el pasado reciente, pero que responde a la realidad actual. Por su parte, el parámetro "beta unlevered" de Damodaram, para la construcción de viviendas se ubica actualmente en 0,67.

En esta ocasión y a la luz de los valores referidos, se calculó la tasa de retorno esperada del capital para este tipo actividad la cual se ubicaría en 4,72%. Este valor es sensiblemente inferior a la TIR esperada para los CPs A que es del 8%, lo que nos indicaría que la tasa prevista es superior a la teórica. Si bien estas comparaciones no pueden tomarse en sentido estricto, constituyen una referencia que –entre otras- ayuda a conformar un juicio acerca del retorno proyectado de los certificados de participación.

El costo de oportunidad del capital propio ha venido bajando como consecuencia del menor rendimiento los bonos del tesoro de EEUU (tasa libre de riesgo). En este sentido interesa comparar los niveles actuales con los que cabía esperar con los valores promedio de los últimos 20, 15, 10 o 5 años. Puede verse claramente que el costo de oportunidad actual se mantiene por debajo de los valores esperados para períodos más largos.

Gr. 1. Evolución de la tasa de retorno esperada del capital según distintos períodos.



⁴ Se consideraron los betas promedio de empresas de construcción de viviendas en mercados emergentes según A. Damodaram

Esto indica que según estas metodologías, la tasa de descuento del proyecto es adecuada y reforzaría los cálculos del retorno del negocio para el inversor.

Riesgos considerados:

Riesgo de generación de flujos. A partir de lo anterior se trata de señalar la capacidad de generar los flujos en el plazo pactado. Considerando que se modificó el contrato para dotar al Fideicomiso de mayor flexibilidad y mayores instrumentos para concretar la comercialización de unidades, se considera que existe un riesgo moderado y posible de ser controlado a tiempo. *Riesgo medio.*

Riesgo de descalce de monedas. Los ingresos y egresos más relevantes están previstos en la misma moneda, la UI. Estos se ajustan con índices que arbitran con los costos e ingresos del mercado. *Este riesgo por tanto es bajo.*

V. EL ENTORNO

El análisis de entorno refiere a la evaluación de factores futuros que pueden afectar la generación de los flujos propuestos, pero que derivan de circunstancias ajenas a la empresa y refieren al marco general. Tienen que ver con la evolución esperada de los mercados, así como con el análisis de políticas públicas capaces de incidir directamente en el cumplimiento de los objetivos planteados. Este último aspecto, tiene que ver con disposiciones del gobierno en cualquier nivel de la Administración, que generen castigos o beneficios al proyecto. Incluyen por ejemplo, la política tributaria general, la particular del sector, la existencia de subsidios en el crédito de construcción, en el de compra de inmuebles, las disposiciones referidas al ordenamiento del territorio, etc.

Como en las anteriores actualizaciones CARE contó en esta oportunidad con dos documentos especialmente elaborados para la calificadoradora, ambos informes son la base de la información utilizada para la realización de este análisis de entorno, estos son:

- La actualización a julio de 2019 de la investigación periódica que realiza RESEARCH Uruguay contratada por CARE, con el objetivo de analizar la oferta y la demanda de bienes inmobiliarios entre las personas que viven en ciertos barrios de las ciudades de Montevideo y de la Costa.
- La actualización a setiembre de 2019 del Informe Sectorial Inmobiliario (Mercado de Viviendas) realizado por el Ec. Mayid Sáder y la Ec. Serrana Calvette para CARE⁵.

1. Mercado inmobiliario: oferta y demanda

a. La oferta de inmuebles

El sector inmobiliario representa aproximadamente el 8% del PBI y 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 sin precedentes desde la década de los 70 concentrado en importantes compras de campos agropecuarios y construcciones destinadas al sector Premium y luego se orienta hacia la construcción de vivienda destinada al sector medio y medio alto de la población, concomitantemente con una expansión moderada del crédito bancario sectorial. Posteriormente, se registró una segunda fase (2015 – 2018) en la que se aprecia un ciclo de crecimiento mínimo marcado con volatilidad. El 2017 fue un año bisagra en el que se revitalizó la inversión inmobiliaria de vivienda, con una clara concentración de proyectos nuevamente en las zonas más valorizadas de la ciudad de Montevideo y Punta del Este. Este proceso se enlentece a partir del mayo del 2018 producto de una coyuntura regional adversa, ya que el mercado de inversiones inmobiliarias en Uruguay sufrió fuertemente el impacto de la devaluación en Argentina y es de esperar que lo sienta aún más en lo que queda del 2019.

