

CARE

CALIFICADORA DE RIESGO

ACTUALIZACIÓN DE CALIFICACIÓN DE RIESGO DE TÍTULOS MIXTOS DEL FIDEICOMISO FINANCIERO “PLATINUM”

Montevideo, abril de 2025

| | |
|----|---|
| 4 | RESUMEN GENERAL |
| 6 | I INTRODUCCIÓN |
| 10 | II EL FIDEICOMISO LOS TITULOS |
| 12 | III LA ADMINISTRACION : EL FIDUCIARIO Y EL OPERADOR |
| 17 | IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO DE FONDOS |
| 22 | V EL ENTORNO |
| 40 | VI CALIFICACIÓN DE RIESGO |

Actualización de Calificación Oferta Pública 13 - abril - 2025

| | |
|-------------------------------------|--|
| Fecha de Emisión: | Julio de 2021 |
| Denominación: | FIDEICOMISO FINANCIERO "PLATINUM" |
| Títulos: | Títulos Mixtos (90% deuda, 10% equity) con interés base del 3% e interés contingente incremental. Fiduciario: EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A. |
| Entidad Registrante: | EF Asset Management |
| Entidad Representante: | Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A. |
| Moneda: | dólares americanos |
| Importe de la emisión: | Hasta USD 165.000.000 (ciento sesenta y cinco millones de dólares). |
| Distribuciones: | Anualmente según resultados acumulados. Realizados según procedimiento establecido. |
| Administrador: | Platinum Real Estate SA (ex Dalystown S.A.) |
| Plazo: | 30 años |
| Activos del Fideicomiso: | Bienes inmuebles, contratos de alquiler y fondos líquidos e instrumentos financieros adquiridos o mantenidos en propiedad fiduciaria por el fideicomiso. |
| Comité de Calificación: | Julio Preve Folle, Martín Durán Martínez y Santiago Rego |
| Calificación de Riesgo: | BBB.uy |
| Vigencia de la calificación: | 30 de noviembre de 2025 ¹ |
| Manual utilizado: | Manual Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros |

¹. De acuerdo a la metodología de CARE, la nota conferida, ante la aparición de hechos relevantes que así lo justifique puede ser modificada en cualquier momento.

Resumen General

CARE ha calificado los títulos mixtos en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero Platinum, manteniendo la calificación 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 que se anexó en la calificación original de 2021. Un aspecto a tener en cuenta es que el proyecto se desarrolla en un inmueble aportado por los fideicomitentes. Este aporte se hace a través de la cesión de la totalidad del paquete accionario de una sociedad (Cepheus SA). Este tema se trata en el informe jurídico que se anexó en la calificación original.
- Un negocio que desde el punto de vista económico-financiero para el inversor soporta una serie de escenarios de estrés ajenos al negocio, a los que razonablemente la calificadora sometió al proyecto en su calificación original.
- Un proyecto que desde el punto de vista físico y económico supera en el mismo sentido que en el punto anterior, diversas pruebas, incluyendo la aplicación de exoneraciones fiscales legales consistentes con las ampliaciones al régimen disponible. Estas fueron aprobadas en 2022.
- De modo especial se evalúa adecuadamente el atractivo de la zona y del segmento de unidades que producirá el Administrador a través del Proyecto Cosmos (previamente Platinum). Por un lado, los antecedentes de los directores de la entidad administradora ofrecen los recaudos necesarios de conocimiento y experiencia en el sector y el negocio. En segundo lugar, la zona y las características del Proyecto se amalgaman correctamente y explotan un mercado en expansión que se ajusta a las necesidades del mercado en los segmentos que atiende el proyecto.
- El proyecto original estipulaba una tasa interna de retorno del 8,35% que fuera sensibilizada satisfactoriamente por CARE ante escenarios adversos de distinta intensidad, con ajustes sobre precios y cantidades. La actualización de la TIR en diciembre de 2024 se encuentra en torno a 7,5% incorporando cambios en el plan comercial y en el escenario macroeconómico.
- Se mantiene la visión positiva sobre el mercado inmobiliario en general, destacándose el dinamismo de la transaccionalidad, la inversión y la reducida vacancia en el sector de oficinas. El Proyecto Cosmos se encuentra diversificado entre vivienda y oficinas, ambas en segmentos de alto estándar y respondiendo al desarrollo de la centralidad en torno a 26 de marzo y Luis Alberto de Herrera, que se ha posicionado como un polo de atracción del punto de vista comercial, corporativo e inmobiliario. A su vez, las preferencias de los hogares coinciden con las consideraciones generales del proyecto. Por el lado de las oficinas, el segmento A + mantiene el dinamismo, con altas tasas de ocupación y precios sostenidos, en general y en la zona donde se enclava el inmueble.

- En cuanto a las políticas públicas sectoriales, se mantienen los estímulos a la oferta de nuevos emprendimientos inmobiliarios, en especial aquellos de Gran Dimensión Económica, a los cuales el Proyecto Cosmos adhirió. Hacia adelante, estos estímulos fiscales podrían ser revisados para nuevos proyectos.

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 títulos mixtos en el dominio fiduciario del fideicomiso financiero denominado “Fideicomiso Financiero Platinum”.

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

El marco conceptual de esta calificación supone un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica el desempeño esperado del fideicomiso, su capacidad de generar los resultados que permitan honrar las obligaciones contraídas con los beneficiarios, 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 simulaciones realizadas por CARE como razonables para el proyecto, las futuras no se vinculan estrictamente con la obtención de estas cifras. En efecto, se trata de una emisión de títulos mixtos con tasa de interés fija de 3% y tasa de interés contingente incremental con el correr de los años. Por tanto, la nota no dependerá directamente 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 que se juzgue aceptable en ocasión de cada recalificación, cubriendo como mínimo el interés base de 3% del componente deuda.**

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 Santiago Rego, Martín Durán Martínez y Julio Preve. Asimismo, CARE contrató los servicios del Dr. Leandro Rama para la realización del informe jurídico.

La vigencia de esta calificación es hasta el 30 de noviembre de 2025. No obstante, la misma puede variar ante la aparición de hechos relevantes.

2. Antecedentes generales

- Se emiten títulos mixtos por USD 165 millones. El objetivo del Fideicomiso es generar rentabilidad para los Titulares de los TTMM a través de la inversión en:
 - (i) La construcción de un proyecto inmobiliario denominado proyecto Platinum (actualmente COSMOS) con una superficie total de más de 91 mil m2 repartidos en tres edificios destinados a vivienda, oficinas, locales comerciales y estacionamiento. Este proyecto se ubica en la zona del Puerto del Buceo.
 - (ii) La venta y arrendamiento de oficinas, locales comerciales, viviendas y estacionamientos. El Plan de Negocios establece los destinos de cada tipo de unidad.
- El proyecto se desarrolla en terreno propiedad de CEPHEUS SA cuyo paquete accionario es cedido a este Fideicomiso². Una vez constituido el Fideicomiso Financiero Platinum, los Fideicomitentes están obligados a transferir al patrimonio de afectación autónomo del Fideicomiso, la totalidad de las acciones en dicha sociedad, con lo cual el Fideicomiso pasa a ser titular del 100% del paquete accionario de CEPHEUS. En contraprestación por dicha transferencia, se pacta en el Contrato un precio de USD 34,4 millones (USD 32,4 millones en Títulos Mixtos y USD 2 millones en efectivo).
- El operador del Fideicomiso es Platinum Real Estate S.A (ex Dalystown S.A) cuyos directores detentan amplia experiencia y trayectoria en proyectos inmobiliarios de oficinas y vivienda de gran dimensión, siendo referentes en el sector y en el desarrollo de la zona donde se enclava el Proyecto Platinum. Por otra parte, sus directores también son fideicomitentes del Fideicomiso Financiero Platinum en calidad de propietarios de Cepheus SA. El Fideicomiso ha designado al Comité de Vigilancia el cual se encuentra en funciones.
- El Fideicomiso tiene un plazo de duración de treinta (30) años, contados desde el inicio de actividades, o hasta el momento en que se liquiden todos los Activos del Fideicomiso y se cancelen todas las obligaciones derivadas del mismo. El plazo está dividido en dos períodos: período de inversión y desarrollo, de cuatro (4) años y un período de gestión activa del portafolio de unidades de vivienda, oficinas, locales comerciales y garajes, tanto para la venta como arrendamiento durante el plazo remanente.
- Los títulos mixtos emitidos pagarán un interés base del 3% lineal anual sobre saldos de capital adeudados y un interés contingente con tasa incremental lineal anual sobre saldos de capital adeudados de 1,5% desde el año 4 hasta el año 7 inclusive, 3% desde el año 8 hasta el vencimiento de los Valores. Esta estructura reduce la carga de intereses a pagar durante el período de inversión en el proyecto edilicio, la cual se incrementa con el desarrollo del proyecto. A su vez, los títulos mixtos incluyen un componente de 10% de derecho de participación que refiere a pagos sobre el remanente, ya sea una vez cancelados todos los intereses o al momento de liquidación del FF Platinum (FFP).

