

# CARE

CALIFICADORA DE RIESGO

---

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

*Montevideo, abril de 2026*

---

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

---

**ACTUALIZACIÓN DE CALIFICACIÓN DE RIESGO DE OBLIGACIONES NEGOCIABLES DE OFERTA PÚBLICA DE LA TAHONA INVERSIONES**  
**27 - abril - 2026**

<b>Obligaciones Negociables</b>	por USD 40.000.000 de (dólares americanos)
<b>Fecha de emisión:</b>	17 de diciembre 2021
<b>Amortizaciones:</b>	Anual a partir del quinto año.
<b>Interés:</b>	Anual y lineal de 5,75%, pagaderos semestralmente desde la fecha de emisión
<b>Emisor:</b>	La Tahona Inversiones S.A
<b>Garantía:</b>	Fianza solidaria de Runtuna S.A y Fideicomiso de Garantía Tahona constituido por inmuebles, créditos por cobrar y efectivo. El Fiduciario es Trust Management BKZR SAS
<b>Entidad Representante y Registrante:</b>	Bolsa de Valores de Montevideo
<b>Plazo:</b>	10 años
<b>Comité de Calificación:</b>	Adrián Tamber, Martín Durán y Julio Preve
<b>Asesor jurídico:</b>	Dr. Leandro Rama
<b>Calificación de riesgo:</b>	BBB.uy <sup>1</sup>
<b>Vigencia de la calificación:</b>	30 de noviembre de 2026
<b>Manual utilizado:</b>	Manual Calificación de Títulos emitidos por Empresas <sup>2</sup>

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

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

## Resumen General

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

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

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico ofrece las garantías necesarias tal como se consigna en el informe jurídico cuyas principales conclusiones se resumen en la Sección II y fue adjuntado en la calificación original. En este sentido, la estructura jurídica prevista se juzga adecuada para cumplir sus cometidos y la emisión cumple con un apropiado grado de cobertura.
- Se evalúa positivamente los antecedentes de la empresa (La Tahona Inversiones-LTI) en el marco del grupo al que pertenece (Tahona-Runtuna SA), la cual ofrece el conocimiento y la experiencia necesaria en el sector y el negocio para el correcto desarrollo del proyecto. En este sentido, el modelo de desarrollo replica el de emprendimientos anteriores.
- Se evalúa positivamente el atractivo del proyecto de cara al público objetivo al que se dirige. La zona y las características físicas del proyecto se amalgaman correctamente con la demanda por este tipo de productos y permite explotar un nicho de mercado en expansión como lo son los Barrios Privados.
- El producto ofrecido por LTI ya ha sido validado por el mercado y se viene comercializando a un ritmo acorde a las expectativas. En 2025 se comercializaron 38 mil metros cuadrados que corresponden a unos 39 lotes en los diferentes emprendimientos de los barrios Cavas. El número de lotes vendidos fue un 22% mayor a los lotes vendidos en 2024.
- La emisión de Obligaciones Negociables alcanza a 40 millones de dólares con un plazo de diez años. Estas ONs semestralmente pagan un interés lineal anual de 5,75% y serán amortizadas en seis años consecutivos a partir del quinto año con una cadencia anual de 10% el primer año, 15% los siguientes dos años y 20% los restantes tres años.
- Un negocio que desde el punto de vista económico-financiero para el obligacionista soporta una serie de escenarios de estrés a los que la calificadora sometió al proyecto. CARE realizó distintas simulaciones sobre las principales variables del proyecto que fueron incluidas en la calificación original. Los resultados obtenidos fueron satisfactorios en tanto en opinión de CARE, el emisor podría afrontar el pago de estas obligaciones bajo los escenarios evaluados. Los precios de venta de los lotes comercializados se ubican por encima de lo previsto originalmente.

- Adicionalmente, existen dos elementos que mitigan parcialmente los riesgos de repago de las obligaciones contraídas por el Administrador. Por una parte, la emisión implicó la creación de un Fideicomiso de Garantía que debe contar con las coberturas necesarias para hacer frente a las obligaciones previstas en las Obligaciones Negociables. Al 31 de diciembre de 2025, el Fideicomiso de garantías tenía tierras y efectivo que cubren ampliamente el valor de la emisión de ONs. Paralelamente, Runtuna SA es fiador solidario de La Tahona Inversiones, respaldando financieramente a ésta.
- El mercado inmobiliario mantiene buenos niveles de actividad, medido a través de la transaccionalidad y el desarrollo de nuevos emprendimientos tanto en el sector vivienda como de real estate corporativo. En particular para la vivienda, este escenario se benefició de la apreciación real del peso, el aumento del ingreso de los hogares y un aumento del crédito hipotecario. No es esperable cambios significativos en el contexto macroeconómico y sectorial que modifiquen sustancialmente el desempeño reciente del mercado, los fundamentos de la demanda se mantienen sólidos, la cantidad de viviendas en producción viene en aumento y los fundamentos socio-demográficos de la demanda continúan evolucionando de acuerdo a las tendencias recientes. Si bien algunos indicadores sugieren una moderación en el ritmo de crecimiento de la demanda, no parecería tratarse de un cambio de tendencia en el mercado.
- El mercado de Barrios Privados es un nicho de mercado que se encuentra en expansión y con preferencias por desarrollos en la zona Este de Montevideo y Canelones. El producto ha sido testeado exitosamente en el mercado a través del actual ritmo de venta de lotes. Incluso, la crisis sanitaria de 2020-21 dio un impulso al crecimiento de este tipo de soluciones de vivienda que prioriza el espacio, el paisaje y la creación de centros de servicios propios, tendencia que se ha consolidado en los últimos años. Es de notar que en 2022-2023 se han lanzado varios emprendimientos en la zona cercana al proyecto liderado por LTI, en línea con el plan de desarrollo previsto para esa zona. Algunos de estos desarrollos tuvieron problemas de liquidez y solvencia que implicaron una señal de atención sobre el sector. El mismo grupo económico ha lanzado posteriormente una nueva emisión de ONs calificada con grado inversor por otra calificadora, bajo otra empresa (LTD).
- El desarrollo del eje Camino de los Horneros bajo el Plan de ordenamiento territorial municipal y el atractivo de la zona, denotan un creciente interés por el desarrollo inmobiliario en la zona de influencia del proyecto. Las políticas públicas parecen apuntar o no interferir negativamente en el desarrollo de estos emprendimientos. En Montevideo la normativa municipal no permite barrios privados, y la tierra disponible es relativamente más escasa, ambos elementos que favorecen el desarrollo de la zona de influencia de este proyecto. El Gobierno ha prorrogado los incentivos a proyectos de Gran Dimensión Económica en 2025 (para proyectos presentados antes de 1 de enero 2026), régimen que fue uno de los impulsores de la inversión en barrios privados en los últimos años. Hacia adelante, estos estímulos fiscales podrían ser revisados para nuevos proyectos.

## I. INTRODUCCIÓN

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

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

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

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

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

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

### 2. Antecedentes generales

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

- Se emitieron ONs por USD 40 millones, con un plazo de 10 años. Las ONs pagan un interés anual de 5,75% sobre saldos y se amortizan a partir del año 5°, con una cadencia de 10%, 15%, 15%, 20%, 20% y 20% del monto emitido originalmente, en ese orden. El emisor podrá rescatar anticipadamente las obligaciones negociables de forma parcial o total, de acuerdo a lo establecido en los términos y condiciones de la emisión.
- La emisión de ONs se acompaña de la creación de un Fideicomiso de Garantía, cuyo Fiduciario es BKZR Trust Management y tiene por objetivo garantizar el flujo de fondos comprometido con los obligacionistas. Como fue mencionado, esta garantía es reforzada con la fianza solidaria a la cual se compromete Runtuna S.A..
- Si bien La Tahona Inversiones es una sociedad nueva, y el vehículo en esta estructura típica de un Project Finance, forma parte del Grupo Tahona que ha desarrollado varios emprendimientos en la zona y cuenta con amplia experiencia y desarrollo de marca en la creación de barrios privados y clubes de campo. Sobre este valor agregado y la experiencia acumulada, se asientan las bases para la creación de este nuevo emprendimiento. Este a su vez se beneficia de las disposiciones del MVOT y los planes de ordenamiento territorial a nivel departamental, en especial el Plan Camino de los Horneros que prevé el desarrollo de barrios privados en la zona.
- La cadencia de ventas prevista y los precios estimados se juzgan adecuados y soportan distintas sensibilidades a las cuales CARE sometió el flujo de fondos. Es importante notar que los precios a los cuales se están comercializando los lotes superan los previstos en el modelo de negocios original.
- Los desarrollos previstos tendrán características similares a los realizados en otros emprendimientos del Grupo Tahona. Esto es, padrones de 1.000 m<sup>2</sup> con amenities y servicios generales (alumbrado, seguridad, paisaje, ecosistema, entre otros). Si bien no forma parte del proyecto original, se abre la posibilidad de que uno de los barrios admita unidades de propiedad horizontal siguiendo el modelo desarrollado con anterioridad.
- El grupo económico lanzó otra emisión de ONs por hasta USD 100 millones bajo otra empresa denominada La Tahona Desarrollos (LTD). Esta emisión a 6 años, tiene como objetivo desarrollar un nuevo proyecto de viviendas "llave en mano" en terrenos que son propiedad de La Tahona Inversiones (LTI) y requiere una inversión estimada de USD 171 millones. Es de notar que esta emisión ha recibido el grado inversor por parte de otra calificadoradora en octubre de 2023. Los ingresos obtenidos por la emisión de ON Serie I se utilizaron en parte para adquirir terrenos pertenecientes a LTI.
- En 2023 y luego de la fusión de los padrones de Cavas y su transformación a suelo suburbano, se comenzaron a escriturar las primeras ventas.