⁵. Ambos trabajos pueden solicitarse en care@care.com.uy

Existen aproximadamente 1,2 millones de viviendas y casi un millón de hogares, lo que implica que aproximadamente 200 mil están vacías o son la segunda o tercera vivienda del hogar (típicamente vivienda de balneario). El sector presenta un stock de viviendas antiguo, con necesidades de reciclajes, reparaciones y mejoras constructivas ya que más del 60% del stock de vivienda fue construido hace más de 40 años presentando características tipológicas y constructivas en vías de obsolescencia

La aprobación de la Ley 18.795 (Ley de Acceso a la Vivienda de Interés Social), introdujo una serie de instrumentos de política pública de forma de seducir al inversor a que construya en zonas céntricas pero con baja oferta. Dicha medida de política ha aumentado sensiblemente la construcción de vivienda en zonas que antiguamente no se construía, ya que los emprendimientos inmobiliarios se desarrollaban básicamente en las zonas Premium. 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 situado en las cercanías de zonas Premium especialmente en aquellas que aprovechan los beneficios fiscales otorgados a partir de la Ley VIS.

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. Refieren a tipologías demandadas en general, por los hogares con percentiles más altos de ingreso. Se construyen tipologías más reducidas en términos de metros cuadrados y de habitaciones por vivienda en relación con el stock existente. El promedio de dormitorios por vivienda continúa en baja y se sitúa en 1,5. Las zonas geográficas elegidas siguen siendo Pocitos, Punta Carretas, Malvín y Carrasco, pero en los últimos años se ha sumado el Centro, Cordón y Tres Cruces aprovechando los beneficios fiscales de la Ley 18.795. 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.

La notoria caída de la construcción de torres económicas ha provocado una lenta recomposición de la oferta de vivienda para los sectores socioeconómicos que históricamente se financiaban con crédito del BHU. Dicho segmento de la demanda ha quedado mayormente desatendido y es de esperar que la nueva oferta se concentre en asistir el exceso de demanda existente en este nicho de mercado que evidencia un desajuste entre la oferta y la demanda. En tal sentido, la ANV ha promovido proyectos por 17.910 viviendas al 15 de agosto del 2019, de las cuales alrededor de 9000 han culminado las obras⁶.

Estos datos ratifican que la medida de política pública fue acertada y otorgó estímulos en un segmento del mercado que lo demandaba. No obstante lo anterior, las modificaciones normativas de enero de 2017, crearon un marco de incertidumbre que redundó en un enlentecimiento de la presentación de propuestas por parte de los desarrolladores ante la ANV. Los desarrolladores inmobiliarios han invertido en predios lo más cercanos posibles a las zonas de mayor demanda, no arriesgándose a invertir en zonas donde la demanda no se encuentra madura.

⁶. Datos a l 30/04/2018

b. La demanda de inmuebles

El inmueble es un bien de uso y una reserva de valor al mismo tiempo, por lo tanto la demanda inmobiliaria se puede descomponer en un mercado para uso y un mercado de inversión.

Los factores que más inciden en la demanda para **uso** son el aumento de la población, el ingreso de los hogares, la tasa de interés real y el acceso a los créditos inmobiliarios; mientras que los que más inciden en demanda para **inversión**, son la tasa de interés y los flujos de capital.