². Al 5 de marzo de 2020, la firma IOCCO tasó el terreno en USD 40 millones.

- El FFP tiene una estrategia definida con foco principal en el mercado de oficinas y vivienda en una zona de alto estándar, atractiva como centro de servicios y oficinas. A su vez, el Proyecto contempla también locales comerciales y estacionamientos que complementan la oferta y diversifican riesgos entre distintos agentes económicos y servicios. El Proyecto Cosmos está orientado a la generación de espacios de oficinas A+.
- Se han realizado los trámites de exoneración fiscal previstos, obteniéndose la declaración de “proyecto promovido” del Ministerio de Economía y Finanzas en enero de 2022. En agosto 2021 se obtuvo el permiso de construcción por parte de la Intendencia de Montevideo. En febrero de 2022 se iniciaron las obras, adjudicadas a dos empresas (Constructora Sudamericana SA y Norte SA).
- En cuanto a los aspectos comerciales, se modifica la forma de pago de las unidades hacia un esquema bimoneda definido por 30% en USD y 70% en UI. Esto responde a la coyuntura económica y al riesgo de descalce de monedas en caso de que el pago fuera en su totalidad en USD, más considerando el escenario actual de apreciación del peso. En vistas de la coyuntura macroeconómica y la apreciación del peso uruguayo, se han acordado estrategias de forwards con un banco de plaza.
- Al cierre de 2022, se actualizó el modelo financiero considerando la evolución del escenario macroeconómico, en especial la evolución del dólar respecto a lo previsto inicialmente, el avance de obra, los cambios al plan comercial en materia de ventas y precios, entre otros. Todo lo anterior implicó una moderación de la TIR, pasando de 8,35% a 7,95%.
- En diciembre de 2022, la Dirección Nacional de Propiedad Intelectual del MIEM concedió la marca Cosmos al proyecto.
- En octubre de 2023 se firmó con la Intendencia de Montevideo el contrato de concesión de uso de la plaza ubicada en el espacio público lindero al padrón No 430.970 de Montevideo, para explotación comercial, por un plazo de diez años.
- En 2024, El Administrador acordó una nueva lista de precios para las unidades en venta, volviendo a fijar el dólar como moneda de venta, desandando la modalidad bimonetaria que había fijado previamente.

3. Hechos salientes del período

- En setiembre y noviembre 2024 se realizaron dos capital call por USD 5 millones y USD 10 millones, respectivamente
- La fecha prevista de entrega de las obras se modificó, estimándose la entrega entre mayo y agosto de 2025.
- El Administrador está ampliando su oferta comercial, incorporando alternativas vinculadas al sector salud. Para esto ha contratado una consultoría que aborda esta línea de negocio.

- Se realiza una actualización del modelo financiero a diciembre 2024. Esta incorpora la actualización del contexto macroeconómico, el grado de avance de obra y su impacto financiero y el Plan Comercial para el cuarto año del Fideicomiso. En la sección cuatro se detallan los resultados.
- Se aprobaron modificaciones al Contrato del Fideicomiso en Asamblea de titulares de los títulos mixtos. Estas modificaciones reflejan aspectos de la gobernanza, de la gestión operativa y de las definiciones comerciales

4. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- Informe trimestral de gestión agosto 2024-octubre 2024 y noviembre 2024-enero 2025}
- Informe Operativo y Comercial Anual Noviembre 2023- Octubre 2024
- Carta de abogados sobre no existencia de contingencias jurídicas. agosto 2024-octubre 2024 y noviembre 2024-enero 2025
- Informe Fiduciario agosto 2024-octubre 2024 y noviembre 2024-enero 2025
- EE.CC. del fiduciario al 31/12/24
- EE.CC. del fideicomiso al 31/12/24
- Balance de Platinum Real Estate al 30/09/24
- Informe Comité de Vigilancia agosto 2024-octubre 2024
- Actualización del modelo financiero a diciembre 2024.
- Calificación original realizada en 2021 y actualizaciones posteriores
- Encuesta periódica de RESEARCH Uruguay a diciembre 2024 sobre la oferta y la demanda inmobiliaria contratada para CARE.
- "Informe Sectorial Inmobiliario sobre el Mercado de Viviendas"; marzo de 2025. Informe elaborado para CARE por Ec. Mayid Sáder y la Ec. Serrana Calvette
- Workplace Real Estate; 2024 Q1 Reporte sobre mercado de oficinas, e informes previos.

Los procedimientos operativos seguidos en este caso, se encuentran detallados en el Manual de Procedimientos de CARE. En esencia, asocian en una matriz de análisis, factores de riesgo cualitativos y cuantitativos, agrupados y ponderados según el punto de vista del comité de calificación, para culminar ese análisis en un puntaje que se equivale con una nota³.

³. Ver "Manual de calificación de finanzas estructuradas..." Punto 3.

II. EL FIDEICOMISO Y LOS TÍTULOS

Se ofrecen en oferta pública títulos mixtos en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero Platinum, creado por contrato correspondiente de fideicomiso financiero. Este contrato, los títulos y los demás contratos citados se analizan en la presente sección.

1. Descripción general

Denominación: Fideicomiso Financiero Platinum

Fiduciario: EF Asset Management

Administrador: Platinum Real Estate S.A (ex Dalystown SA)

Entidad

Representante: Bolsa de Valores de Montevideo (BVM)

Títulos a

emitirse: Títulos Mixtos (90% deuda, 10% equity)

Activos del

Fideicomiso: Bienes inmuebles, contratos de alquiler y fondos líquidos e instrumentos financieros adquiridos o mantenidos en propiedad fiduciaria por el fideicomiso.

Moneda: Dólar fondo

Importe de

la Emisión: USD 165 millones

Distribuciones: Anuales con interés base de 3% e interés contingente sobre el componente deuda, según procedimiento establecido en el contrato.

Calificadora

de Riesgo: CARE Calificadora de Riesgo.

Calificación

de Riesgo: BBB.uy

2. El análisis jurídico

El Informe de Contingencias Jurídicas se incluye como anexo.

Después de haber analizado y relevado la información jurídica y contractual vinculada al Fideicomiso Financiero que aquí se califica y el Due Diligence de Cepheus SA, el informe jurídico señala que la estructura jurídica cumple con los requisitos formales. En particular señala que:

“..como concepto general que la estructura jurídica cumple con los requisitos formales y de poder normativo negocial de las partes. En cuanto a los derechos de crédito y participación que derivan de los Títulos Mixtos a emitirse, no se advierten obstáculos jurídicos insalvables en la estructura proyectada. ”

Más adelante, en la sección de contingencias jurídicas, recorre el poder normativo de los constituyentes, el poder normativo de los títulos mixtos y el due diligence legal. Sobre esto, concluye que ***“la primera etapa de la cláusula 3 del Contrato está cumplida y el Informe comentado demuestra con solvencia que están dados todos los requisitos jurídicos para la transferencia de las acciones concomitantes con la suscripción de los Valores.***

“Recapitulando, la estructura jurídica adoptada no merece reproche en orden a su validez y eficacia obligacional. Ello no es óbice de considerar los precedentes comentarios a la hora de tomar la decisión de invertir en la emisión bursátil de marras.”

Finalmente, y a modo de cierre del informe, se destaca la conclusión sobre el proceso de emisión y el repago de los títulos mixtos:

“En conclusión y con las particularidades explicadas en el curso de este informe, el negocio fiduciario cuenta con un razonable grado de cobertura y no se advierten contingencias jurídicas insubsanables en el proceso de emisión y el período de repago de los Títulos Mixtos.”

3. Riesgos considerados

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

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

III. LA ADMINISTRACIÓN: EL FIDUCIARIO Y EL OPERADOR

Las características de la emisión hacen necesario analizar dos empresas administradoras: EF Asset Management (EFAM) en su condición de emisora y fiduciaria del fideicomiso financiero, y Platinum Real Estate SA (antes Dalystown SA) en su calidad de administrador y organizador.

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

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

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

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

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

Situación económica y financiera

El análisis de los EE.CC al 31 de diciembre de 2024 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.

A continuación se exponen, en forma resumida los estados de situación y resultados al 31/12/2024 y su comparativo con ejercicios anteriores.

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

| Concepto | 31/12/2024 | 31/12/2023 | 31/12/2022 |
|----------------------------------|----------------|----------------|----------------|
| Activo Corriente | 33.440 | 26.198 | 26.974 |
| Activo no Corriente | 290.099 | 248.688 | 245.533 |
| Total Activo | 323.539 | 274.886 | 272.507 |
| Pasivo Corriente | 45.457 | 38.315 | 43.807 |
| Pasivo no Corriente | 249.374 | 211.246 | 204.187 |
| Total Pasivo | 294.830 | 249.561 | 247.994 |
| Patrimonio | 28.708 | 25.325 | 24.512 |
| Total Pasivo y Patrimonio | 323.539 | 274.886 | 272.507 |
| Razon Corriente | 0,74 | 0,68 | 0,62 |

Fuente: EE.CC EFAM

Los resultados al término del ejercicio 2024 muestran un crecimiento en la facturación respecto al mismo periodo del año anterior lo que se refleja en el resultado final.