- En octubre de 2024 se lanzó la segunda serie de ONs de LTD por un monto de USD 40 millones, ya integrados. Estos títulos pagan una tasa de interés anual de 8,25%, pagadera semestralmente y amortizan el capital a partir del sexto año durante dos años. Esta emisión tiene como objetivo continuar financiando el desarrollo de barrios privados de LTD, que apunta a modelos de casas llave en mano y edificios corporativos. Las ONs emitidas por LTD son calificadas con grado inversor por parte de otra calificadora.

### 3. Hechos salientes del período

- Sobre fines de diciembre realizó la actualización de las tasaciones de los solares de Cavas II que son propiedad de la sociedad, la que estuvo a cargo de Mario Stefanoli. Para Cavas II Etapa 1 se tasaron 46 lotes que ocupan un área de aproximadamente 48 mil metros cuadrados y se le asignó un valor de unos 14,3 millones de dólares, mientras que para Cavas II etapa 2, se tasaron 84 lotes que ocupan una superficie de 9,3 hectáreas y el valor asignado fue de 24,1 millones de dólares.
- Al 31 de diciembre de 2025, BKZR en calidad de Fiduciario del Fideicomiso de Garantía informa que el Fideicomiso mantiene tierras y efectivo por un valor de unos USD 55,8 millones. Estos representan una garantía de casi USD 47,5 millones, según lo definido en el Fideicomiso de Garantía, por lo que cubren ampliamente el valor de la emisión (USD 40 millones). El porcentaje de cobertura sería del 119% (relación entre el valor de la garantía y el saldo adeudado).
- Las operaciones de venta de lotes cerradas (cartas de intención/boletos de reserva) durante el año 2025 estuvieron finalmente por encima del año anterior en un 22%<sup>3</sup>, mientras que los ingresos esperados por esas ventas estarían un 27% por encima del 2024, explicado básicamente porque el precio promedio de venta del metro cuadrado estuvo también por encima del año anterior (16%). Las ventas se realizan a buen ritmo y los precios por el momento parecen firmes. Como ya fuera comentado, los precios de venta actuales están por encima de los proyectados originalmente.
- En noviembre de 2025 el BCU informó que se canceló la inscripción de Runtuna SA como emisor de valores de oferta pública. En efecto, en setiembre de 2025 la empresa había comunicado al BCU como hecho relevante que había cancelado totalmente las ON's convertibles en acciones y que no tenía intenciones de volver a tomar financiamiento público.
- En marzo de 2026 la Asamblea de Accionistas de LTI aprobó la emisión de Obligaciones Negociables de oferta privada no convertible en acciones, por un valor nominal de USD 2.043.496. Estas obligaciones pagarán un interés del 7,75% nominal anual y se amortizará en tres años y en 3 cuotas la primera en marzo de 2028, la segunda en setiembre de 2028 y la última en marzo de 2029.

<sup>3</sup>. Se consideran solamente la venta de lotes. En 2024 se vendió una superficie de 14 has como "chacra".

## 4. Información analizada

- La información analizada fue la siguiente:
- EECC de La Tahona Inversiones al 31/12/2025
- Informe de Ventas al 31/12/2025
- Cuentas por Cobrar LTI al 31/12/2025
- Stock de unidades y precios vigentes al 31/12/2025
- Reporte sobre cuenta Escrow a diciembre 2025 y marzo 2026.
- Informe sobre Fideicomiso de Garantía Tahona realizado por BKZR Trust Management al 31/12/2025
- Activos del Fideicomiso de Garantía Tahona al 13 de marzo de 2026
- EECC de Runtuna al 31/12/2025
- Tasaciones de lotes de Cuevas I y II, al 31/12/2025 (Rematador y Tasador: Mario Stefanoli)
- Encuesta periódica de RESEARCH Uruguay a marzo de 2026 sobre la oferta y la demanda inmobiliaria, contratada para CARE.
- "Informe Sectorial Inmobiliario sobre el Mercado de Viviendas"; marzo 2026. Ec. Mayid Sáder y la Ec. Serrana Calvette.
- Calificación original y actualizaciones
- Calificación de emisión de ONs de LTD por otra calificadora

## II. EL PAPEL

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

### 1. Descripción general

**Denominación:** Obligaciones Negociables de Oferta Pública No Convertibles en Acciones de La Tahona Inversiones

**Emisor:** La Tahona Inversiones

**Fiduciario (Fideicomiso de Garantía Tahona):** Trust Management BKZR

**Entidad Representante y Registrante:** Bolsa de Valores de Montevideo (BVM)

**Títulos a emitirse:** Obligaciones Negociables

**Activos:** Bienes inmuebles, Créditos por cobrar y fondos líquidos mantenidos en propiedad fiduciaria por el fideicomiso de garantía.

**Moneda:** Dólar billete

**Importe de la Emisión:** USD 40 millones

**Pagos:** Semestrales con interés de 5,75% anual. Amortización en los últimos 6 años, según procedimiento establecido en el contrato.

**Plazo:** 10 años

**Calificadora de Riesgo:** CARE Calificadora de Riesgo.

**Calificación de Riesgo:** BBB.uy

## 2. El análisis jurídico

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

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

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

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

Al punto anterior, se agrega el rol de la fianza solidaria provista por RUNTUNA S.A, la cual es sin dudas un refuerzo de garantía importante para el derecho de crédito de los obligacionistas. Tal como se describe en el Informe Jurídico, esa garantía se añade al Fideicomiso que viene de comentarse y tiene singular importancia ya que el fiador de la operación es la empresa principal RUNTUNA S.A. En efecto, se constituye en fiadora solidaria e indivisible, lisa y llana pagadora de cualquier obligación presente o futura que por las Obligaciones Negociables asuma LA TAHONA INVERSIONES S.A. de acuerdo a lo previsto en el Documento de Emisión de las Obligaciones Negociables y el Prospecto Informativo elaborado al respecto, frente a los Obligacionistas, incluidos

<sup>4</sup> Artículo 2121 del Código Civil. *“Aunque el fiador no sea reconvenido, podrá requerir al acreedor, desde que sea exigible la deuda, para que proceda contra el deudor principal; y si el acreedor no lo hiciere, el fiador no será responsable por la insolvencia del deudor sobrevinida durante el retardo”.*

pero no limitados al pago de capital, intereses, multas, daños y perjuicios, costas y costos y demás conceptos derivados directa o indirectamente del incumplimiento de cualquier disposición incluida en los términos de la emisión de las Obligaciones Negociables. Además, renuncia a los beneficios de excusión y división y a condicionar su obligación a la intimación judicial al Emisor<sup>4</sup>.

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

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

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

## Riesgos considerados

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

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

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

## III. LA EMPRESA

### Naturaleza Jurídica

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

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

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

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

### Situación económica y financiera

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

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

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

El capital social de la sociedad es de \$ 200 millones de los cuales se han integrado \$ 86.4 millones (equivalentes a algo más de USD 2 millones).

En el cuadro siguiente se presenta el cierre de su estado de situación al 31/12/2025 y su comparativo con cierres anteriores.

<b>Cuadro 1: Estado de Situación LTI (miles de USD)</b>			
<b>Rubros</b>	<b>31-dic.-25</b>	<b>31-dic.-24</b>	<b>31-dic.-23</b>
<b>Activo</b>	<b>67.946</b>	<b>56.569</b>	<b>61.429</b>
Activo Corriente	23.645	16.131	18.758
Activo no Corriente	44.301	40.438	42.671
<b>Pasivo</b>	<b>63.639</b>	<b>54.637</b>	<b>60.189</b>
Pasivo Corriente	23.912	11.210	17.030
Pasivo no Corriente	39.727	43.427	43.159
<b>Patrimonio</b>	<b>4.306</b>	<b>1.932</b>	<b>1.240</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>67.945</b>	<b>56.569</b>	<b>61.429</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>0,99</b>	<b>1,44</b>	<b>1,10</b>

Fuente: EE.CC LTI SA

Parte de los activos, tal como se informa por parte del administrador del Fideicomiso de Garantía, se encuentra fideicomitado. A la fecha de cierre, el valor de los terrenos cedidos a dicho fideicomiso por parte del grupo empresarial era de USD 55.8 millones (Cuadro 3).