o Factores que inciden en la demanda para uso

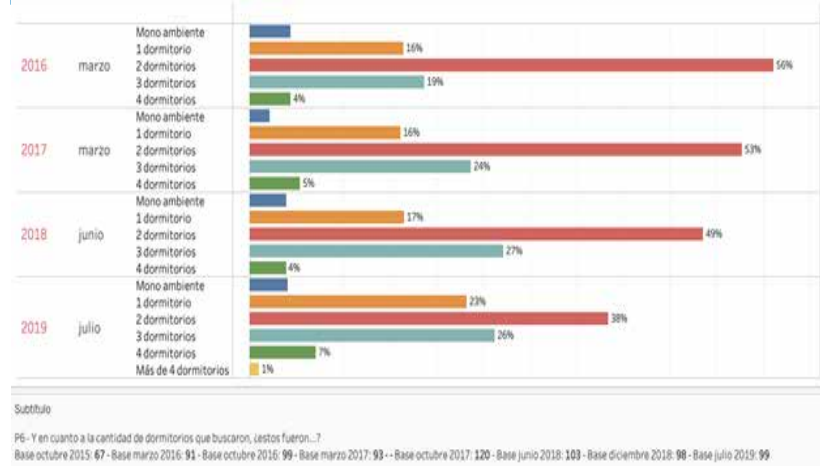
En nuestro país el **crecimiento de la población** ha sido prácticamente nulo en los últimos 50 años y no se espera que tenga mayores variaciones en los próximos, por lo que este factor no va a incidir en la demanda por viviendas.

No obstante, existen otros drivers propios de nuestro país que seguramente si tendrán incidencia positiva en la demanda por vivienda. El avance en la esperanza de vida, la creciente fragmentación del hogar, la disminución de la tasa de matrimonios, el progresivo aumento de jóvenes con estudios terciarios en el mercado laboral y el incremento de la inseguridad, han cambiado el paradigma en el mercado de la vivienda. Esto genera una disociación entre el stock y la demanda por vivienda. En el año 2011 el 24% de los hogares estaban habitados por una sola persona mientras que en 1996 era el 17% (Censos de Población y Vivienda). En el sentido inverso, en 1996, la familia "tradicional" (hogar biparental con hijos) representaba valores cercanos al 40% de los hogares mientras que en el último Censo representó un 28,5%. En lo que respecta a la fragmentación de los hogares, Uruguay presenta la mayor proporción de hogares unipersonales de América Latina, evidenciando valores comparables con ciudades europeas.

Por estos motivos, el mercado demanda tipologías constructivas cada vez más reducidas y en la franja costera el tamaño de los hogares se acerca a una relación de dos habitantes por vivienda. De cada tres nuevos hogares, dos son unipersonales. La nueva oferta edilicia muestra 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. Mientras que en la década del noventa, el promedio oscilaba valores de 2,5 dormitorios por vivienda, en la actualidad ese promedio se redujo a apenas 1,7. Esta reducción se verifica también por el aumento de las unidades monoambiente.

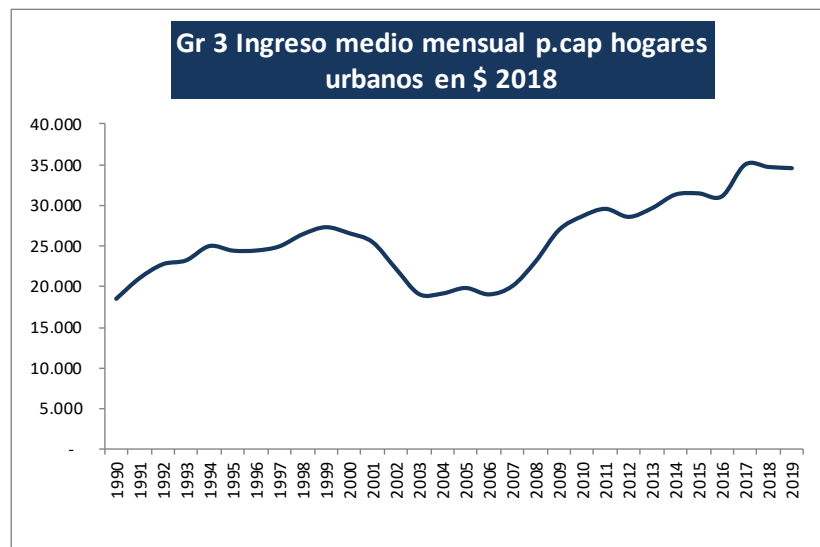
Para cuantificar la demanda por uso, se contrató los servicios de Research International Uruguay. La encuesta realizada por Research en julio de 2019 entre quienes estuvieron buscando vivienda, muestra que prácticamente un 61% de los entrevistados, prefieren unidades que cuenten con 1 o 2 dormitorios. Respecto al lugar de estacionamiento, que en primera instancia parecería ser una necesidad de los hogares, no constituye uno de los factores determinantes a la hora de elección de una vivienda. Con respecto a la ubicación, los atributos que se destacan en la encuesta como más demandados, refieren a que la vivienda este situada en un lugar céntrico, con buena locomoción, seguro y cercano a su trabajo. En lo que refiere a barrios, se destacan el Centro y Cordón