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

| Concepto | 31/12/2024 | 31/12/2023 | 31/12/2022 |
|--------------------------------------|---------------|---------------|-----------------|
| Ingresos Operativos | 95.753 | 85.442 | 80.546 |
| Gastos Adm. y Vtas. | (78.523) | (71.408) | (66.556) |
| Resultado Operativo | 17.230 | 14.033 | 13.990 |
| Resultados Financieros | (11.495) | (11.743) | (28.054) |
| Resultados antes de impuestos | 5.735 | 2.290 | (14.064) |
| IRAE | (2.352) | (1.477) | 2.685 |
| Resultado del período | 3.383 | 812 | (11.379) |
| Res Operativos/Ingresos | 17,99% | 16,42% | 17,37% |
| Res Ejercicio/Ingresos | 3,53% | 0,95% | -14,13% |

Fuente: EE.CC de EFAM

Mantiene bajo su administración una importante cartera de fideicomisos en cantidad y diversidad; por lo que su idoneidad para esta función no ofrece dudas. En consecuencia, no se advierten riesgos sobre su desempeño como administrador fiduciario.

2. Platinum Real Estate SA

Platinum Real Estate SA (antes Dalystown S.A), es la administradora; se trata de una sociedad anónima cerrada uruguaya con acciones nominativas constituida el 11 de octubre de 2019. Es la encargada de llevar adelante las funciones que como administrador le encomiendan el contrato de Fideicomiso y el Contrato de Administración.

El presidente del Directorio es Eduardo Campiglia Larre y su vicepresidente Ernesto Kimelman Epstein. La composición del capital accionario es la siguiente:

- Eduardo Campiglia Larre 30,04%
- Germán Campiglia Monzón 12,00%
- Patricia Lara Campiglia Monzón 12,00%
- Ernesto Kimelman Epstein 24,96%
- Tali Kimelman Flechner 7,00%
- Gali Kimelman Flechner 7,00%
- Dana Kimelman Flechner 7,00%

De lo anterior surge claramente que la sociedad Platinum Real Estate SA no cuenta con antecedentes previos en las funciones a que se compromete en esta operación, por lo tanto, su capacidad e idoneidad hay que buscarla en sus accionistas que, como puede verse, lo son las familias Campiglia y Kimelman. Este aspecto fue exhaustivamente analizado en ocasión de la calificación original y la conclusión fue positiva. Nada ha ocurrido que justifique cambiar el juicio favorable por lo que no cabe reiterar dicho análisis remitiéndonos al documento mencionado.

En aquella oportunidad se destacaba el compromiso de los operadores en el hecho que aportaban al Fideicomiso, en tanto fideicomitentes, el inmueble sobre el cual se está desarrollando el proyecto. Esto ya ocurrió con la primera emisión realizada en julio de 2021; en realidad el Fideicomiso adquirió el 100 % del paquete accionario de Cepheus SA (empresa subsidiaria propietaria del inmueble) al costo de USD 34.4 millones.

La composición del capital accionario y directorio de la sociedad se mantiene tal como fue mencionado en anteriores actualizaciones. Desde el punto de vista económico financiero, al tratarse de una sociedad de reciente creación, el cierre de balance al 30/09/2024 (último presentado) aunque deficitario, no permite suponer dificultades que pongan en riesgo su actuación como operador de esta operación.

La administración informó que al 31/12/2022, en Asamblea Extraordinaria, se concretó la capitalización de todo el pasivo con los accionistas con lo cual queda de manifiesto el compromiso y apoyo concreto de éstos. Por otra parte, se considera que a medida que se vayan concretando las ventas y los arrendamientos (a partir de que los edificios queden operativos, previsto a partir del año 2025), las mismas generarán ingresos operativos por comisiones, que permitirán revertir esta situación.

Por lo tanto, se mantiene la opinión en el sentido que no se advierten riesgos en la ejecución y gestión del plan de negocios propuesto.

3. El Fideicomiso

El Fideicomiso Financiero Platinum, se constituyó mediante contrato de fecha 14/12/2020 entre EFAM (Fiduciario), Platinum Real Estate SA (antes Dalystown SA) en calidad de Administrador y los suscriptores iniciales de los valores en calidad de Fideicomitentes.

Con fecha 17/6/2021 el BCU autorizó su inscripción en el Registro del Mercado de Valores según comunicación No 2021/114.

El 16/7/2021 se procedió a la suscripción en oferta pública de los Títulos Mixtos escriturales por USD 165 millones, realizándose la primera emisión el 19/07/2021 por USD 32,4 millones cuya integración se materializó, tal como estaba estipulado, mediante transferencia de acciones de Cepheus SA (propietaria del terreno).

Dado que el Fideicomiso cumple con las condiciones de entidades de inversión, las participaciones en subsidiarias no se consolidan y en su lugar se presentan al valor razonable con cambio de resultados. Cepheus SA es la sociedad encargada de desarrollar el proyecto y es la propietaria del terreno asiento de los edificios a construir.

Al cierre del ejercicio 2024 el valor nominal de los Títulos Mixtos emitidos era de USD 148,9 millones. Posteriormente al cierre del año, con fecha 5/3/2025 el Fideicomiso emitió Títulos Mixtos por USD 4,25 millones por capitalización de intereses. En consecuencia, el total acumulado a la fecha era de USD 153,13 millones.

Como se sabe, el 90% de la emisión es deuda por la que el Fideicomiso paga intereses, 3 % lineal anual más un interés contingente incremental tal como se describe en otra sección. En consecuencia, esta partida figura en el pasivo del Fideicomiso mientras que en el patrimonio se registra el restante 10%. En base a esto, del monto emitido a la fecha de cierre del ejercicio (USD 148,9 millones) USD 133,99 millones constituyen pasivo financiero que devengan intereses mientras que USD 14,9 son derechos de participación (CP's); en el balance figuran en el pasivo y patrimonio respectivamente.

La modalidad acordada para llevar adelante el proyecto es, como se ha dicho, a través de la Subsidiaria no Consolidada (SNC) o sea, Cepheus SA. En tal sentido, el 22/1/2022 se firmó un contrato por el cual el Fideicomiso le otorga una línea de crédito a la SNC por USD 101,7 millones con la cual financiará la obra; dicho crédito devengará un 5% de interés anual.

La inversión neta en la SNC (Activo menos Pasivo) que figura en los EE.CC del Fideicomiso al 31/12/2024 equivale a unos USD 135,9 millones, se incluye en el *activo no corriente* (ver siguiente cuadro) y refleja el avance de las obras tal como se describe en otra sección. En los cuadros siguientes se presentan en forma resumida los EE CC del Fideicomiso al 31/12/2024 y su comparativo con periodos anteriores.

Cuadro 3: Estado de Situación del Fideicomiso (miles USD)

| Concepto | 31/12/2024 | 31/12/2023 | 31/12/2022 |
|----------------------------------|----------------|----------------|----------------|
| Total Activo | 144.512 | 106.614 | 63.620 |
| Activo corriente | 8.619 | 9.457 | 5.014 |
| Activo no corriente | 135.893 | 97.158 | 58.606 |
| Total Pasivo | 143.959 | 106.343 | 66.345 |
| Pasivo corriente | 147 | 316 | 229 |
| Pasivo no corriente | 143.813 | 106.028 | 66.117 |
| Patrimonio | 552 | 270 | (2.725) |
| Total Pasivo y Patrimonio | 144.512 | 106.614 | 63.620 |
| Razon Corriente | 1,00 | 1,00 | 0,96 |

Fuente: EE.CC Fideicomiso Platinum

Se reitera que el 90% de la emisión se considera deuda por lo que en el cuadro precedente ese concepto se registra en el pasivo y no en el patrimonio en que solo se considera el 10% de la misma. En este caso, la porción de deuda de la emisión es de USD 133,99 ya que ese es el 90% de la emisión acumulado a la fecha de cierre del ejercicio y no entró la última emisión realizada en marzo de 2025, mientras que integra el patrimonio el 10% restante, o sea USD 14,9 millones. La cuenta patrimonial registra las pérdidas acumuladas que, se entiende, es consistente con la etapa inicial del proyecto en que no hay ingresos operativos relevantes, tal como se aprecia en el siguiente cuadro. Esto debería revertirse en la medida que comiencen los negocios inmobiliarios propiamente dichos. En consecuencia, en esta etapa no tiene sentido comparar la emisión realizada con el patrimonio del Fideicomiso.

Cuadro 4: Estado de Resultados del Fideicomiso (miles USD)

| Concepto | 31/12/2024 | 31/12/2023 | 31/12/2022 |
|--------------------------------------|----------------|----------------|----------------|
| Ingresos Operativos | 2.672 | 3.050 | (3.629) |
| Egresos operativos | (299) | (264) | (272) |
| Resultado Operativo | 2.373 | 2.786 | (3.901) |
| Resultados Financieros | (5.886) | (3.790) | (3.446) |
| Resultados antes de impuestos | (3.514) | (1.004) | (7.347) |
| IRAE | (5) | (148) | - |
| Resultado del período | (3.519) | (1.152) | (7.347) |

Fuente: EE.CC Fideicomiso Platinum

Los ingresos operativos refieren al cambio de valor neto en la SNC (Cepheus SA). Los intereses a pagar por los títulos (base y contingentes) son devengados y no generan incumplimiento si no son abonados en la fecha de pago, hasta 4 años (ver Nota 6 Pasivos Financieros).