En el cuadro siguiente se expone resumidamente el estado de resultados al cierre del ejercicio 2025 y su comparativo con ejercicios anteriores.

<b>Cuadro 2: Estado de Resultados LTI (miles de USD)</b>			
<b>Rubros</b>	<b>31-dic.-25</b>	<b>31-dic.-24</b>	<b>31-dic.-23</b>
Ingresos operativos	10.307	18.445	8.019
Costo de Ventas	(6.738)	(14.230)	(4.977)
<b>Resultado Bruto</b>	<b>3.569</b>	<b>4.215</b>	<b>3.042</b>
Gastos de adm y ventas	(1.882)	(1.767)	(1.256)
Resultados diversos	3.528	0	-
<b>Resultado Operativo</b>	<b>5.215</b>	<b>2.448</b>	<b>1.786</b>
Resultados financieros	(2.299)	(2.014)	(2.354)
<b>Res. Antes de impuestos</b>	<b>2.916</b>	<b>434</b>	<b>(568)</b>
Impuesto a la renta	(542)	258	582
<b>Resultado Neto</b>	<b>2.374</b>	<b>692</b>	<b>13</b>

Fuente: EE.CC LTI SA

En otra sección se da cuenta del avance de los negocios. También se destacan saldos y transacciones relevantes con partes relacionadas.

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

Cabe recordar que en diciembre del corriente año comienza el periodo de amortización, la primera cuota equivale al 10 % de la emisión, lo cual se refleja en los estados contables informados como pasivo financiero corriente.

Por otra parte se destaca que con fecha 20/3/2025 LTI emitió ON's mediante oferta privada por algo más de USD 2 millones a tres años, es decir, vencen el 30/3/2029.

### Garantías

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

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

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

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

Asimismo, en el Documento de Emisión se establece la obligatoriedad del Emisor de abrir una **Cuenta Escrow** en el Banco Heritage en la que deberá depositar antes del día 15 de cada mes una sexta parte del siguiente vencimiento semestral, ya sea de intereses o capital, lo que deberá informar a la Entidad Representante (BVM).

LTI remite a CARE periódicamente el estado de dicha cuenta, la última de las cuales fue al 13/03/2026; el saldo a esa fecha era de USD 771.125. Dado que el próximo vencimiento para el pago de intereses será en junio de los corrientes (algo más de USD 1.1 millones) se considera razonablemente cumplida dicha condición.

Adicionalmente, se agregan otras dos garantías:

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

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

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

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

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

Este Fideicomiso fue constituido el 16/7/2021. El Fiduciario informa sobre el estado de situación del Fideicomiso, un resumen del mismo, al 31/12/2025, se muestra en el cuadro siguiente.

<b>Cuadro 3: Situación Fideicomiso de Garantía (USD) al 31/12/2025</b>			
<b>Rubros</b>	<b>Valor actual</b>	<b>Valor a tomar</b>	<b>Total garantía</b>
Efectivo y equivalentes	39.099	1,00	39.099
Cuentas por cobrar	-	0,90	-
Terrenos	55.793.032	0,85	47.424.077
<b>Totales</b>	<b>55.832.131</b>		<b>47.463.176</b>
<b>Emisión de ON</b>			<b>40.000.000</b>
<b>Cobertura s/ contrato</b>			<b>119%</b>

Fuente: Trust Management BKZR SAS

En el cuadro precedente se muestra el efectivo o equivalente en el dominio fiduciario así como el valor de los terrenos los que, de acuerdo a las pautas establecidas en la garantía, se toman por el 85 % de su valor actual. Puede observarse que la relación de los bienes fideicomitidos (tomados al valor indicado en las pautas indicadas) supera en un 19 % al valor de la emisión.

Al encontrarse en la etapa de venta de lotes, en la medida que se liberan aquellos lotes vendidos, se sustituyen por otros inmuebles de manera de mantener el valor de los bienes fideicomitidos en el nivel requerido; de acuerdo a los saldos verificados, se infiere que esta condición también se está cumpliendo.

- **Fianza solidaria de parte de Runtuna SA**

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

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

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

Al ser Runtuna emisora de títulos de oferta pública, el regulador (BCU) exige la presentación de estados contables que se publican en su página web. El pasado 10/07/2025 la firma emisora canceló los títulos que estaban en circulación por lo que ya no tiene por qué publicar sus balances. Por esa razón CARE no hace público su contenido; no obstante lo cual, tuvo a la vista los EE CC de Runtuna al 31/12/2025 y de la lectura del mismo no se advierten riesgos de cumplimiento de la garantía en la eventualidad que sea requerida.

Por otra parte, al haber cancelado los títulos emitidos se levantó la restricción que suponía el orden de prelación que tenía esa obligación sobre la eventualidad de responder a la garantía de la operación que nos ocupa. En ese sentido, mejoró la garantía.

### **Riesgos Considerados**

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

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

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

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

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

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

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

### 1. Aspectos descriptivos del proyecto

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

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

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

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

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

El producto ofrecido por LTI ha sido validado por el mercado, y se encuentra en línea con otros desarrollos del grupo Tahona en la zona de influencia.

En cuanto a las ventas, durante 2025 se comercializaron 39 nuevos lotes por un total de 9,2 millones de dólares. Esto implica un aumento de un 22% en la cantidad de lotes y un 27% más de ingresos esperados, como consecuencia de mayores precios de venta por metro cuadrado (+16%). En 2024 se habían vendido unas 14 hectáreas de tierra "chacras" por unos casi 5,9 millones de dólares, lo que llevó a que las ventas totales de ese año superaran los 13 millones de dólares.

En la calificación original se describieron, en detalle, los principales supuestos del modelo financiero, en especial a metros vendidos y su correspondiente precio. En particular, el Plan de Negocios contemplaba vender aproximadamente 10% del stock por año, entre 100 y 120 mil m<sup>2</sup> de terrenos por año. Esto fue sobre cumplido hasta 2022, aunque a partir de 2023 la venta total se ralentizó. En 2024 se vendieron 174 mil metros cuadrados, incluyendo las chacras, y 2025 se comercializaron casi 40 mil metros, que responden en su totalidad a lotes. A nivel global, la venta se ubica en línea con las estimaciones realizadas al inicio, y el precio por encima, lo que implica que los ingresos previstos se ubican por encima de lo previsto en el planteo original del proyecto. Se destaca que los precios pactados se ubican por encima de lo previsto para los proyectos Cavas, cuyo precio promedio por metro cuadrado más que se duplicó si se compara el precio de las operaciones de 2025 respecto a las de 2022.

Por último, LTI actualizó tasaciones sobre el proyecto Cavas II, repartido en dos etapas. Las nuevas tasaciones se realizaron a diciembre de 2025 por parte del tasador Mario Stefanoli, el mismo que había tasado en 2024. De acuerdo a estas tasaciones de diciembre de 2025, los lotes allí comprendidos tienen una superficie total de 48 mil y 93 mil metros cuadrados, y tienen un valor de tasación de USD 14,3 millones y USD 24,1 millones, respectivamente, lo que implica un valor del metro cuadrado del entorno de USD 272. Estas tasaciones se realizan *"considerando el proyecto terminado y con todas las habilitaciones, habiendo observado in situ el estado de avance de obras donde se están haciendo los caminos pero también la estructura subterránea para los servicios que el emprendimiento tendrá, al igual que el Club House con un importante avance en su construcción"*. Parte de estos lotes ya se han comercializado y el Club House ya está culminado y operativo..

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

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

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

Adicionalmente, como se vio en la sección III, el Fideicomiso de Garantía administrado por BKZR Trust Management detenta las coberturas necesarias para hacer frente a las obligaciones previstas en las ONs. **Actualmente tiene en su poder tierras y efectivo por un valor de garantía<sup>5</sup> 19% superior al emitido.** Del mismo modo, se mantiene el cumplimiento de otros elementos como la cuenta Escrow, tal como se detalla en la sección previa. Del mismo modo, el rol de Runtuna como fiador solidario también robustece el perfil de la emisión.

Por último, si bien el producto ofrecido por el emisor ha sido validado por el mercado en este desarrollo y en sus antecedentes directos, es relevante señalar que la proliferación de emprendimientos de similares características ha aumentado la competencia en el sector de barrios privados, y en particular en el eje de Camino de los Horneros y zonas aledañas. Algunas de las firmas que participan de este mercado han tenido dificultades de solvencia o liquidez lo que podría ser una señal de atención sobre la situación competitiva y el mercado. En relación al primero, esto podría potenciar al grupo Tahona en tanto reduce la capacidad de otros proyectos de competir con los desarrollos del grupo.

