

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

Montevideo, noviembre de 2016

4	RESUMEN GENERAL
6	I INTRODUCCIÓN
9	II EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION
11	III LA ADMINISTRACION
18	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTUTO DE FONDOS
22	V EL ENTORNO
25	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

**Actualización de la calificación de C.Ps Fideicomiso Financiero CASASURU
Desarrollo de viviendas de interés social I 16-11-2016**

Certificados:	Certificados de Participación Serie A por hasta UI 135.000.000 (pesos uruguayos ciento treinta y cinco millones). República AFISA.
Distribuciones:	Según resultados acumulados realizados según procedimiento establecido
Activo Fideicomitado:	Bienes inmuebles (proyectos), fondos líquidos e instrumentos financieros adquiridos o mantenidos en propiedad fiduciaria por el fideicomiso.
Fideicomitentes:	Suscriptores iniciales de los CP's Mulery SA y Nurwoly SA
Emisor y Fiduciario:	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión.
Administrador:	CASASURU S.A.
Entidad Representante:	BEVSA
Entidad Registrante:	BEVSA.
Administración y Pago:	EF Asset Management
Calificación:	BBB (uy)
Vigencia :	30 de abril de 2017
Comité de Calificación:	Ing. Julio Preve, Cr. Martín Durán Martínez y Ec. Mayid Sader Neffa
Manual:	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros.

Resumen General

CARE ha actualizado la calificación de los certificados de participación Serie A en el dominio fiduciario del "Fideicomiso Financiero CASASURU de desarrollo de vivienda de interés social I" con la calificación BBB (uy) de grado inversor.¹

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

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico ofrece las garantías necesarias tal como se describió en el informe jurídico de la calificación original. (véase Anexo I de la Calificación de Junio de 2015).
- Se ha evaluado nuevamente la capacidad de gestión de la empresa administradora del proyecto, CASASURU SA, que resulta crucial para el mismo. La empresa demuestra capacidad de llevar adelante el proyecto, a pesar de los atrasos evidenciados en algunos de ellos. Tal como fuera mencionado en la calificación original, el compromiso con el éxito del negocio se expresa en el aporte al fideicomiso de dos inmuebles, así como en el alineamiento de incentivos entre el éxito del proyecto y sus ingresos.
- Una estimación de TIR para el inversor en los CPA, según las últimas modificaciones realizadas en el modelo de negocios, es del 22,68%. Los proyectos involucrados en las proyecciones contienen rendimientos que varían entre 23% y 72% (véase sección IV).
- Un negocio que desde el punto de vista económico - financiero para el inversor soporta los stresses ajenos al negocio a los que razonablemente la emisora y la calificadora han sometido el proyecto.
- A la fecha de la presente actualización, el Administrador ha tenido que sortear algunas dilaciones que han atrasado el cronograma de la mayoría de los Proyectos. Algunos atrasos se han originado por la combinación del entretencimiento en los permisos y las estrictas exigencias de los organismos reguladores, otros proyectos se han dejado de lado por la reducción del poder de compra del universo demandante de los mismos (Salto y Las Piedras). No obstante lo anterior, la Asamblea de Titulares autorizó al Fideicomiso a adquirir dos terrenos para desarrollar nuevos proyectos inmobiliarios, que sustituirán a los anteriores (Acta del 7 de octubre de 2016). El primero de los proyectos aprobados, fue la compra de la segunda etapa de un anterior desarrollo del Administrador, y el segundo, un terreno con gran potencial y vista a los lagos de la ciudad de la costa. En este último, el administrador pretende focalizarse en un público objetivo perteneciente a segmentos de mayor poder de compra (en comparación con los demás proyectos del Fideicomiso), aunque manteniéndolo dentro de las viviendas de interés social.

¹ Con ocasión de la calificación original, había quedado pendiente la obtención de diferentes permisos de construcción y urbanización, así como la de los beneficios fiscales derivados de la Ley 18.795. La mayoría de los permisos han sido otorgados. No obstante lo anterior, uno de los proyectos hubo que modificarlo debido a los retrasos para la obtención de algunos permisos (Ver Acta de la Asamblea de Beneficiarios del día 28 de octubre de 2015).