Riesgos Considerados

Riesgo administración, considerando la idoneidad para cumplir con la función de la firma administradora, con las características mencionadas en los párrafos precedentes, y de EFAM así como la creación del Comité de Vigilancia 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. *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

1. Bienes fideicomitidos y aspectos del proyecto

De acuerdo al contrato del Fideicomiso Financiero y el resumen recogido en el Prospecto de emisión, el objeto principal del Fideicomiso es generar rentabilidad para los titulares mediante i) el desarrollo de un proyecto inmobiliario (Cosmos) que consta de tres edificios con una superficie total de más de 91 mil m² y; ii) la posterior venta de viviendas y arrendamiento y usufructo de oficinas, locales comerciales y estacionamientos del citado complejo. Para la creación del Fideicomiso Financiero, los Fideicomitentes cedieron una sociedad (Cepheus) que detentaba la propiedad del bien inmueble sobre el cual se desarrolla el proyecto inmobiliario Cosmos, a lo que se suma la emisión de títulos mixtos a ser adquiridos por inversores (con una participación de deuda de 90% y derechos de participación de 10%)

En la calificación original se detallaron los aspectos centrales del proyecto y se realizó un análisis exhaustivo del modelo financiero, sometiéndose satisfactoriamente a una serie de escenarios de estrés sobre las principales variables del negocio. Los ingresos proyectados en el modelo de negocios se generan a través de dos elementos: (a) el ingreso por alquileres de oficinas, estacionamiento y locales comerciales, (b) el ingreso por la venta de unidades destinadas a la vivienda y estacionamiento (y el alquiler del remanente en el proceso de venta). Es de notar que de la superficie total comercializable, 52% está destinada a oficinas, 11% a viviendas, 4% a locales comerciales y 32% en estacionamientos.

Los ingresos por arrendamiento comienzan a generarse una vez finalicen las obras, mientras que la comercialización de las unidades de vivienda y garajes se encuentra en curso. La venta ha evolucionado por debajo de lo previsto hasta el segundo semestre de 2024 y las obras finalizarán en 2025 por lo que no se esperan ingresos por arrendamientos hasta finalizar esa etapa. Estos elementos se incorporan en la actualización del modelo financiero. Como fue comentado en la actualización anterior, el Administrador se encuentra evaluando usos de los espacios comerciales para el sector salud. Este elemento continúa avanzando y se recogió en las modificaciones al Contrato del Fideicomiso comentadas en la actualización anterior.

El modelo financiero original asume que en un período de siete años se venden todas las unidades destinadas a vivienda que ocupan aproximadamente el 10% de los metros cuadrados totales del proyecto. Esto se revisa semestralmente en el Plan Comercial. En el prospecto original se establece que las oficinas, locales comerciales y la mayor parte de los estacionamientos son destinados al arrendamiento (el remanente de estacionamientos se vende en el mismo plazo que la vivienda). Los arrendamientos comienzan al finalizar la obra con un porcentaje de vacancia que va reduciéndose hasta alcanzar el 5% en el octavo año. Los precios son fijados en dólares americanos. Dado el Modelo de Negocios, el FFP incorpora en sus flujos financieros un período de inversión de cuatro años en el cual paga un interés base de 3%, para luego incorporar un componente contingente y creciente de 1,5% cada tres años.

2. Evaluación de la inversión, riesgos asociados y sensibilizaciones

El Proyecto Cosmos se encuentra aún en construcción que comenzó en 2022. El proyecto se separa en dos obras simultáneas, y producto de varios atrasos ocurridos se espera finalicen en durante 2025, entre marzo y agosto, dependiendo el proyecto. En este sentido, la obra está a cargo de Constructora Sudamericana y Norte Construcciones.

En relación al plan comercial, en anteriores actualizaciones se comentó sobre cambios al plan original de ventas que buscan acelerar el ritmo de comercialización. En particular, se preveía vender 80% de las viviendas y 15% de los estacionamientos en los primeros cuatro años del proyecto, y se ajustó al alza el precio de las viviendas (5%) y de los estacionamientos (10%). Esto tenía como objetivo adecuar el plan al contexto macroeconómico, en especial a la inflación en dólares acumulada durante los últimos años que aumentan la incidencia de los costos constructivos, en particular los denominados en moneda local. También producto del desfase de la evolución de los costos de construcción con el dólar, el Administrador aprobó un cambio en la forma de pago, pasando a un esquema bimonetario (30% en dólares en concepto de seña y compromiso y 70% en UI por avance de obra y ocupación). Sin embargo, esto fue dejado sin efecto durante el primer semestre de 2024, volviendo a una modalidad exclusivamente en dólares. Adicionalmente, en aras de moderar el riesgo tipo de cambio sobre los ingresos del proyecto, se están implementando contratos de forwards que buscan moderar el riesgo de tipo de cambio sobre los resultados financieros del proyecto.

Las primeras ventas se registraron en 2022. Existen tres modalidades de pago: contado, por avance de obra y financiado hasta la ocupación. En relación al ritmo de ventas, en 2022 se informan ventas algo por encima de lo previsto. Sin embargo, durante 2023 las ventas se ralentizaron, y con información a enero 2025, el ritmo de comercialización de las viviendas y los garajes se mantiene por debajo de lo esperado, tanto para las viviendas como para los garajes. En este sentido, el Plan Comercial estimaba ventas por algo menos de 5.000 metros cuadrados en los primeros tres años, de los cuales se han comercializado más del 60%. Los garajes han tenido una evolución levemente más positiva.

En relación a las ventas, estas se aceleraron desde mayo de 2024, con tres trimestres que acumulan ventas superiores a las observadas en el pasado. Hacia adelante, el Administrador mantiene la proyección de ventas y planea alcanzar las metas previstas para el cuarto año. Para esto, entre noviembre 2024 y octubre 2025 se deben comercializar 2.000 m², lo que constituye un objetivo ambicioso dado la evolución de las ventas⁵. También es importante notar que se han reanudado las negociaciones por el pago del mayor aprovechamiento edilicio con la IM, que equivale a 1,9 mil metros cuadrados de vivienda (aprox 20% de la superficie vendible).

Sobre los arrendamientos, al estar aún en fase constructiva no se han informado modificaciones sobre el plan comerciales. Igualmente, los precios se ubicaban en línea con los del segmento de oficinas A+ de emprendimientos competitivos, tal como se detalla en informes anteriores y se retoma en el próximo capítulo. Lo mismo ocurre con las tasas de ocupación de las oficinas, que se ubican actualmente en niveles muy altos, en especial en la

⁵. Las ventas del primer trimestre se encuentran algo por debajo de esta proyección si se consideran, además, las reservas durante el período noviembre 2024- enero 2025

zona de influencia del Proyecto Cosmos. **La tasa de ocupación de las oficinas prevista se juzga adecuada dado el mercado y la vacancia exhibida por otros emprendimientos similares.**

En relación al desarrollo financiero del proyecto, en 2022 se realizó una actualización sobre el modelo original que recogía cambios en los costos de construcción y actualizaba las variables exógenas que contextualizan el desarrollo del negocio. Esto implicaba una TIR de 7,95%, 40 puntos porcentuales por debajo de la prevista en el plan original. En diciembre se realizó una nueva actualización del modelo financiero que vuelve a incorporar nueva información relevante para el desempeño del Fideicomiso. En esta oportunidad se incorporaron: **i)** cambios en el avance de obra y su impacto financiero, **ii)** ajustes al Plan Comercial, en especial la evolución de las ventas y la proyección para el ejercicio actual, **iii)** modificaciones al contexto macroeconómico, y, **iv)** incorporación de los EEFF de las sociedades (Platinum Real Estate y Cepheus). La TIR estimada bajo este nuevo escenario se ubica en 7,52%.

En la calificación original se plantearon distintos escenarios de sensibilidad sobre el flujo de fondos esperado, impactando los precios y curvas de ocupación. En este sentido, bajo distintos escenarios de sensibilidad planteados en la calificación original, las TIRs estimadas se ubicaban entre 1,6pp y 0,6pp por debajo de la TIR original. Es de notar que, como se describe en el capítulo I, la calificación se realiza considerando el interés base comprometido (3%) que se calcula sobre el componente deuda de los títulos mixtos (90%).