**Riesgo de generación de flujos.** El producto ofrecido en el marco de esta emisión ha sido validado por el mercado, el grupo Tahona es referente en el sector y el flujo comercial se encuentra alineado con el tipo de desarrollo de este tipo de emprendimiento. Los ingresos por ventas son consistentes con el proyecto, las ventas crecieron en 2025 y el stock de tierras permite que esto se mantenga. *Este riesgo por tanto es medio/bajo*

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

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

<sup>5</sup> El valor de garantía es el 85% del valor de mercado de las tierras, el 90% de las cuentas a cobrar y el 100% del efectivo.

## V. EL ENTORNO

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

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

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

### 1. Entorno macroeconómico nacional e internacional

Luego de la pandemia de 2020-2021 y sus efectos económicos y financieros, la economía global rebotó y emergieron brotes inflacionarios producto de las políticas fiscales y monetarias expansivas desplegadas en respuesta a la crisis sanitaria global. En 2025, la economía mundial habría crecido en el entorno del 3,3%, mientras que el crecimiento esperado para 2026-2027 se ubica en el eje de 3,3% y 3,2%, según las estimaciones del FMI. Aunque el escenario base sigue proyectando un crecimiento moderado, conviene aclarar que estas estimaciones están sujetas a un contexto de elevada incertidumbre geopolítica, ya que tanto el FMI como el Banco Mundial identifican la re-escalada de conflictos armados y las tensiones geopolíticas como riesgos bajistas relevantes para la actividad mundial.

En este marco, las principales economías del mundo continúan mostrando desempeños dispares, con una política monetaria internacional que, si bien ha dejado atrás el tramo más contractivo del ciclo, aún se mantiene relativamente cautelosa. En particular, en su reunión el 17-18 de marzo de 2026 la Reserva Federal de Estados Unidos decidió mantener su tasa de referencia en el rango 3,50%-3,75%, lo que sigue incidiendo sobre las condiciones financieras globales, el costo del crédito y los flujos hacia economías emergentes.

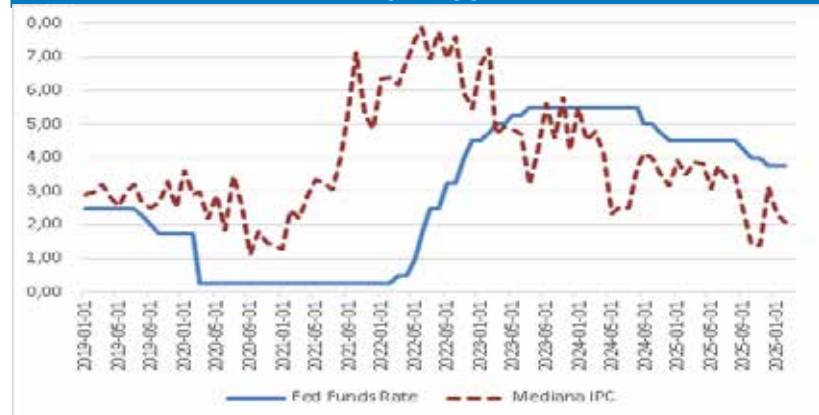
En este contexto, una eventual escalada de la guerra tendería a sesgar las proyecciones en una dirección menos favorable, afectando negativamente el

crecimiento mundial y presionando al alza la inflación. Esto podría ocurrir a través de distintos canales: aumento de los precios de la energía, encarecimiento del transporte y los seguros, interrupciones en cadenas logísticas, mayor volatilidad financiera y caída de la confianza de hogares e inversores.

Los análisis recientes de mercado ya advierten que una intensificación del conflicto en Medio Oriente podría elevar la inflación, retrasar eventuales bajas de tasas por parte de la Reserva Federal y debilitar la actividad global, configurando un riesgo de menor crecimiento con mayores presiones de costos.

Además de esto, en Estados Unidos conviven otros elementos de incertidumbre institucional y política que podrían incidir sobre las expectativas económicas durante 2026. Por un lado, las elecciones de medio término previstas para el 3 de noviembre de 2026 definirán la composición del Congreso para la segunda mitad del mandato presidencial, lo que podría alterar el margen de maniobra para la implementación de políticas fiscales, regulatorias y presupuestarias. Por otro lado, el mandato de Jerome Powell como presidente de la Reserva Federal finaliza el 15 de mayo de 2026, y el Poder Ejecutivo ya remitió al Senado la nominación de Kevin Warsh para ocupar dicho cargo. En este contexto, tanto la evolución del proceso electoral como el recambio en la conducción del banco central constituyen factores relevantes a monitorear, en la medida en que podrían modificar las expectativas del mercado respecto de la orientación futura de la política económica y monetaria en la principal economía del mundo.

**Gráfico 1 – Evolución de Tasa de Política Monetaria e Inflación en EEUU**



Fuente: Fred St Louis. Se toma como referencia el límite superior de la Fed Funds Rate.

En contextos de mayor incertidumbre geopolítica, tensiones bélicas o postergación de recortes de tasas por parte de la Reserva Federal, el dólar tiende a fortalecerse por su condición de activo de refugio encareciendo el financiamiento global y generando mayores presiones sobre economías emergentes.

En este sentido, la intensificación del conflicto con Irán volvió a impulsar esa dinámica, al combinar suba del petróleo, mayor aversión al riesgo y expectativas de una política monetaria estadounidense más cautelosa. A su vez, este comportamiento del dólar se entrelaza con la incertidumbre política e institucional en Estados Unidos: las elecciones de medio término de noviembre de 2026 pueden incidir sobre la orientación futura de la política fiscal y regulatoria, mientras que el recambio en la presidencia de la Reserva Federal introduce un elemento adicional de cautela en los mercados.

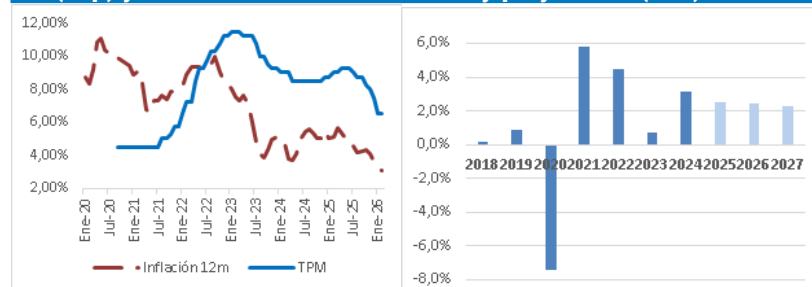
En conjunto, estos factores refuerzan la idea de que, si bien el escenario base internacional continúa siendo de crecimiento moderado, persisten riesgos que podrían traducirse en un dólar más firme, menores recortes de tasas, mayor volatilidad financiera y un entorno externo menos favorable para economías pequeñas y abiertas como la uruguaya.

Luego de un 2024 en el cual el dólar se apreció en Uruguay, siguiendo la tendencia global y algunos eventos de *risk off* como la incertidumbre política por el plebiscito de la Reforma de Seguridad Social, este fenómeno se revirtió completamente en 2025. Esto implicó que, luego de la corrección de precios relativos de 2024, el dólar se depreció más de 11% en 2025. Esta reversión respondió en buena medida a la caída global del dólar a nivel internacional, a expectativas sobre la economía estadounidense y al fortalecimiento relativo de monedas emergentes y regionales.

Desde el punto de vista macroeconómico local, la apreciación del peso contribuyó a moderar la inflación transable y a reforzar el proceso de desinflación, aunque al mismo tiempo volvió a instalar la discusión sobre competitividad, atraso cambiario y márgenes del sector exportador y transable.

En este contexto, Uruguay inició 2026 con una Tasa de Política Monetaria de 7,5%, nivel resultante de la decisión adoptada por el Banco Central del Uruguay en diciembre de 2025. El 26 de enero de 2026, la autoridad monetaria convocó a una reunión extraordinaria y en ella dispuso una reducción de 100 puntos básicos, llevando la tasa a 6,5%. Más adelante en el Copom del 3 de marzo de 2026 resolvió una nueva baja de 75 puntos básicos hasta el nivel actual de 5,75%. En paralelo, la inflación interanual se ubicó en 3,11% en febrero de 2026, mientras que el tipo de cambio mostró hacia mediados de marzo una recuperación parcial respecto de los mínimos de 2025, aunque aún por debajo de los niveles registrados un año atrás. Hacia mediados de marzo el dólar se ubica en torno a \$40,6.