Grafica 2. Cantidad de Dormitorios demandados (%)



Fuente: RESEARH, Encuesta Julio de 2019

El **ingreso de los hogares** ha venido creciendo en los últimos 15 años después de la caída producto de la crisis económica y financiera de 2002. Esta mejora, ha repercutido en un mayor número de demandantes de viviendas concomitantemente con el incremento del precio medio del metro cuadrado. Sin embargo, para el 2019 se estaría confirmando un probable estancamiento en los ingresos reales de las familias, lo que sumado a un desempleo que en el mes de julio se ubica en un 9,1%. determina un cambio en las expectativas que seguramente contribuye al enfriamiento del sector.

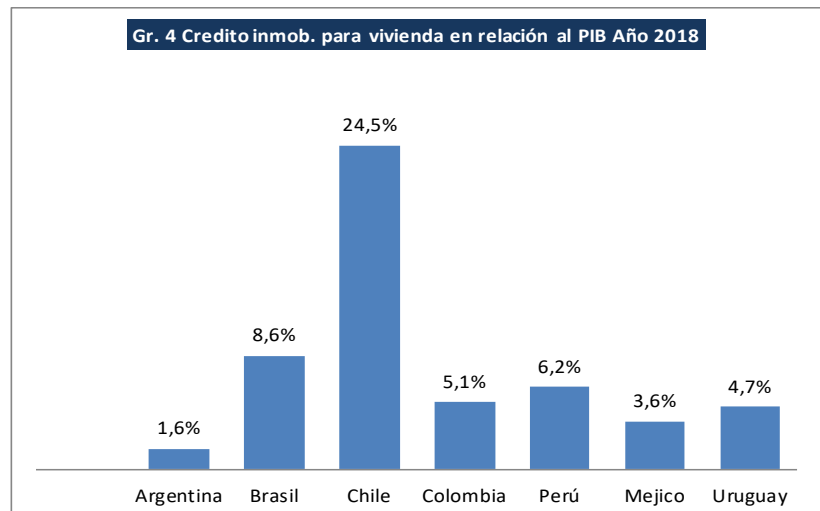


Fuente: Elaborado en base al INE.

Por su parte, la compleja situación regional actual, las dudas que se plantean en cuanto al futuro y la devaluación del peso uruguayo, estarían generando expectativas poco favorables para el mercado inmobiliario, al menos para el corto plazo y para la concreción de compraventas. Por su parte el Índice de Confianza del Consumidor (UCUDAL y Equipos Consultores) muestra una caída, lo que confirma esta percepción.

La demanda por compra de vivienda para consumo depende en gran medida del **acceso al crédito hipotecario**.

Mientras que en los países desarrollados el crédito hipotecario ha superado el 80% del PBI, en Latinoamérica dicho indicador se ha mantenido por debajo del 10%, con excepción de Chile y México. La gran volatilidad macroeconómica, combinada con episodios de alta inflación o hiperinflación, que ha experimentado la región en el pasado, han repercutido negativamente en el crédito hipotecario, ya que el mismo se concentra en operaciones de largo plazo.



El coeficiente crédito hipotecario/PBI en el Uruguay es reducido en relación a la región. En la actualidad, considerando el promedio del saldo de colocaciones bancarias de la rama “crédito para familias para la adquisición de viviendas” con respecto al PBI del año 2018, el porcentaje es del 4,7%, el que se considera exiguo para satisfacer la demanda potencial de vivienda. Si bien el porcentaje actual se encuentra en el entorno del promedio de los últimos 15 años, está muy por debajo de los valores de la década del noventa, cuando se ubicaba en el entorno del 9,5%.