3. Estimación del costo de oportunidad del capital

Por último, en lo que refiere a la evaluación del flujo de fondos esperados del proyecto, es posible realizar un ejercicio de benchmarking de la tasa de retorno esperada con el objetivo de medir el atractivo del proyecto. Para esto se utiliza el modelo de valuación Capital Asset Pricing Model (CAPM) en el cual, siguiendo a Damodaran⁶, se adiciona una prima de riesgo que contempla el riesgo específico del mercado en el que se ejecuta el proyecto, en este caso el mercado inmobiliario/real estate. En consecuencia, para el cálculo del costo de los fondos propios se aplica la siguiente fórmula:

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

Donde:

- β_{im} : Riesgo sistemático propio respecto del riesgo de mercado. El valor beta es el proporcionado por Damodaran para la industria "Real Estate."
- r_f : tasa libre de riesgo. Se considera el rendimiento de los Treasury Bonds a 10 años de la reserva general de Estados Unidos de América.
- $E(r_m) - R_f$: Prima de Riesgo del mercado. Es el premio por el riesgo específico al mercado con el que se compara el proyecto (La diferencia del rendimiento de los activos de renta variable y la tasa libre de riesgo). Para estimar el rendimiento de los activos de renta variable se considera la prima de riesgo del mercado accionario, suministrado por Damodaran (Equity Risk Premium de S&P 500)

⁶ A. Damodaran, "Estimating Equity Risk Premiums" Stern School of Business.

- Erp: Prima por riesgo específico a la compañía o proyecto evaluado. Se considera en este caso el riesgo país de Uruguay. Se consideran los rendimientos de los bonos soberanos uruguayos medidos a través del índice UBI de República AFAP.

Es de notar que esta tasa refiere al componente de renta variable únicamente, mientras que el Fideicomiso Financiero Platinum incluye una porción mayoritaria de renta fija (90%) y solamente 10% de renta variable. Por lo anterior, el ejercicio que se incluye a continuación alcanza al componente variable. **Por tanto se trata de un enfoque conservador en su comparación general en relación al FF, producto de que la tasa de interés de la renta fija es menor y su share en los títulos mixtos es ampliamente mayoritario.**

A los efectos de estimar el costo de oportunidad del capital, se opta por considerar el promedio de los últimos 5 años para todas las variables, con el objetivo de suavizar el ejercicio, y reducir el efecto de valores puntuales. Para el promedio de los últimos 5 años (2020-2024), el parámetro Beta del Real Estate general de Damodaran, se ubica por debajo de la unidad con un riesgo menor al del promedio del mercado. Para el caso del rendimiento de los bonos americanos se consideró 3,2%, mientras que las tasas actuales se ubican por encima de 4% a marzo 2025. Para el índice UBI, indicador de riesgo país de Uruguay, se consideran 110 puntos básicos, mientras que a marzo 2025 este indicador de riesgo se ubica en 79 puntos, manteniéndose en niveles muy bajos en la comparativa histórica. Esto confirma el menor riesgo relativo de Uruguay, reflejado en las tasas de interés. Para la prima de riesgo del mercado accionario se consideró un 4,5%.

Considerando lo anterior, la tasa de retorno esperada para el capital propio bajo estas condiciones se ubica en 5,4%. Es de notar que esta tasa refiere al componente de renta variable únicamente por lo que la comparación es ácida en relación al FPP ya que este tiene tan sólo un 10% de renta variable. Los resultados del ejercicio anterior realizados con valores a marzo 2025 no modifican las conclusiones e incluso implican un costo de oportunidad menor al estimado previamente. Por lo anterior, esta comparación sirve a modo de referencia que permita conformar un juicio acerca de la inversión.

Otra referencia posible con los que sí podría compararse la TIR esperada del Fideicomiso podrían ser las curvas de rendimiento, que serían opciones posibles de inversión ya que están estimadas para el caso del Uruguay, en el caso de la renta fija. En la actualidad la curva en UI (CUI) a 10 años se ubica en 3,23% y la curva en dólares (CUD) a 10 años está en 5,24%.

Riesgos considerados:

Riesgo de generación de flujos. Considerando el modelo de negocios descrito en el Prospecto, sus supuestos, el desarrollo inmobiliario de la zona y la diversidad de la fuente de ingresos que tiene el Administrador se considera que existe un riesgo moderado de generación de los flujos. Se han concretado menos ventas que lo previsto, a pesar de la mejoría en el segundo semestre de 2024; mientras que el plan comercial para el cuarto año luce ambicioso a la luz de la trayectoria reciente. El mercado de arrendamientos se mantiene firme en los segmentos del proyecto, pero esto será testeado una vez finalice la obra. *Este riesgo por tanto es medio.*

Riesgo de descalce de monedas. Podría haber descalce en tanto los ingresos serán mayormente en dólares, el costo de la construcción es mayormente denominado en moneda nacional y las tasas de interés pagadas a los inversores están nominadas en moneda extranjera. La fortaleza del dólar durante el segundo semestre de 2024 moderó los efectos negativos de eso sobre los costos de construcción, sin impactar negativamente en las ventas. *Este riesgo por tanto es medio.*

V. EL ENTORNO

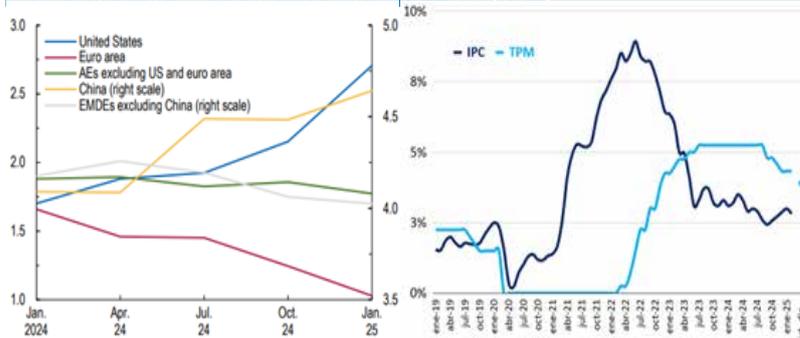
Luego de la pandemia de 2020-2021 y sus efectos económicos y financieros, la economía global rebotó y emergieron brotes inflacionarios producto de las políticas fiscales y monetarias expansivas desplegadas en respuesta a la crisis sanitaria global. En 2024, la economía mundial habría crecido levemente por encima de 3%, y el crecimiento esperado para 2025-2026 se ubica en 3,3%, según las estimaciones del FMI. Esto consolida un crecimiento relativamente bajo, en comparación con los primeros 20 años de este siglo. Del mismo modo, el escenario geopolítico vinculado a los conflictos en Medio Oriente y Europa y las novedades en el frente comercial con el nuevo gobierno en Estados Unidos, implican riesgos a la baja sobre el crecimiento global e incrementan la incertidumbre sobre la política económica y sus efectos comerciales, fiscales y financieros..

En particular, el desempeño de Estados Unidos ha sido más sólido de lo esperado, en tanto la demanda interna se mantuvo robusta. Si bien el proceso de reducción de tasas de interés comenzó en la segunda mitad de 2024, cerrando el año en el eje de 4,25%-4,5%, la continuación de este fenómeno sería gradual y ha sido revisada al alza, en tanto los primeros anuncios del gobierno de Estados Unidos podrían impulsar focos inflacionarios y restringir la actividad económica, en el largo plazo. En particular, los anuncios de mayor proteccionismo en EE.UU con el aumento de aranceles a bienes importados de socios comerciales relevantes (Europa, China, Canadá, etc), podrían implicar aumentos de precios en el corto plazo, mayor recaudación y cierto impulso económico. Sin embargo, la respuesta de estos socios comerciales y la duración de estos eventos podrían derivar en una reducción de los flujos comerciales producto del mayor proteccionismo, con impactos negativos en términos de ingresos, inflación y crecimiento. En este sentido, para el escenario financiero, si bien las tasas de interés se redujeron durante 2024, el escenario descrito previamente implica que estas no continuarán reduciéndose durante este año, manteniendo condiciones financieras algo más restrictivas para economías emergentes. Esto implicó que el dólar se fortaleciera a nivel global.

Tal vez la principal novedad en el ámbito internacional de los últimos meses se vincula al creciente proteccionismo comercial que parece consolidarse a nivel global. En este sentido, desde enero el gobierno de Trump anunció un incremento de tarifas y aranceles a distintos bienes y países, confirmando lo anunciado durante la campaña electoral. Esto parece tener dos objetivos: por un lado ser un elemento de negociación internacional, por otro, proteger a la economía de Estados Unidos en algunos sectores de actividad. En respuesta, tanto la UE como China, entre otros, han reaccionado, incrementando los aranceles a los productos estadounidenses. 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. 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.

Por lo anterior, el escenario financiero global es menos favorable que el observado durante el segundo semestre de 2024. Esto es producto de la trayectoria del dólar y las tasas de interés, pero también por los últimos eventos de política comercial internacional, que también tendrían impacto sobre la trayectoria del ciclo financiero.