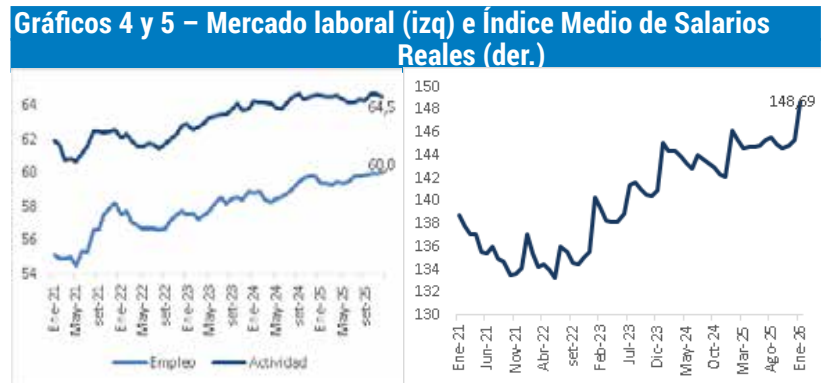
**Gráficos 2 y 3– Tasa de Política Monetaria e Inflación en Uruguay (izq.) y evolución del PIB observado y proyectado (der.)**



Fuente: INE, BCU, BM y IMF

En lo que refiere al mercado laboral, durante 2025 se observó una continuidad en los niveles de actividad y empleo. De acuerdo con estimaciones oficiales recogidas por el Ministerio de Economía y Finanzas sobre la base de datos del INE, en el promedio del año se generaron aproximadamente 26.000 puestos de trabajo respecto de 2024, en un contexto en el que se alcanzaron las mayores tasas de actividad y empleo de la última década. A finales de 2025, los registros mensuales del INE muestran que esta dinámica se mantuvo en niveles relativamente altos: en diciembre la tasa de actividad se ubicó en 64,5%, la tasa de empleo en 60,0% y la tasa de desempleo en 7,0%. En este marco, el mercado de trabajo continúa mostrando niveles de ocupación

elevados en comparación con los años previos. Por su parte, el Índice Medio de Salarios Reales (IMSR) se ubicó en 148,69 en diciembre de 2025, en un contexto en el que la evolución de los salarios nominales superó la inflación del período (IMS nominal  $\Delta 5,99\%$  vs IPC  $\Delta 3,65\%$ ).



Fuente: INE

## 2. Mercado inmobiliario de vivienda

### 2.1. Breve contexto histórico

El sector inmobiliario representa una porción relevante de la actividad económica uruguaya, en el entorno del 8% 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 con 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.

A partir de 2020, el mercado ingresó en una nueva etapa, inicialmente marcada por la disrupción de la pandemia y posteriormente por una recuperación de la actividad, mayor dinamismo en desarrollos y operaciones de vivienda, y cambios en los precios relativos, en la demanda por inversión y en las condiciones de financiamiento.

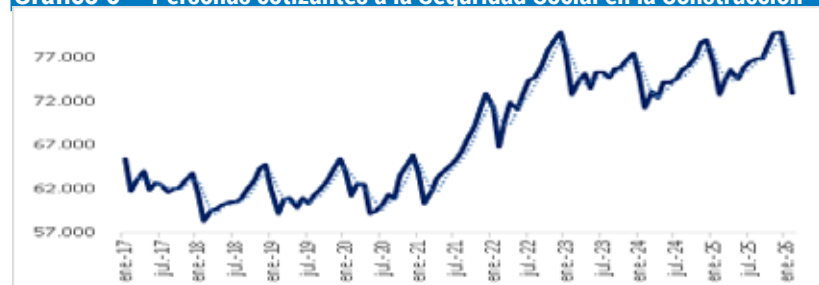
En lo que sigue se aborda la evolución reciente del mercado inmobiliario, sus fundamentos y perspectivas.

## 2.2. Evolución reciente y perspectivas

La irrupción de la pandemia y sus efectos globales implicaron un importante incremento de la incertidumbre a nivel internacional y nacional con efectos reales significativos sobre la economía, las políticas públicas y, por supuesto, el mercado inmobiliario. Desde entonces, el sector mostró una recuperación y posterior dinamismo en desarrollos y operaciones inmobiliarias, especialmente en vivienda, aunque con cierta moderación del ritmo de crecimiento en los meses más recientes. En este sentido, la demanda privada creció producto de tres factores generales: el incremento del ingreso de los hogares, el dinamismo del crédito hipotecario, y el fortalecimiento del peso uruguayo. A esto se le agregan modificaciones en políticas públicas que incentivaron la concreción de nuevos desarrollos vía estímulos fiscales, con un aumento de la demanda por inversión producto además de un entorno regional y local algo más favorable para estas operaciones.

Antes de ingresar en el análisis de los fundamentos del mercado inmobiliario, es importante analizar algunas tendencias del sector, resumidas en indicadores relevantes que hacen a sus perspectivas y posicionamiento en cuanto al ciclo económico. En el marco de crecimiento de la economía y del mercado laboral que fue comentado en la primera sección de este capítulo, el sector de la construcción, y en particular los trabajadores cotizantes a la seguridad social también han tenido un crecimiento relevante en los últimos años. Si bien, parte de esto se debe a grandes obras de infraestructura; una vez disipados estos efectos se aprecia que los cotizantes al sector de construcción se mantienen en niveles muy altos, por encima de 70.000 empleos y el sector de la vivienda es uno de los principales demandantes de mano de obra en el sector. Por otro lado, los permisos de construcción también tuvieron un incremento significativo en los últimos años. En particular, según Sader y Calvete, los permisos de la construcción han tenido un incremento significativo, pero en particular en 2025 alcanzaron más de 972 mil metros cuadrados, superando los más de 966 mil de 2024, que ya había sido el mayor registro desde principios de 1980.

**Gráfico 6 – Personas cotizantes a la Seguridad Social en la Construcción**



Fuente: BPS

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

### i. Oferta de vivienda

En términos generales, Uruguay cuenta con aproximadamente 1,6 millones de viviendas para 1,4 millones de hogares. Sin embargo, esta aparente suficiencia convive con descalces cualitativos y geográficos relevantes. En particular, se estima que unas 200.000 viviendas se encuentran desocupadas

o son utilizadas como segunda o tercera residencia, principalmente en zonas de balneario. En este marco, Montevideo presenta una menor proporción de viviendas vacías, mientras que departamentos como Maldonado y Rocha concentran una parte significativa de este fenómeno, asociado al uso temporal de las unidades.

A su vez, el sector presenta un stock antiguo: más del 60% del stock edilicio tiene más de 40 años, lo que implica necesidades de reparación, adecuación funcional y mejoras constructivas. A esto se suma que se trata de un mercado fuertemente segmentado, con productos diferenciados por localización, tipología y poder adquisitivo, por lo que las características promedio del stock no necesariamente representan la realidad de todos los submercados. En consecuencia, las condiciones generales de la oferta constituyen un marco de referencia, pero deben complementarse con el análisis de las particularidades de cada zona y segmento.

El desarrollo de la oferta reciente ha estado fuertemente condicionado por el marco de política pública. La aprobación de la Ley 18.795 de Vivienda Promovida en 2011 introdujo instrumentos de incentivo que reorientaron la construcción hacia zonas céntricas y áreas de menor dinamismo relativo, contribuyendo al desarrollo de barrios como Centro, La Blanqueada, Palermo y Barrio Sur, así como al avance de proyectos fuera de Montevideo, particularmente en Canelones y, más recientemente, en otras zonas del interior. En la misma línea, las modificaciones normativas al decreto 329 introducidas desde 2020-22 junto con el régimen de promoción para proyectos de gran dimensión económica, contribuyeron a ampliar el universo de desarrollos y a sostener la expansión de la oferta en distintos segmentos del mercado.

En lo que refiere a la nueva oferta edilicia, continúan observándose cambios estructurales en las tipologías construidas. En particular, se consolida una tendencia hacia viviendas de menor tamaño y con menos dormitorios, en línea con los cambios demográficos y la menor cantidad de personas por hogar. En este sentido, la información más reciente confirma que la fragmentación de los hogares sigue avanzando - con un 29% de hogares unipersonales según el Censo 2023, lo que ha venido ajustando la oferta hacia unidades más compactas. A su vez, la Vivienda Promovida sigue concentrándose en el área metropolitana, aunque con una descentralización incipiente hacia otras localizaciones.

En este contexto, según información de la ANV, Uruguay cierra el 2025 con más de 170 proyectos promovidos.

En suma, la oferta de vivienda en Uruguay muestra una combinación de expansión reciente, fuerte incidencia de los incentivos públicos y adaptación progresiva a los cambios en la estructura de los hogares. No obstante, persisten desafíos vinculados a la antigüedad del stock, a la localización de parte de las viviendas vacías y a la heterogeneidad del mercado, elementos que condicionan tanto el acceso como la velocidad de ajuste entre oferta y demanda.