Según información del Banco Central del Uruguay (BCU), actualmente el crédito hipotecario a las familias (stock) se ubica en el entorno de los 2.500 millones de dólares y el crédito al sector construcción se sitúa en los 300 millones de dólares (flujo). Estas variables, al estar nominadas mayoritariamente en UI, tienen oscilaciones producto de los cambios en el tipo de cambio, además de las endógenas.

A partir de 2017 comienzan a recuperarse el número de operaciones de crédito hipotecario, tendencia que se mantiene hasta fines de 2018. Durante 2019, como era de esperarse el número de operaciones muestran una clara tendencia decreciente, por su parte, el stock de deuda se mantiene estabilizado.

Gr 5.- Stock de crédito con destino a viviendas y número de operaciones nuevas

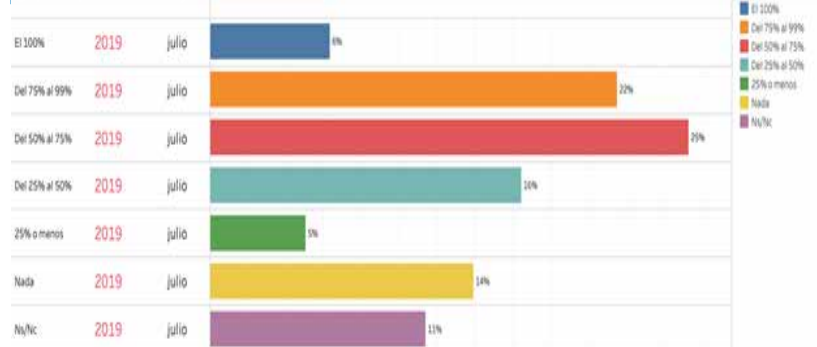


Fuente: En base a datos del BCU

El crecimiento del sector de vivienda necesitaría de un mercado financiero más profundo en lo que refiere a las dotaciones de crédito hipotecario. Esto se fundamenta mediante los datos de diferentes fuentes complementarias:

- Según Research International Uruguay (ver Gráfica 5), el 53% de las familias y personas demandan financiamiento por más de la mitad del valor de la vivienda.
- Según el INE y el BHU, entre 1988 y 2002 dicho Banco financió en promedio, la construcción de 4.452 viviendas por año y realizaba 2.807 créditos de largo plazo para la compra de vivienda (promedio anual). En la actualidad, únicamente financia los créditos de largo plazo, no interviniendo en el crédito a la construcción de viviendas.
- En base a las citadas fuentes y asumiendo un promedio de operación de crédito por 100 mil dólares, existiría un déficit de crédito bancario a la vivienda (en términos históricos) de aproximadamente 280 millones de dólares por año (respecto a la década del noventa).

Grafica 6. Necesidad de financiamiento para el acceso a la vivienda ¿qué porcentaje de la compra debe ser financiado?



P24.2 - ¿Qué porcentaje del valor de la casa o apartamento que quiere comprar, piensa que va a ser financiado? (RU)
 Base octubre 2015: 90 - Base marzo 2016: 67 - Base octubre 2016: 71 - Base marzo 2017: 70 - Base octubre 2017: 53 - Base junio 2018: 83 - Base diciembre 2018: 65 - Base julio 2019: 79

Fuente: Research

Entre las restricciones más importantes a la hora de acceder a una línea de crédito, se destacan: el poseer algún ahorro previo y un promedio de ingreso mensual no inferior a \$ 107.200 líquidos mensuales por núcleo familiar (ver Gráfica 6). Según datos del INE, este último monto es un 50% superior al ingreso promedio de un hogar montevideano.

Gráfica 7 Ingreso promedio del hogar para acceder a un crédito de vivienda



* Préstamo a 25 años en UI con una tasa de 7% anual y seguro estándar del BSE asociado a préstamos del BHU. Financia 80% de un inmueble medio tipificado de 65 m2. La restricción supone que la cuota mensual no supere el 30% del ingreso familiar. Ingresos a precios de junio de 2018.

Fuente: Research y Briq analytics

El crédito hipotecario de largo plazo se presenta en la actualidad como el cuello de botella del acceso a la vivienda. A su vez, los bancos no podrán incrementar en gran escala los créditos de largo plazo debido a que tendrían un problema de descalce de plazos entre sus operaciones activas y pasivas.