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



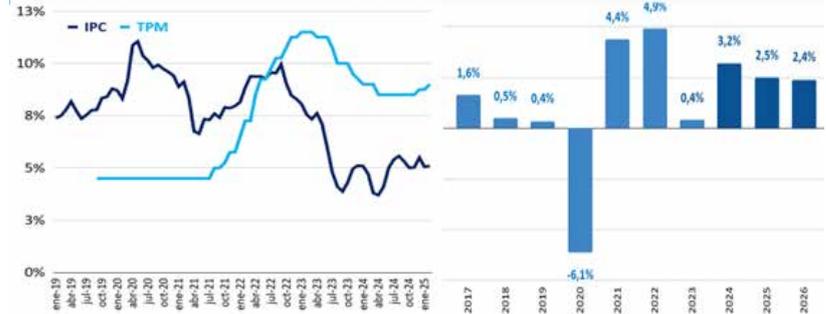
Fuente: FMI World Economic Outlook (enero 2025) y Fred St Louis.

Como se comentó en informes anteriores, durante el segundo semestre de 2024 en Uruguay se consolidó un fortalecimiento del dólar vinculado, por un lado, al escenario global descrito previamente y por otro, a eventos de risk off vinculados a factores de incertidumbre política como el plebiscito de la Reforma de la Seguridad Social. Si bien este último terminó siendo no aprobado, el dólar en Uruguay se mantuvo en niveles elevados, corrigiendo parcialmente la apreciación real que se había acumulado en los años anteriores. De esta forma, Uruguay logró acomodar parcialmente sus precios relativos, ayudando a recomponer la rentabilidad de los sectores exportadores. En relación al sector inmobiliario, esto permitió mejorar los márgenes que se habían estrechado durante el período de fortalecimiento real del peso, con costos crecientes para el sector.

Es de notar, que si bien el dólar se deslizó durante el segundo semestre de 2024, esto no tuvo efectos significativos sobre la inflación, que se mantiene dentro del rango meta. No obstante, ante el aumento del dólar y las presiones inflacionarias sobre el componente tendencial de inflación, el COPOM resolvió aumentar en 50 puntos básicos la tasa de interés de política monetaria, ubicándose en 9%. Esto tiene como objetivo afectar las expectativas a plazos largos, afectando la trayectoria inflacionaria con el objetivo de que se mantenga en el rango meta.

De lo anterior se desprende un escenario de algo menos sostén para la demanda de vivienda, al menos en su efecto de precios relativos sobre los ingresos de los hogares. En este sentido, el fortalecimiento relativo del dólar afecta al consumo de durables, en general. Igualmente, durante 2024 el consumo privado se mantuvo como el principal driver de actividad económica, lo que junto al rebote post sequía y la mejora de precios relativos con Argentina, que mejora el perfil de intercambio de bienes y servicios y al mismo tiempo limita los desvíos de consumo hacia Argentina, implican un crecimiento estimado por encima del 3%. De todas formas, el crecimiento previsto para 2025 sería algo menor, producto de un escenario internacional más adverso.

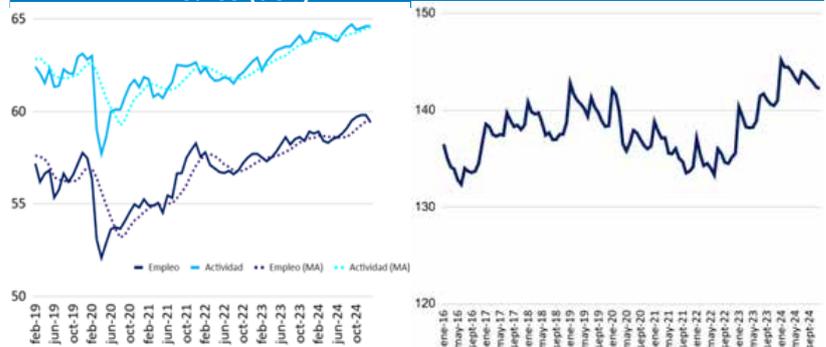
Gráficos 3 y 4 – Tasa de Política Monetaria e Inflación en Uruguay (izq.) y Evolución del PIB y proyecciones (der.)



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 la economía no creció durante 2023, se crearon 40 mil empleos, lo que equivale a un aumento de 1,7 pp de la tasa de empleo. En 2024, el empleo siguió creciendo aunque a un ritmo algo menor, cerrando el año en niveles muy altos, también con altos niveles de actividad y bajo desempleo. Del lado salarial, las remuneraciones siguieron creciendo 2,6% en términos reales en el promedio del 2024, producto de los incrementos nominales y la moderación inflacionaria. En este sentido, tanto los indicadores del mercado laboral como la evolución salarial pautan una mejora en el ingreso de los hogares que fue fundamental para el desempeño del mercado inmobiliario recientemente.

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



Fuente: INE

2. Mercado inmobiliario de oficinas y vivienda: evolución reciente y perspectivas

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

inmobiliario en el sector agropecuario y construcciones destinadas al sector de altos ingresos y luego se orienta hacia la construcción de vivienda destinada al sector medio y medio alto de la población, apalancado en un moderado incremento del crédito y estímulos fiscales sectoriales.

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

2.2.2. Evolución reciente y perspectivas

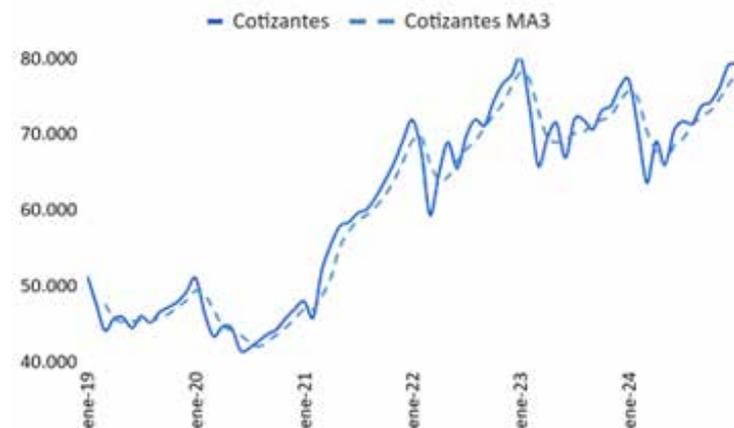
La irrupción de la pandemia y sus efectos globales implicaron un importante incremento de la incertidumbre a nivel internacional y nacional con importantes efectos reales en la economía, las políticas públicas y, por supuesto, el mercado inmobiliario. Desde entonces, el sector evidenció un fuerte impulso reflejado en el aumento de los desarrollos y operaciones inmobiliarias, en especial en el sector vivienda. En este sentido, la demanda privada experimentó un fuerte dinamismo producto de tres factores: el incremento del ingreso de los hogares, el dinamismo del crédito hipotecario en especial en bancos privados, y el fortalecimiento del peso uruguayo. A esto se le agregan cambios normativos en los estímulos fiscales que incentivaron la concreción de nuevos desarrollos, con un aumento de la demanda por inversión producto además de un entorno regional y local algo más favorable para estas operaciones.

El escenario de precios relativos tuvo un viraje durante el año: mientras en el primer semestre el dólar se debilitó respecto al peso, impulsando la demanda y desafiando los márgenes de los desarrollos nuevos, lo que a su vez implicó revisiones en los precios finales, este fenómeno se revirtió durante el segundo semestre, principalmente por factores externos. En particular, el resultado de las elecciones en Estados Unidos y las perspectivas de política económica que de allí se derivan, implicaron un cambio en la tendencia del dólar a nivel global.

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 como la segunda planta de celulosa de UPM, el Ferrocarril Central u obras de infraestructura vial; 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. 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 el caso del sector corporativo, de oficinas, luego de el shock negativo de la crisis sanitaria, se ha recuperado producto de la llegada de nuevos demandantes (con estándares más elevados), la reconfiguración de los espacios de trabajo y la descentralización territorial del real estate corporativo. Todo esto implicó el desarrollo de nuevos emprendimientos, manteniendo niveles de vacancia reducidos en los ya existentes.

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

2.a. Oficinas A y A +

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

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

Todo lo anterior apuntala el desempeño del sector inmobiliario corporativo de oficinas.

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

i. Oferta de oficinas

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

Hacia adelante, se espera que el stock de metros cuadrados en espacios corporativos A y A+ continúe expandiéndose sobre todo en 2025, cuando se espera que finalicen las obras de espacios en Zona Franca y Montevideo, además de algunos proyectos en Punta del Este. Se estima la incorporación de más de 70 mil m² en 2025, de los cuales la mitad será en un emprendimiento en Pocitos Nuevo, que continúa consolidándose como la nueva centralidad del sector corporativo en Montevideo.

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

ii. Demanda, vacancia y precios

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

Sin embargo, la demanda por oficinas se habría movido a distintas velocidades, producto de las derivadas de la crisis sanitaria. Por un lado, la incertidumbre y el teletrabajo; por otro la necesidad de adecuar los espacios a nuevos requerimientos. En este sentido, de acuerdo a Workplace Real Estate el mercado se reactivó a fines de 2021, manteniéndose el dinamismo con una vacancia reducida. Esta tónica se mantiene a fines de 2023 y principio de 2024, con una vacancia que continúa reduciéndose en el mercado de oficinas. Workplace indica que la vacancia en edificio A+ se ubica en 2,3%, de los registros más bajos que se han relevado. Esto es particularmente relevante para la zona de influencia donde se enclava el Proyecto Cosmos del FFP.