## **ii. Demanda por consumo e inversión**

Los activos inmobiliarios cumplen con un rol dual: por un lado, constituyen un bien de uso que permite obtener “servicios de vivienda”; por otro, un

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

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

### ii.i.i. Factores Sociales

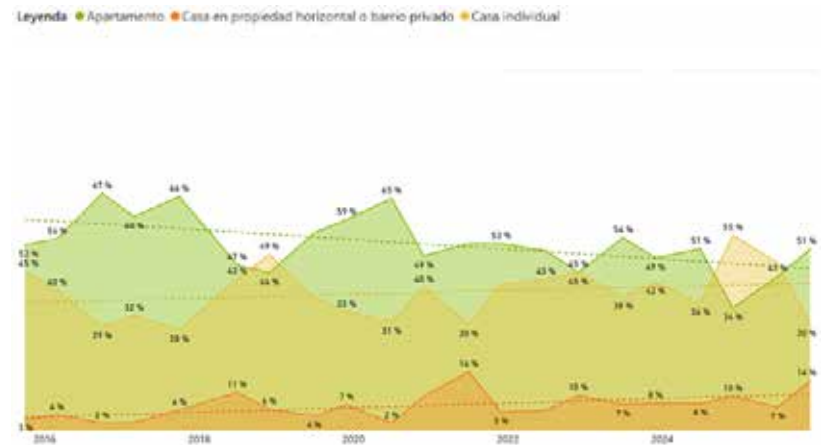
En Uruguay, el crecimiento de la población ha sido muy reducido en los últimos 50 años. El último Censo de 2023 marcó que la población total asciende a 3,5 millones de personas, confirmando que la población crece a tasas muy reducidas que se vienen reduciendo en los últimos períodos intercensales. Esto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

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

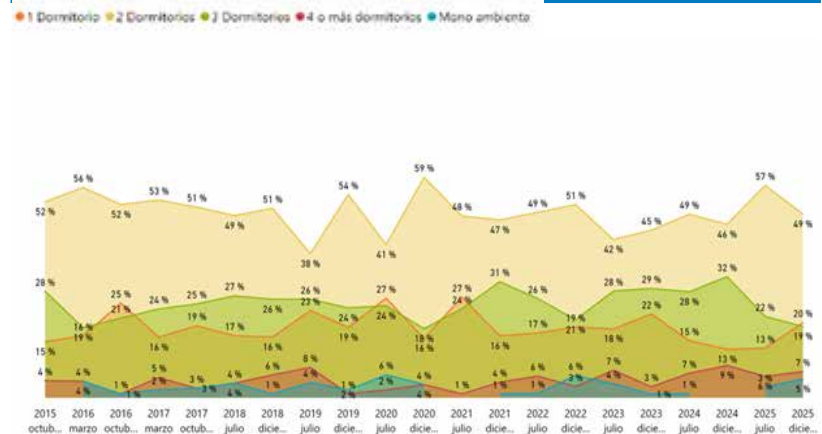
Más allá de lo anterior, para entender el perfil de la demanda, CARE contrata a Research Uruguay, que genera una encuesta semestral recurrente que se realiza sistemáticamente desde 2015 y lleva 21 ediciones. De acuerdo con esta encuesta casi 80% de los encuestados buscan viviendas de dos o menos

dormitorios manteniéndose relativamente estable respecto a ediciones anteriores. Es de notar que en las últimas ediciones se aprecia un aumento de preferencias por viviendas de dos dormitorios, en detrimento de viviendas con más capacidad. Sin embargo, en contraposición a lo comentado previamente, la demanda por unidades de un dormitorio o monoambientes se mantiene reducida entre los encuestados, oscilando en torno al 12% de la muestra.

**Gráfico 7 - Tipo de vivienda buscada por “hogares que buscaron en los últimos tres meses”**



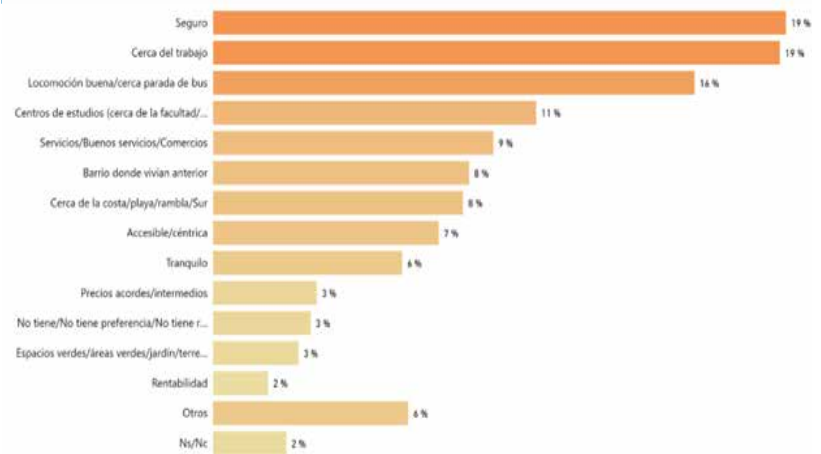
**Gráfico 8 - Cantidad de dormitorios buscados por “hogares que buscaron en los últimos tres meses”**



Fuente: Research Uruguay

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

**Gráfico 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 y los bancos se muestran más activos en este segmento de financiamiento, como se analizará más adelante. En el último año se realizaron aproximadamente 5.720 operaciones de crédito hipotecario y el ticket promedio del crédito se situó en US\$ 107.891. No obstante, su incidencia sobre el total de compraventas continúa siendo acotada, por lo que su peso en la formación general de la demanda habitacional sigue siendo relativamente bajo.

Por último, la encuesta de Research incorpora indicadores de precios a través del Price Sensivity 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 con las preferencias individuales. Más allá de los valores individuales de compraventa y alquileres, es importante señalar que las referencias de Cap Rate entre estos se ubican entre 5% y 6% en los relevamientos realizados en el correr de los años, aunque en los relevamientos más recientes se ubicaron por encima de ese registro, alcanzando 7,3% en julio de 2025 y 7,1% en diciembre de 2025.

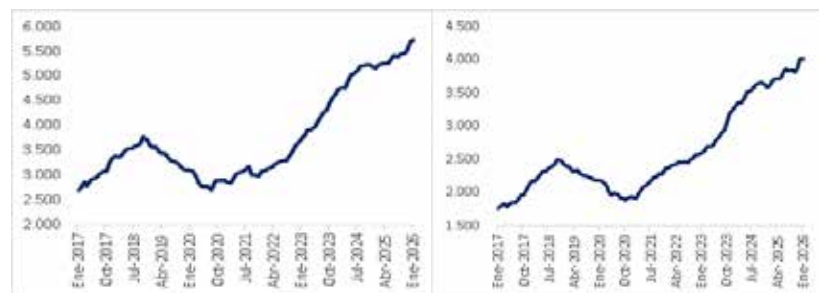
### **ii.i.ii. Factores Económicos**

Por una parte, el ingreso de los hogares, uno de los determinantes más importantes de la demanda de vivienda por motivo de consumo, presentó una caída en 2020 y 2021 producto de la crisis sanitaria y económica, como fue comentado previamente. Esta caída fue dual, vinculada a menores salarios y el deterioro del mercado laboral durante la pandemia. Este fenómeno se revirtió sobre finales de 2021 y se evidencia una mejora sostenida en los últimos años como se comentó en la primera sección de este capítulo. En este sentido, los ingresos de los hogares han venido incrementándose, lo que sumado a

la apreciación real del peso favorecieron la compra de bienes durables. Este fenómeno tuvo una interrupción transitoria hacia fines de 2024, asociada al fortalecimiento global del dólar, pero volvió a observarse durante 2025 en un contexto de nueva depreciación de la moneda estadounidense a nivel internacional y de fortalecimiento relativo del peso uruguayo.

El aumento de los ingresos de los hogares, sumado a la apreciación real del peso, conjugaron un escenario interno favorable para la demanda de inmuebles. Del mismo modo, las condiciones financieras favorables y las campañas impulsadas por algunas instituciones financieras, que buscan incrementar su share en el mercado de operaciones hipotecarias, implicaron una reducción en el costo de los créditos hipotecarios, lo que a su vez impulsó la demanda por estos instrumentos. En el último año se realizaron aproximadamente 5.720 operaciones de crédito hipotecario, alcanzando un máximo histórico reciente, mientras que los nuevos créditos a la vivienda se situaron en el entorno de 3.900 millones de UI anuales, equivalentes a aproximadamente US\$ 610 millones. El ticket promedio del crédito se ubicó en US\$ 107.891. De todas formas, si bien el crédito hipotecario continuó expandiéndose, se aprecia cierto enlentecimiento en el ritmo de crecimiento de las operaciones respecto a revisiones anteriores. Las tasas de interés promedio en UI se mantienen estables en el entorno de 4-5%.