Los Fondos de Pensión aparecen como los financiadores ideales de este tipo de operación crediticia.

o Factores que inciden en la demanda por inversión

Si se analiza la demanda por inmuebles por motivo inversión, las variables que más inciden son **la tasa de interés real y los flujos de capital**. Un factor cualitativo que afectó positivamente la demanda inmobiliaria por inversión en el país fue la inestabilidad del mercado financiero en Uruguay (crisis 2002) y en el mundo (crisis 2008). Tras la caída de Lehman Brothers y la crisis del 2008 en Estados Unidos, los inversores en Uruguay fueron vendiendo productos financieros globales para posicionarse en activos inmobiliarios domésticos. Hasta el 2017 las tasas de interés habían permanecido bajas (y hasta negativas en términos reales), luego empezaron a subir y en consecuencia los flujos de capital hacia los países emergentes comenzaron a reducirse. Actualmente la economía mundial está sintiendo las dificultades en terrenos geopolíticos. Un Brexit sin acuerdo, la guerra comercial primero y la latente guerra de divisas entre China, UE y USA conspiran contra los buenos resultados económicos globales. No obstante, la situación de los países emergentes en general, podría verse beneficiada de esta incertidumbre en los países desarrollados. En particular, el regreso de las tasas de interés bajas, podrían traer dinero barato para estas latitudes.

o Evolución de los precios

El precio del metro cuadrado de vivienda expresado en dólares para la venta de vivienda nueva ha disminuido levemente este último año (6% de caída según el informe de Bric Analytic). Sin embargo, dicho precio expresado en valores constantes se ha mantenido sin variaciones. La coyuntura actual encuentra un mercado de compraventa donde la oferta y la demanda están desencontrados. Los precios que esperan obtener los propietarios y los que están dispuestos a pagar los promitentes compradores están cada vez más separados.

El precio del metro cuadrado expresado en pesos constantes, refleja más la realidad del mercado inmobiliario que el expresado en dólares. Los agentes transan y valoran los inmuebles en dólares (cálculo patrimonial), pero el precio de este activo se correlaciona de forma más eficiente con la unidad indexada/unidad reajutable que con el valor del dólar. Esto se debe a que,

- (i)** la vivienda es un bien No Transable y por lo tanto se determina por la demanda y oferta doméstica, no arbitrando con inmuebles de terceros países, y
- (ii)** aproximadamente el 80% del costo de producción de la vivienda también son bienes no transables y que se transan en moneda local.

En el único momento donde el valor oscila de forma importante, es cuando la economía reviste shocks macroeconómicos de relevancia (como el de julio de 2002). Esto se debe a que, ante escenarios adversos, el precio del inmueble expresado en dólares reacciona más lentamente (a la baja) que el IPC o el IMS (índices de ajustes de la UI y de la UR respectivamente). Por este motivo, el precio del metro cuadrado en UI o en UR aumenta en 2002 y 2003 para después alcanzar un equilibrio a partir de 2005. Ha ocurrido lo mismo, aunque en menor magnitud, en el año 2015, donde el dólar aumentó sensiblemente pero los valores de transacción aún se mantuvieron en dólares corrientes.

A su vez, el precio de los inmuebles expresados en UI conjuntamente con el cociente crédito bancario/monto total de transacciones, sirven para diagnosticar si el mercado está viviendo una burbuja. En este sentido, la estabilidad de precios en UI sumado a la baja penetración del crédito hipotecario en el sector inmobiliario, evidencian que los precios no estarían sobrevalorados.

o Mercado de los alquileres.

En la medida que no haya un cambio que abarate y masifique el crédito hipotecario, el alquiler continuará siendo la válvula de escape del mercado inmobiliario. A su vez, escenarios de suba del tipo de cambio, encarecen el acceso a la vivienda para el público que necesita de crédito bancario. Como puede apreciarse en la siguiente gráfica, el incremento del tipo de cambio evidenciado a mediados del 2018, encareció la compra de vivienda en relación al alquiler.