En relación a los precios de arrendamientos de oficinas, estos han aumentado durante 2023-24. Según el último relevamiento de Workplace, los precios de alquileres para oficinas A y A+ se ubican en 18 USD y 28 USD por metro cuadrado, aumentando levemente respecto a un año atrás. Si a estos precios se le agregan los gastos comunes, el precio total se ubica entre 23 USD y 33 USD de acuerdo con las prestaciones y nivel de la oficina. Se ratifican las diferencias geográficas y de prestaciones de las oficinas, con impacto en el precio final. **Las orientaciones de precio coinciden con las previstas en el Plan Comercial del Proyecto Cosmos. A su vez, la vacancia prevista en Cosmos es adecuada a la luz de los indicadores del mercado.** Por último, a pesar de la continua incorporación de metros cuadrados al stock de oficinas, ni la vacancia ni los precios del mercado se han visto impactados negativamente.

2.b. 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 reciclajes, 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 las particularidades de los proyectos inmobiliarios a la hora de evaluar su desempeño y perspectivas.

El stock de viviendas existente se ha gestado y 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 el interior del país también ha visto un impulso de este tipo de emprendimientos más recientemente.

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.

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.

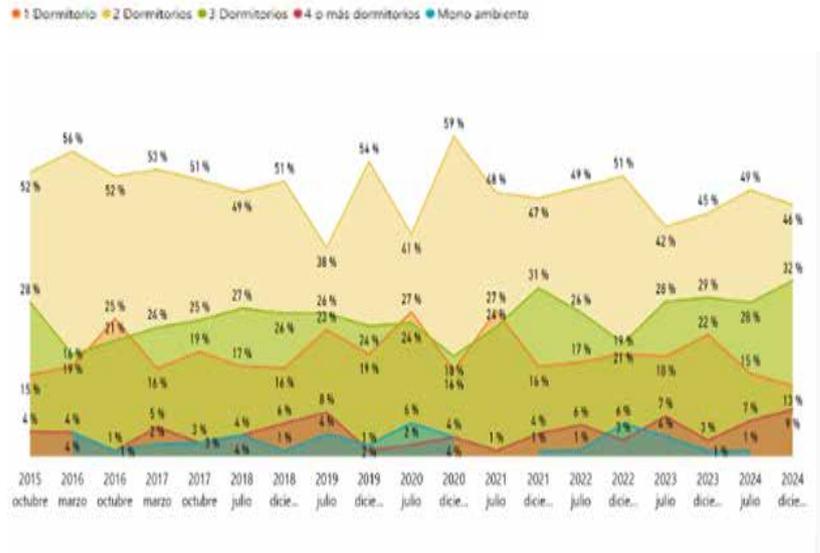
Las tendencias recientes implican que hacia fines de la década del 2040 la población tendería a reducirse según las estimaciones de población. Si bien en los últimos años Uruguay ha recibido cierto flujo migratorio, este es de escasa magnitud y solamente 4% de la población uruguaya ha nacido en el exterior. De lo anterior se desprende que las dinámicas demográficas no presionarán sobre el mercado de vivienda en los próximos años, en tanto la población uruguaya se mantendría relativamente estable.

Por otro lado, otras dinámicas estructurales 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 19 ediciones. De acuerdo a esta encuesta casi 70% de los encuestados buscan viviendas de dos o menos dormitorios manteniéndose relativamente estable respecto a ediciones anteriores. Sin embargo, en contraposición a lo comentado previamente, la demanda por unidades de un dormitorio o monoambientes se mantiene reducida entre los encuestados, oscilando en torno al 15% de la muestra. Sin

embargo, otras fuentes complementarias vinculadas a la demanda efectiva en portales (como Mercado Libre e Infocasas) señalan la importancia de las tipologías de un ambiente y un dormitorio en la demanda inmobiliaria reciente.

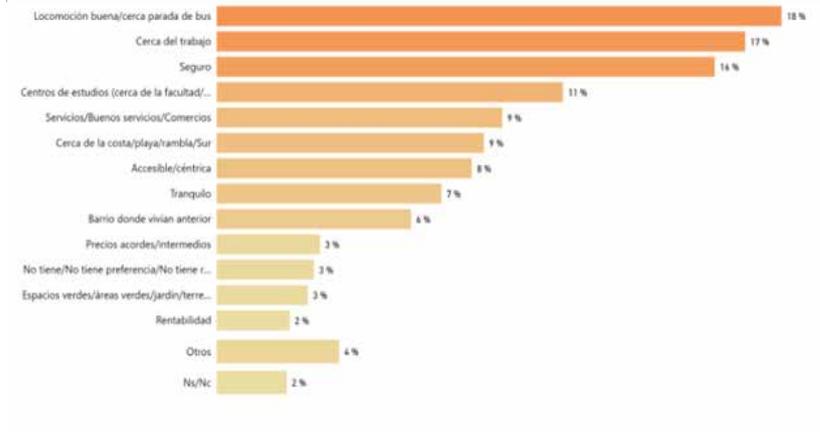
Gráfico 8 - Cantidad de dormitorios buscados por "hogares que buscaron en los últimos tres meses"



Fuente: Research Uruguay

Los principales atributos a la hora de elegir una vivienda refieren a la ubicación y el entorno: con buena locomoción y seguridad, próximo del trabajo y en una zona céntrica. Todos estos son amenities vinculados al entorno geográfico de la vivienda y no se modifican en relación a las últimas olas de esta encuesta. 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 9 - 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 como fue destacado en informes anteriores y los bancos se muestran más activos en este segmento de financiamiento, como se analiza más adelante.

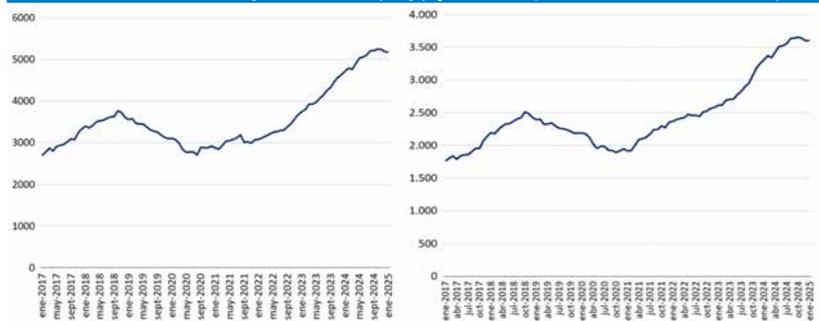
Por último, la encuesta de Research incorpora indicadores de precios a través del Price Sensitivity Model que permite aproximar el precio óptimo de acuerdo a las opiniones de los entrevistados. Este relevamiento, de carácter subjetivo, permite tener una orientación de referencia general de los demandantes 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 durante 2024.

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. Sin embargo, en el último trimestre del año este fenómeno se revirtió producto del fortalecimiento global del dólar, que también ocurrió en Uruguay.

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. A su vez, las favorables condiciones financieras a nivel local y las agresivas campañas llevadas adelante por algunas instituciones financieras trajeron aparejado una reducción en el costo de los créditos hipotecarios que derivó en un importante aumento en la cantidad de operaciones realizadas y su monto total. La cantidad de operaciones nuevas de crédito a diciembre creció 12% en términos interanuales. En tanto, el monto total operado ha crecido por encima del 10%. Es de notar que se aprecia cierto entecimiento sobre en el último trimestre del año respecto a los meses anteriores. Esto podría estar vinculado a la corrección del tipo de cambio y su impacto en el monto a financiar del lado de los demandantes de crédito (y vivienda); lo mismo a cierta retracción del mercado producto de los cambios normativos en relación a los deudores en UR. No obstante, el crédito sigue creciendo a tasas de dos dígitos al cierre del año. En cuanto al costo de los créditos nuevos, las tasas de interés en UI se mantuvieron estables, cerrando el año en 4,8%.

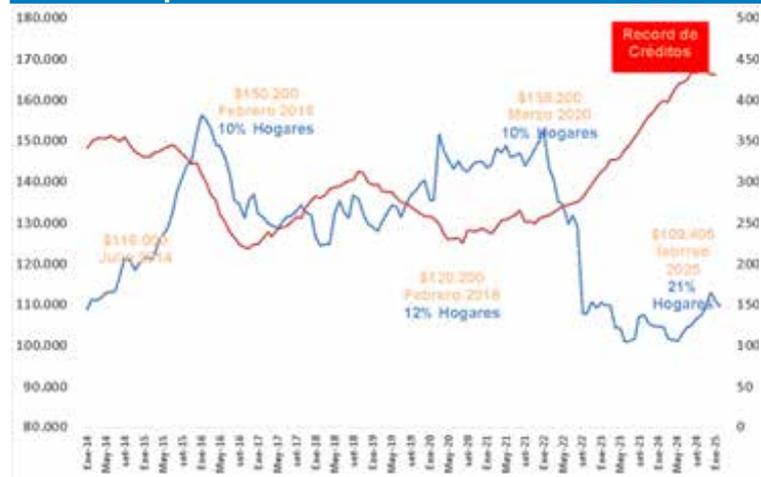
Gráfico 10 y 11 – Créditos hipotecarios en UI
Cantidad de nuevas operaciones (izq.) y Monto (en millones de UI; der.)