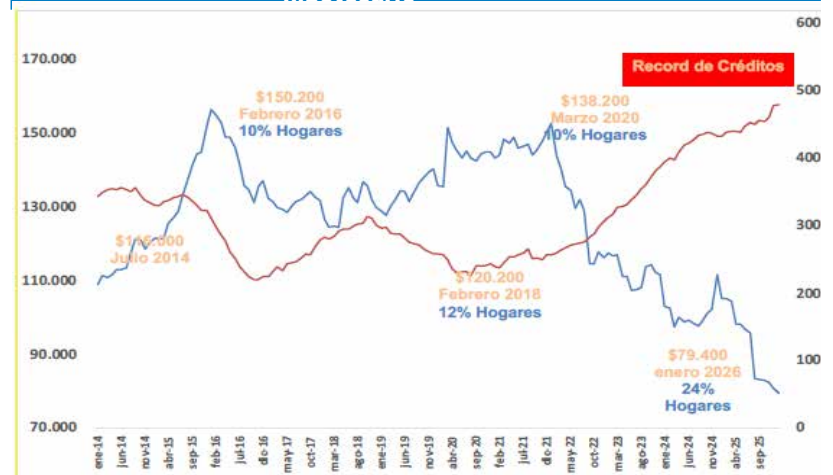
## Gráficos 10 y 11 – Créditos hipotecarios en UI Cantidad de nuevas operaciones (izq.) y Monto (en millones de UI;



Fuente: BCU

En cuanto a la penetración del crédito, esto se mantiene como uno de los desafíos para el acceso a la vivienda. De hecho, esto podría estar detrás del enlentecimiento reciente de las operaciones. Si bien las operaciones de crédito hipotecario han apuntalado la demanda de vivienda, la penetración del crédito continúa siendo reducida en términos generales aunque las restricciones de acceso se han reducido. En este sentido, los hogares enfrentan restricciones de acceso al crédito que refieren al ahorro previo y al nivel de ingresos mensuales líquidos necesarios. Si bien estas condiciones han mejorado y cada vez más hogares podrían ser sujetos de crédito, de acuerdo a Sader & Calvete, 24% 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: Sáder & Calvete (marzo 2026).

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, aunque la trayectoria posterior fue menos lineal que la prevista inicialmente. En los insumos más recientes no se observa un escenario de baja agresiva de tasas internacionales, sino más bien uno de reducción más cautelosa y de persistencia de ciertos factores de incertidumbre. Esto configura un escenario de mejora parcial para la inversión inmobiliaria, aunque menos marcado que el que podía preverse algunos meses atrás, en tanto el balance riesgo/retorno sigue condicionado por la evolución del contexto internacional y por la comparación con alternativas financieras. Del mismo modo, a nivel local la tasa de interés de política monetaria también entró en una fase de recorte producto de la reducción de las presiones inflacionarias y la debilidad del dólar. Esto también actuaría en favor de la inversión inmobiliaria, al actuar sobre el canal de tasas de interés y sobre la demanda agregada.

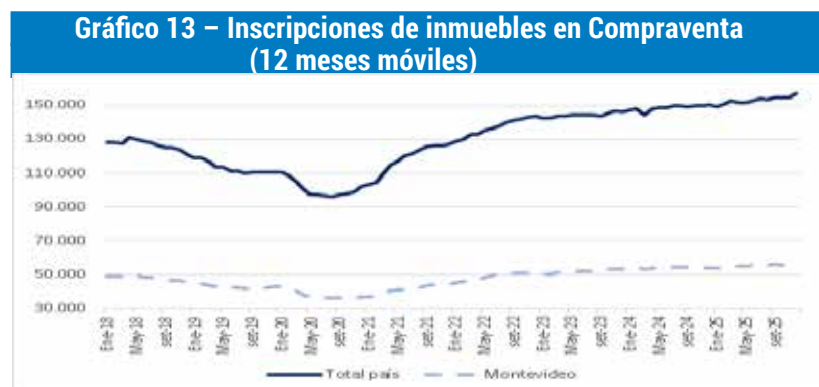
La encuesta realizada por Research Uruguay indaga sobre la demanda para inversión y se aprecia una tendencia creciente entre los encuestados en la búsqueda de inmuebles para invertir, tanto entre quienes buscaron como entre quienes piensan hacerlo en el futuro. Del mismo modo, se aprecia una mayor preferencia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

### iii. Evolución reciente del mercado de compraventas y alquileres

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

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

De acuerdo con las inscripciones de compraventa, publicadas por el INE en base a la DGR, estas han crecido tanto para Montevideo como para el total del país en el año 2025 a un ritmo cercano al 4,5%. Esto implica una mejora respecto a los valores de cierre del año pasado.



Fuente: INE en base a DNR y MEF

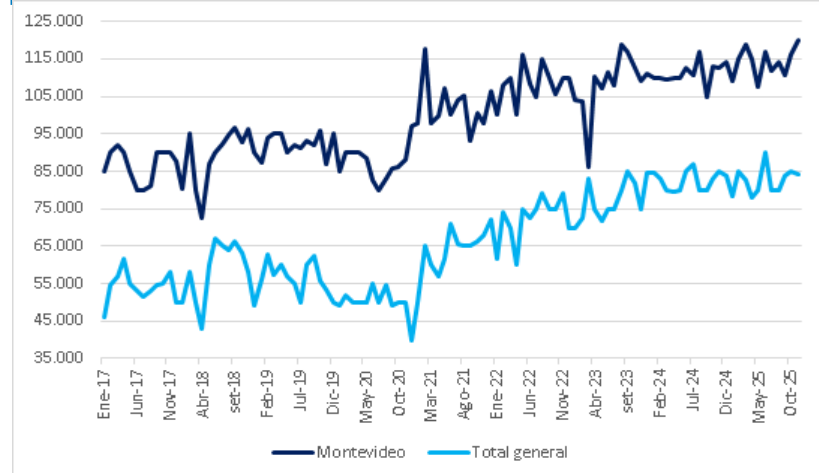
En cuanto a la recaudación del ITP, según la DGI, en el acumulado a diciembre de 2025 el Impuesto a las Transmisiones Patrimoniales recaudó \$ 4.216 millones, lo que implicó una variación de 10,7% nominal y 5,8% en términos reales respecto al año anterior. Esto supone una mejora respecto a los registros usados en versiones previas del informe. Sin embargo, deben notarse dos elementos. Por un lado el ITP recoge la transaccionalidad del mercado inmobiliario en sentido amplio, abarcando transacciones de compraventa por fuera del rubro de la vivienda (campos, terrenos, herencias, entre otros). Por otro, los inmuebles bajo la Ley de Vivienda Promovida están exentos de este impuesto en su primera operación y justamente este tipo de proyectos han dinamizado el sector inmobiliario en general, no quedando recogidas en la recaudación del ITP.

Otros indicadores indirectos también sugieren un mercado inmobiliario firme en los últimos meses aunque con un ritmo más moderado que el observado en los momentos de mayor expansión reciente. Tanto los permisos de construcción en Montevideo, como los cotizantes al BPS se mantienen elevados.

### 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 más reciente del INE muestra que la mediana de los precios de las transacciones en dólares registró en noviembre de 2025 una variación acumulada de -1,05% en los últimos 12 meses. Esto sugiere un escenario de estabilidad con leve corrección en dólares respecto a los máximos previos, más que una tendencia de aumentos generalizados. 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 relativamente estable.

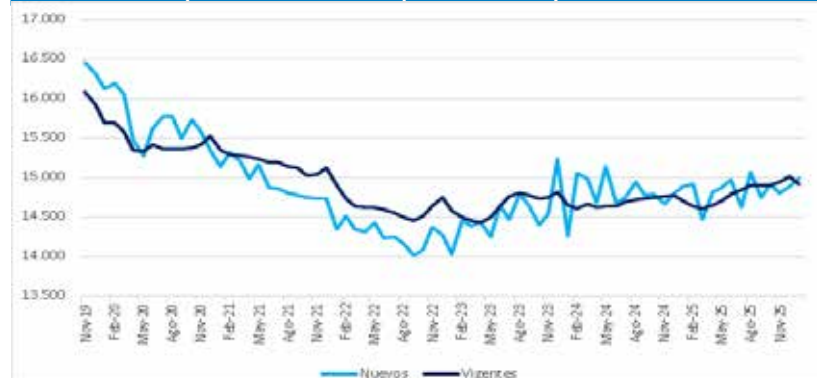
**Gráfico 14 – Mediana del Precio de Transacciones de Compraventa en Dólares**



Fuente: INE en base a DNR

En cuanto a los contratos de alquiler, al igual que en ediciones anteriores se observa que la evolución de los precios continúa reflejando el incremento en el stock de viviendas de los últimos años, al menos en Montevideo. En este sentido, el incremento de la cantidad de viviendas implicó un incremento de las viviendas disponibles para arrendamiento, generando además distintos efectos geográficos de corrimiento a lo largo de la ciudad. En términos generales, los contratos de alquiler registraron una variación acumulada de 5,2% en los últimos 12 meses a diciembre de 2025 de acuerdo con información del INE. 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