Gráfica 8. Precio de venta y alquiler. Montevideo



Fuente. Briq Analytics

Para el caso de Uruguay en particular, el acceso a la vivienda parece ser más dificultoso en términos comparativos con otros países de la región, ya que el 40% de los hogares no es habitado por sus propietarios. Para el promedio del país la proporción de hogares inquilinos es del 17%, siendo el caso de Montevideo el departamento con un porcentaje más alto alcanzando a un 23%.

El mercado de alquileres en Montevideo se concentra sobre la zona central del departamento, donde se ubica la mayor parte de los nuevos emprendimientos inmobiliarios.

Escenarios de adelanto cambiario y de incremento de las tasas de interés hipotecarias le quitan poder de demanda de compra de vivienda a las familias y presionan el mercado de alquileres. Por el contrario, escenarios de atraso cambiario, incrementan el poder de compra de vivienda y le quitan presión al mercado de alquileres.

o Sobre el precio de largo plazo de los activos inmobiliarios.

Corresponde analizar la evolución del valor de los inmuebles. A continuación se presentan dos diferentes metodologías teóricas que tienen por objeto estimar la evolución futura de los precios de los inmuebles.

- (a)** En moneda constante doméstica, el precio de los inmuebles (en promedio) tiende a crecer en el largo plazo una cifra similar a lo que creció la economía en promedio, menos una depreciación teórica. Como generalmente las transacciones de los inmuebles se expresan en dólares, a este factor hay que sumarle la pérdida del valor del dólar promedio anual y restarle una depreciación por uso. A su vez, se podría suponer una tasa de depreciación de 2% si asumimos una vida útil del inmueble de 50 años.
- (b)** Otra alternativa de razonamiento sería observar la evolución del ICC (índice del costo de la construcción) en dólares corrientes restándole la tasa de depreciación antes mencionada para el mismo período (1985-2015). Este índice captura la evolución del costo de reposición del inmueble en cuestión.

Los resultados de la aplicación de estos modelos teóricos muestran que considerando la opción (a) la tasa del aumento del valor en dólares sería del 3,5%, mientras que en la opción (b) sería del 4,7% promedio anual.

Dado que el Modelo de negocios tiene estipulado un horizonte temporal de 7 años, podría suceder que en el momento de venta del stock de viviendas la economía se encuentre en una fase de depresión del ciclo económico. De ocurrir este escenario hipotético, el Fideicomiso cuenta con los mecanismos formales para diferir el proceso de desinversión y extender los plazos estipulados en el Prospecto.

o Aproximación al mercado de compraventas.

La información oficial del mercado de compraventas generalmente está dos años atrasada y no es útil para hacer un seguimiento de la coyuntura sectorial. Por este motivo es que se sigue la evolución de indicadores indirectos que permiten inferir el nivel de actividad del mercado inmobiliario. El índice de confianza del consumidor conjuntamente con el índice BRIQ de operativa inmobiliaria permiten conocer la coyuntura inmobiliaria casi a tiempo real. El índice BRIQ se construye conjugando la recaudación de ITP y el nivel de créditos hipotecarios bancarios (monto y cantidad de operaciones).

El ITP continúa registrando caídas desde el segundo semestre del 2018 tras la crisis financiera evidenciada en Argentina, que generó un marcado deterioro al clima de expectativas domésticas. Asimismo, si se compara la recaudación por concepto de este impuesto en el segundo trimestre de este año respecto al mismo período del año anterior, la misma experimentó una caída del 23% en pesos constantes.

El ITP registró una caída a partir del mes de mayo del 2018 tras la crisis financiera evidenciada en Argentina, que generó un marcado deterioro al clima de expectativas domésticas. No obstante lo anterior, el incremento de las operaciones de crédito suavizaron la caída del índice. El Índice de Confianza del Consumidor realizado por la UCUDAL y Equipos Consultores evidenció una caída, lo que deja en evidencia que el consumo no logra dinamizarse, como consecuencia de las acciones de los consumidores más pesimistas que realizaron ajustes a la baja en su predisposición a gastar.

Asimismo, el índice de operativa inmobiliaria evolucionó de forma idéntica que las anteriores variables.