Fuente: BCU

En cuanto a la penetración del crédito, esto se mantiene como uno de los desafíos para el acceso a la vivienda. 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 redujeron en los últimos años. 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, solo un quinto 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.

Gráfico 12 - Ingreso promedio del hogar para acceder a un 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. Sin embargo, la reducción de las tasas de interés sería mucho más gradual que lo previsto previamente, producto de que el proceso de desinflación ha sido más lento de lo previsto, que la economía de EE.UU mantiene el dinamismo en términos de empleo y actividad, y por último, que las políticas proteccionistas y de dólar fuerte impulsadas por el nuevo gobierno de EE.UU podrían implicar riesgos inflacionarios adicionales. Todo lo anterior, configura un escenario de tasas de interés relativamente estables, o al menos que no tendrán la reducción prevista hace algunos meses. Esto configura un escenario algo menos favorable, en derivada, para la inversión inmobiliaria en tanto el balance de riesgos/retorno se modificó en el margen. Al mismo tiempo es de notar que la fortaleza del dólar también alcanza al mercado local, lo que constituye un fenómeno diferente al observado durante gran parte de 2024

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 carece de la oportunidad adecuada 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 lo que podría constituir una señal de mayor cautela.

De acuerdo con las inscripciones de compraventa, publicadas por el INE en base a la DGR, estas han crecido 1% en Montevideo y 3% para el total del país, durante 2024. Esto implica cierta desaceleración en el crecimiento, que se observa durante los últimos meses de 2024, coincidente con la depreciación del peso uruguayo.

Gráficos 13– Inscripciones de inmuebles en Compraventa (12 meses móviles)



Fuente: INE en base a DNR y MEF

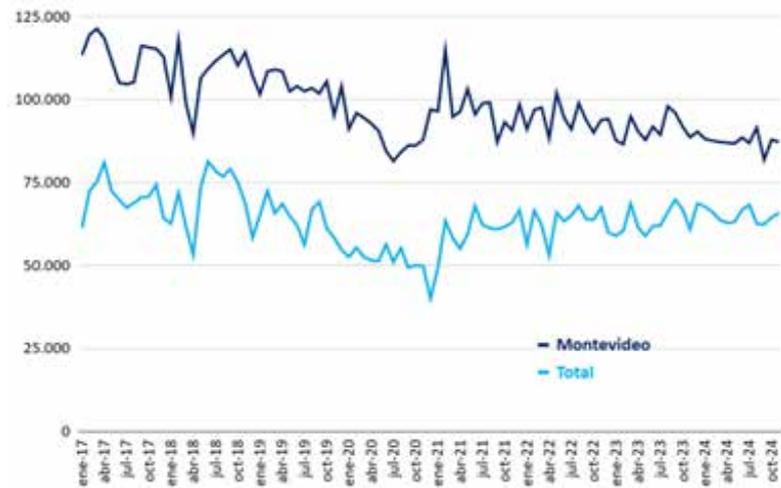
En cuanto a la recaudación del ITP, esta creció por debajo de 5% en pesos, lo que deja una reducción de 1% en términos reales durante 2024. Sin embargo deben notarse dos elementos. Por un lado el ITP recoge la transaccionalidad del mercado inmobiliario en sentido amplio, abarcando transacciones de compraventa 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 de este impuesto.

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 2024 muestra una leve baja en los precios promedio en dólares en Montevideo, y cierta tendencia creciente en el resto del país lo que denota cambios en la composición de las compraventas por zona, siendo Montevideo el departamento que más se ha beneficiado del régimen de Vivienda Promovida, más que cambios en la valorización relativa por geografía.

Gráfico 14 – Mediana del Precio de Transacciones de Compraventa en Dólares



Fuente: INE en base a DNR

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.

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 aumentaron entre 5,2% y 7,4% durante 2024 para contratos vigentes y nuevos, respectivamente según información del INE. Esto implica un crecimiento real de entre -0,3% y 1,8%, según el tipo de contrato. Esto confirma la moderación de los precios de los alquileres, y que estos han actuado como un elemento clave del mercado inmobiliario en los últimos años. En este sentido, si bien no existe información sobre un efecto causal de la vivienda Promovida hacia el precio de los alquileres, la mayor oferta en particular en Montevideo y concentrada en algunos barrios, coincide con la moderación de los alquileres tanto a nivel temporal como geográfico, lo que podría indicar un efecto positivo en el acceso a los arrendamientos por parte de los hogares en los últimos años.

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



Fuente: INE en base a DNR

iii.iii. Consideraciones finales sobre el mercado de vivienda

En suma, no es esperable cambios significativos en el contexto macroeconómico y sectorial que modifiquen sustancialmente el desempeño reciente del mercado. La principal novedad en este sentido está vinculada a la debilidad del peso desde octubre asociada principalmente a factores externos, que puede implicar cierto enlentecimiento de la demanda como ya se ha observado en el crédito hipotecario. Mas 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.

3. Las políticas públicas

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

La Ley 18.795 de promoción de la vivienda social fue votada por unanimidad en el Parlamento, lo que brinda cierta seguridad del camino optado desde la política pública. La nueva administración de gobierno ha ratificado este rumbo y lo ha dotado de ciertas modificaciones que han mejorado el clima de inversión sectorial. En este sentido, se destaca 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 configurado un escenario alentador para mejorar el nivel de retorno esperado de los proyectos inmobiliarios, con impacto positivo en la generación de nuevos proyectos

inmobiliarios. Además, se ha flexibilizado el régimen de alquileres, en especial en lo referente a la garantía de acuerdo con la Ley 19.889, con el objetivo de dinamizar el mercado de alquileres y favorecer el acceso de la población 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. Los proyectos promovidos deben ser de más de 6,5 millones de dólares de inversión.

En lo que respecta a otras políticas públicas, por el momento no cabría esperar signos de intervenciones negativas, en tanto los anuncios recientes vinculadas a las políticas de vivienda indican que el foco estará en segmentos de la población de menores ingresos, en tanto se entiende que es el sector que mayor necesidad de vivienda tiene en la actualidad. El "Plan Entre Todos" del Ministerio de Vivienda y la Agencia Nacional de Vivienda (ANV) con créditos correspondientes a las partidas presupuestales destinadas a subsidios habitacionales de capital (Contribuciones Económicas No Reembolsables) regulada por los artículos 465 y 466 de la Ley 19.924 (y modificativas) y por el artículo 14 del Decreto Reglamentario 59/022 de 7 de febrero de 2022 configuran una nueva línea de acción política para que algunos sectores que hoy no acceden al mercado inmobiliarios, puedan acceder a la vivienda como propietarios.

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 constructoras⁷.

Para la institucionalidad, 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 señalado la necesidad de obtener recursos para financiar las necesidades de gasto, y para esto plantean la posibilidad de estudiar y revisar los regímenes de promoción y estímulos fiscales en un sentido amplio. Si bien aún no se conocen los detalles ni el alcance de esto, los regímenes COMAP, los estímulos a la Vivienda Promovida u otros esquemas generales o sectoriales podrían verse revisados en el corto y mediano plazo. Sin embargo, 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.. Es de notar que el Gasto Tributario total ascendió a casi 5,3 MM en 2023, representando 6,8% del PIB, por lo que es esperable una revisión de alguno de los regímenes existentes.

⁷. 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>)

4. Conclusiones sobre el entorno

El riesgo mercado. Entendido como la posibilidad de que los negocios inmobiliarios se desarrollen con una adecuada trayectoria se encuentran acotados. El mercado inmobiliario ha mostrado un buen desempeño y la situación de empleo, ingresos y acceso al crédito de los hogares es propicia para su desarrollo; sin embargo la depreciación del peso si bien mejora la ecuación de rentabilidad de los desarrolladores, implica un enlentecimiento de la demanda por consumo e inversión, a lo que se suma tasas de interés más altas de lo previsto a nivel global. En el mercado de oficinas, los indicadores de vacancia y precios se mantienen sólidos, en línea con las orientaciones del FFP que introducirá nuevas oficinas al mercado durante 2025. Se considera un nivel de *Riesgo medio/bajo*.

El riesgo de políticas públicas. Es reducido ya que la política hacia el sector ha sido apoyada por todos los sectores políticos y tienden a flexibilizar las condiciones de acceso. Si bien la Vivienda Promovida ha sido un elemento dinamizador del sector, los regímenes que implican Gasto Tributario podrían ser revisados con el Gobierno entrantes. No obstante, no se esperan innovaciones negativas en el corto plazo que operen en detrimento de los objetivos del Proyecto Cosmos. *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. 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.uy⁸ de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor. Grado de inversión mínimo.

Por Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez



Ec. Santiago Rego

⁸. **CATEGORÍA 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.**