### iii.iii. Consideraciones finales sobre el mercado de vivienda

En suma, no se observan cambios significativos en el contexto macroeconómico y sectorial que alteren sustancialmente las tendencias recientes del mercado. La principal novedad en este sentido sigue siendo la apreciación real del peso, que ya ha mostrado alguna señal de reversión. Más allá de esto, los fundamentos de la demanda continúan siendo favorables, la cantidad de viviendas en producción viene en aumento y los fundamentos sociodemográficos del mercado siguen evolucionando en línea con las tendencias recientes. Ciertamente algunos indicadores sugieren una moderación en el ritmo de crecimiento de la demanda, pero no parecería tratarse de un cambio de tendencia en el mercado

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

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

La normativa que refiere a los Barrios Privados es diversa y su reglamentación se define a nivel municipal, siendo Canelones y Maldonado los departamentos donde estos desarrollos muestran mayor dinamismo. En Canelones, desde 1998 con la Ordenanza de Clubes de Campo Res. 4699/98 se han desarrollado estos emprendimientos. No obstante, esta ordenanza fue sustituida por planes de ordenamiento territorial como el Costa Plan (Plan Estratégico de Ordenamiento Territorial de la Micro Región de la Costa), el Plan Parcial Camino

de los Horneros y el Plan Parcial Colonia Nicolich y Ruta 101. Estos planes han guiado el desarrollo de distintas vertientes logísticas y residenciales en el departamento de Canelones y han actuado como instrumentos de regulación y promoción de los barrios privados en este departamento. Adicionalmente, el Plan Camino de los Horneros presupone y genera amplio espacio para seguir desarrollando ese vértice en el territorio, en el cual se está desarrollando el barrio Cavas. Es de notar que los proyectos realizados por LTI han obtenido las aprobaciones para transformar suelo rural en urbanizable en el marco de este último plan.

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

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

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

Según información del MVOT, a 2020 existían 78 Barrios Privados y en aumento. Más recientemente, Perez Sanchez<sup>6</sup> (2024) indica que existen 84 BBPP en todo el país. En el departamento de Maldonado es donde existen más desarrollos, explicando más del 50%. En Montevideo (Este) y en Canelones (Oeste) los desarrollos se realizaron anexos a la conexión con las principales arterias viales del país y el vínculo con la capital, la costa y polos de desarrollo como las Zonas Francas y Parques Industriales. En el Área Metropolitana de Montevideo (AMM) existían a 2022, 24 Barrios Privados con un área total de 664 hectáreas, distribuidos en Canelones y Montevideo mayoritariamente.

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

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

#### 4. Las políticas públicas

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

La Ley 18.795 de promoción de la vivienda social fue votada por unanimidad en el Parlamento, lo que brinda cierta seguridad del camino optado desde la política pública. En el período de gobierno anterior 2020-2025, se realizaron ciertas modificaciones que dinamizaron estos proyectos, en particular con la eliminación del tope de precios, entre otros. Más recientemente, en 2025 el Poder Ejecutivo anunció nuevas modificaciones con el objetivo de reorientar los incentivos hacia localizaciones consistentes con la planificación territorial, proyectos con mayor impacto social y una mayor articulación con el Sistema Público de Vivienda. Entre los cambios anunciados se encuentran

<sup>6</sup> . Dr. en Estudios Urbanos Marcelo Pérez Sánchez, "Urbanismo Neoliberal: Barrios Privados en Uruguay". (2024).

La limitación de la escala de los proyectos a un máximo de 100 unidades, la priorización de desarrollos en suelo urbano con adecuada conexión a servicios, la comercialización a través de llamados del MVOT y ajustes en el uso de la garantía SIGA Entre Todos.

Asimismo, el 4 de mayo fue publicado el Decreto del 29 de abril de 2020, que establece un nuevo régimen de promoción de inversiones para la actividad de construcción de Gran Dimensión Económica, al amparo de la Ley N° 16.906 de 1998 (Ley de Inversiones). Las actividades promovidas por este decreto son la construcción para arrendamiento o venta de inmuebles (vivienda u oficinas) y el desarrollo de urbanizaciones con iniciativa privada. Este régimen fue nuevamente ajustado en 2025 mediante el Decreto 85/025, que modificó el Decreto 138/020 y extendió su vigencia para proyectos presentados antes del 1° de enero de 2026. Por lo tanto, el régimen continúa siendo un componente relevante del marco de incentivos para el sector.

En lo que respecta a otras políticas públicas, ya se encuentra definido el Plan Quinquenal de Vivienda y Hábitat 2025-2029, en el que el foco de la política habitacional se orienta en buena medida a segmentos de la población de menores ingresos y a situaciones de vulnerabilidad habitacional. En este sentido, la política de vivienda tendría un enfoque transversal para abordar el déficit habitacional a través de cinco lineamientos estratégicos para guiar la inversión y la acción del Sistema Público de Vivienda. Estos son: **i)** emergencia habitacional y vulnerabilidad; **ii)** acceso a la vivienda adecuada; **iii)** integración social y territorial; **iv)** acceso al suelo urbano; y **v)** fortalecimiento del SPV.

Por último, a nivel municipal los anuncios de la Intendencia Municipal de Montevideo en pro del desarrollo urbano y en lo que refiere a una mayor flexibilidad en aprobar alturas en algunas de las arterias de la ciudad, aumentan las expectativas a los desarrolladores y constructoras. En particular, la reglamentación de "Montevideo más cerca"<sup>7</sup>, actualizada en 2025, mantiene incentivos a la densificación y mayor flexibilidad normativa en determinados corredores urbanos, lo que continúa siendo una señal relevante para el sector.

A nivel institucional, en 2024 se superaron los riesgos vinculados al Plebiscito de Reforma de la Seguridad Social que podría haber sido negativo para la macroeconomía y el clima de negocios en general, y para la inversión inmobiliaria en particular. Por otro lado, las autoridades del Gobierno entrante han planteado la posibilidad de estudiar y revisar los regímenes de promoción y estímulos fiscales en un sentido amplio. En ese marco, durante 2025 se anunciaron cambios al régimen de Vivienda Promovida orientados a reencauzar los incentivos hacia proyectos con mayor impacto social y territorial, acercándolo parcialmente a otros programas del sistema público de vivienda. A su vez, los proyectos que no se encuadren en esos lineamientos podrían canalizarse con mayor interacción con la COMAP, particularmente cuando tengan como objetivo generar inversión y empleo. Por otro lado, el régimen de proyectos de Gran Dimensión Económica fue nuevamente prorrogado y ajustado en 2025 mediante el Decreto 85/025, extendiendo su vigencia para proyectos presentados antes del 1° de enero de 2026. Estos elementos podrían implicar cambios para los desarrollos inmobiliarios, tanto en la definición de proyectos como de zonas geográficas. Del lado de la demanda, también se ha planteado profundizar instrumentos de acceso a la vivienda mediante una mayor utilización de subsidios y garantías, incluyendo el fortalecimiento del Fondo de Garantía de Créditos Hipotecarios.

<sup>7</sup>. La intendencia presentó el programa "Montevideo más cerca: más altura de la edificación en avenidas", que estimula el desarrollo urbano sustentable, la inversión y la creación de empleo (<https://montevideo.gub.uy/noticias/urbanismo-y-obras/montevideo-mas-cerca-mas-altura-de-la-edificacion-en-avenidas>)

En los primeros meses de 2026, se conoció por parte de un legislador del oficialismo la presentación de un proyecto de ley que buscaría prohibir la construcción de monoambientes. Esta propuesta aún no habría sido discutida formalmente en la bancada del oficialismo. De prosperar esta iniciativa podría afectar el desarrollo de este Fideicomiso, cuya principal demanda por inmuebles es justamente por monoambientes.

### 5. Conclusiones sobre el entorno

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

**El riesgo de políticas públicas.** es reducido ya que la política hacia el sector ha sido apoyada por todos los sectores políticos y tienden a flexibilizar las condiciones de acceso. Si bien los incentivos fiscales a la construcción han sido un elemento dinamizador del sector, los regímenes que implican Gasto Tributario podrían ser revisados por el Gobierno. En el ámbito normativo departamental, el Plan Camino de los Horneros explicita un marco a nivel departamental para el desarrollo de urbanizaciones y barrios privado. *Riesgo bajo.*

## VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

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

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

Comité de Calificación



Ing. Julio Preva



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrián Tamblor

<sup>8</sup> . **BBB.uy** .Se trata de instrumentos que presentan un riesgo medio bajo para la inversión, ya que evidencian un desempeño aceptable y suficiente capacidad de pago en los términos pactados. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, y las características del entorno, dan en conjunto moderada satisfacción a los análisis practicados, sin perjuicio de alguna debilidad en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo. Podría incrementarse el riesgo del instrumento ante eventuales cambios previsibles en los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, o en la economía en su conjunto. La probabilidad de cambios desfavorables previsibles en el entorno es de baja a media baja, y compatible con la capacidad de la administradora de manejarlos aunque incrementando el riesgo algo más que en las categorías anteriores. **Grado de inversión mínimo.**