Gráfica 9. Índice de operativa inmobiliaria Briq Analytics



Fuente: Briq Analytics

- **En resumen**

Para el corto plazo, cabe esperar un mercado inmobiliario relativamente deprimido, con tendencia al enfriamiento en materia de compradores los que estarán a la espera de lo que ocurra con el tipo de cambio, con la región y con las tasas de interés internacionales. Cabría esperar entonces un incremento en la proporción de operaciones de alquiler en desmedro de la compra, ya que los compradores se mostrarían muy cautelosos de asumir compromisos de largo plazo, ya que las principales señales respecto de las expectativas son negativas en el corto plazo. No obstante, como los precios de los inmuebles para este fideicomiso están establecidos en pesos (UI), ello podría jugar a favor en el caso de que los potenciales compradores dispongan de su ahorro para la entrega inicial en dólares; esto último podría atenuar un poco los efectos de la coyuntura adversa.

Para el mediano y largo plazo, se mantienen en términos generales las buenas perspectivas para el sector, ya que la demanda por inmuebles nuevos existe y se fortalecerá una vez se logre superar la coyuntura adversa. La disponibilidad de créditos hipotecarios de largo plazo será la clave para dinamizar la demanda, que seguramente será mayor para aquellos inmuebles que se ofrecen en Unidades Indexadas, ya que éstos no habrán tenido aumentos como consecuencia del aumento del dólar en mercado doméstico.

2. 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 de forma muy eficiente e incentivos que atienden 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, donde existe una alta probabilidad de que cualquiera sea la orientación política partidaria del próximo gobierno aseguraría el rumbo de intervenciones “amigables” en el mercado hacia la oferta de desarrollos inmobiliarios y hacia la demanda por vivienda.

Los resultados de la Ley fueron positivos y destinaron inversión en diversas zonas geográficas donde pocos operadores privados hubiesen invertido capital. No obstante lo anterior, algunas modificaciones en la reglamentación e instrumentación de la Ley realizadas en estos últimos 2 años, han generado un clima de cierta desconfianza en el sector privado enlenteciendo en parte el ritmo de presentación y ejecución de nuevos proyectos amparados por el régimen de política pública.

El Decreto 329 del año 2016 agrega otro estímulo sectorial que aún no es posible inferir sus efectos sobre la oferta de vivienda en el país.

En lo que respecta a las políticas públicas, por el momento, más allá de lo que se mencionó líneas arriba, no se evidencian signos de intervenciones negativas.

3. Conclusiones sobre el entorno

El riesgo mercado. Entendido como la posibilidad de que los negocios inmobiliarios de desarrollen con un adecuada revalorización se encuentra acotado, ya que más allá de circunstancias coyunturales existe una demanda real y en expansión por inmuebles del tipo de los que se construyeron en este fideicomiso. Por otra parte, la extensión de los plazos permitirían contar con más chances de éxito, de registrarse contratiempos tanto en el sector como en la economía en su conjunto. *Riesgo medio bajo.*

El riesgo de políticas públicas. Se encuentra acotado ya que la política hacia el sector ha sido apoyada por todos los sectores políticos. No obstante lo anterior, existe un riesgo asociado a intervenciones negativas para la inversión en lo que refiere a las políticas públicas, por ejemplo en la regulación de los alquileres o la reducción de los incentivos. *Riesgo bajo.*

VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

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

En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos -, tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los Certificados de Participación de la Serie A recogen la calificación BBB- (uy)⁷ de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez

⁷ BBB- (uy). Se trata de instrumentos que presentan un riesgo medio bajo para la inversión, ya que evidencian un desempeño aceptable y suficiente capacidad de pago en los términos pactados. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, y las características del entorno, dan en conjunto moderada satisfacción a los análisis practicados, sin perjuicio de alguna debilidad en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo. Podría incrementarse el riesgo del instrumento ante eventuales cambios previsibles en los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, o en la economía en su conjunto. La probabilidad de cambios desfavorables previsibles en el entorno es de baja a media baja, y compatible con la capacidad de la administradora de manejarlos aunque incrementando el riesgo algo más que en las categorías anteriores. El signo - que acompaña a la nota indica que la calificación se acerca más a la categoría inferior de acuerdo al puntaje. **Grado de inversión mínimo.**



Ing. Agr. Adrian Tambler