- Los segmentos socioeconómicos elegidos como público objetivo de las viviendas desarrolladas por el Fideicomiso presentan una demanda no satisfecha y las tipologías elegidas en el proyecto como los métodos constructivos son adecuados. Esto se corrobora, tanto en el informe sectorial del mercado inmobiliario que realiza CARE, como en la Encuesta semestral sobre dicho mercado contratada por CARE a Research Internacional.
- La demanda “por consumo” de este tipo de vivienda está íntimamente relacionada con el crédito hipotecario. El administrador manifiesta una estrategia clara para adecuar a los promitentes compradores, con las exigencias provenientes de las regulaciones bancarias para el otorgamiento de créditos hipotecarios. La decisión de no desarrollar los terrenos de Las Piedras y Salto, y si desarrollar proyectos destinados a un público objetivo de mayor poder de compra, mitiga el riesgo de que las familias demandantes no califiquen ante las exigencias para el otorgamiento de créditos hipotecarios de la Banca comercial.
- El incremento del tipo de cambio de los primeros seis meses del año, el incremento del desempleo y el aumento de las tasas de interés de la banca para los créditos hipotecarios de largo plazo, impactaron en una importante caída de las ventas de los proyectos. No obstante lo anterior, la apreciación del peso de los últimos meses y la aparente mejora de las expectativas económicas del país y de la región podrán revertir dicho enlentecimiento.
- En cuanto a las políticas públicas sectoriales, existe buena aceptación del espectro político nacional, sobre la consolidación de estímulos tanto a la oferta como a la demanda de vivienda en el segmento socioeconómico que focaliza el negocio en cuestión. Las nuevas determinaciones regulatorias referentes a la Ley de Vivienda de Interés Social (disminución del porcentaje de viviendas con precios con tope) confirman lo antes expuesto.

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

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

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

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

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

La vigencia de esta actualización de la calificación es hasta el 30 de abril de 2017. No obstante la misma puede variar ante la aparición de hechos relevantes. En los primeros años del proyecto se considerarán hechos relevantes la evolución semestral de la marcha de los proyectos y de su comercialización. El fiduciario y el administrador se comprometen a proveer esta información. Todo lo demás constante, el cumplimiento de metas debería ir incrementando la nota.

Hechos salientes del período.

- Según Acta del 1 de marzo y del 7 de octubre del corriente, se autorizó al Fideicomiso a adquirir padrones para el desarrollo de nuevos proyectos inmobiliarios. Los mismos están situados en Ciudad de la Costa (Pinar en marzo e Interlagos y Aires de la Costa en octubre). Se procura, apuntar a una franja poblacional con mayor capacidad de ahorro y una necesidad menor de crédito; siempre enmarcando los proyectos dentro del negocio de vivienda de interés social.
- Estas compras, configuran un nuevo plan de inversiones del Fideicomiso y procuran sustituir al proyecto de Lagomar Norte, la segunda etapa del proyecto Salto y el proyecto Las Piedras.
- A continuación, se describe sucintamente el estado de los proyectos en marcha en base al Administrador, a la fecha de la presente actualización:

Lagomar Sur. Según detalla el Administrador, el permiso de construcción recién fue aprobado del 15 de junio de 2016, por lo que se registra un atraso en la ejecución y lanzamiento del proyecto. Con fecha 17 de junio, se firmó contrato con la empresa Marquez Alonso, quien resultara seleccionada en el proceso licitatorio, llevado a cabo para la realización de los trabajos de infraestructura. Estos trabajos, comenzaron el 1 de julio y se estima que se concreten para finales de noviembre. El avance de obra, según la última información proporcionada por el Administrador, es del 89,52%. Asimismo, se llamó a licitación para la construcción de las viviendas, resultando seleccionada la empresa Norte Construcciones S.A., quienes estarían comenzando los trabajos a principios de diciembre.

El Pinar. El terreno se incorporó al fideicomiso el día 11 de marzo de 2016, aprobándose el permiso de construcción el 20 de junio de 2016. La obra cuenta con un avance del 75,31% según la última inspección de obra realizada a fines de octubre. La misma está siendo realizada con encofrados de aluminio para la construcción de las viviendas.

Salto. El 10 de marzo se consiguió el permiso de construcción y la empresa constructora seleccionada es José Cujó S.A. El avance de obra de la primera etapa, asciende al 58,58%, según información al 31 de octubre. Cabe resaltar que, la segunda etapa de este proyecto no se va a realizar por el momento, debido a la importante recesión que experimenta el departamento de Salto. Este fenómeno, además, ha enlentecido el proceso de venta de la primera etapa.

Las Piedras. El predio fue transferido al Fideicomiso el 9 de Septiembre de 2015 como un único padrón. El inicio del proyecto requiere la aprobación e inscripción en catastro de cada uno de los padrones emergentes de la subdivisión y en los cuales se realizarán las obras. A la fecha de confección de esta actualización, se ha resuelto posponer este proyecto.

2. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- Actas de Asamblea del 1 de marzo y 7 de octubre
- Informe del Administrador No 5 y 6.
- Informes de Avances de obra al 31 de octubre.
- Estados Contables intermedios del Fiduciario al 30/6/16
- Estados Contables intermedios del Fideicomiso al 30/6/16
- Estados Contables intermedios del Administrador al 29/2/16

II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

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

1. Descripción general

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

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

Administrador: CASASURU S.A

Entidad

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

Títulos a

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

Activos del

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

Moneda: Unidades Indexadas

Importe de la Emisión:

UI 135.000.000 (unidades indexadas ciento treinta y cinco millones) con integración diferida según prospecto de emisión. La integración de los Valores se realizará de acuerdo a lo que será establecido por el Fiduciario en el Prospecto, pudiendo establecerse un mecanismo de integraciones diferidas y con garantías en los casos que así se entienda necesario.

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

Calificación de Riesgo:

BBB (uy)

2. El análisis jurídico

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

3. Riesgos considerados

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

Riesgo por iliquidez. Los certificados se han diseñado para ser líquidos. Por este motivo, la liquidez puede considerarse adecuada dadas las características del mercado uruguayo. No obstante, este proceso no es instantáneo y puede llevar un tiempo imposible de determinar y en algunos casos podría ocasionar una pérdida de parte del capital invertido. *El riesgo es medio.*

III. LA ADMINISTRACIÓN: EL FIDUCIARIO Y EL OPERADOR

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

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

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

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

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

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

Dadas las características de la emisión, en una hipótesis de quiebra o liquidación de EFAM, en nada se verían afectados los activos del fideicomiso. Por otra parte en caso de incumplimiento de cualquiera de sus obligaciones está previsto que los titulares por mayoría absoluta podrían sustituirlo.

La evaluación incluye considerar la preparación profesional de los administradores para la toma de decisiones y para enfrentar los riesgos inherentes al negocio; su experiencia, y en general cualquier antecedente que pueda influir en la gestión.

Administración

La composición del Directorio se integra de la siguiente forma:

Presidente	Diego Rodríguez Castagno
Vicepresidente	Nelson Mendiburu
Síndico	Bruno Gilli
Síndico Suplente	Gonzalo Icasuriaga

La Dirección Ejecutiva está a cargo de su Presidente, Dr. Diego Rodríguez que a su vez es el Oficial de Cumplimiento y la administración de sus operaciones se realiza a través de la contratación de los servicios de la firma CPA Ferrere, siendo el socio encargado de la prestación de dichos servicios el Cr. Nelson Mendiburu.

Son accionistas de la firma, en partes iguales, la Sra. Sandra González Vila y el Sr. Diego Rodríguez Castagno

Situación económica y financiera

El análisis de los EE.CC intermedios del 30 de junio de 2016, que se presentan con informe de revisión limitada (Deloitte), siguen mostrando una sólida situación de la firma tanto en su solvencia como en su liquidez. Como se ilustra en los cuadros siguientes, el patrimonio contable a junio de 2016 representa un incremento de 11,68 % (en moneda corriente) respecto a diciembre de 2015. El ratio de liquidez se mantiene en niveles altos. Cabe mencionar que el activo no corriente se compone en buena medida por los depósitos en garantía a que está obligada la firma, según normativa vigente, por los fideicomisos que administra y en consecuencia son de disponibilidad restringida.

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

Concepto	30/6/16	31/12/15	31/12/14
Activo Corriente	14.899	8.892	7.242
Activo no Corriente	51.589	51.122	45.193
Total Activo	66.489	60.013	52.435
Pasivo Corriente	8.928	5.161	4.232
Pasivo no Corriente	32.115	32.069	30.520
Total Pasivo	41.044	37.230	34.752
Patrimonio	25.445	22.784	17.684
Total Pasivo y Patrimonio	66.489	60.013	52.435
Razon Corriente	1,67	1,72	1,71

Fuente: EE.CC EFAM

Consistentemente con lo anterior, los resultados de la firma siguen una tendencia positiva y creciente. En el cuadro siguiente, a modo informativo, se expresan resumidamente los resultados intermedios a junio 2016 y su comparativo con junio 2015 y el comparativo de los dos últimos ejercicios completos cerrados.

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

Concepto	30/6/16	30/6/15	31/12/15	31/12/14
Ingresos Operativos	14.378	9.780	22.426	12.900
Gastos Adm. y Vtas.	(11.191)	(7.336)	(17.546)	(10.194)
Resultado Operativo	3.187	2.444	4.880	2.707
Resultados Financieros	378	1.112	2.176	1.848
Otros resultados				
IRAE	(903)	(788)	(1.956)	(968)
Resultado Integral del Ejercicio	2.661	2.767	5.100	3.587
Res Operativos/Ingresos	22,17%	24,99%	21,76%	20,98%
Res Ejercicio/Ingresos	18,51%	28,29%	22,74%	27,81%

Fuente: EE.CC de EFAM

En este caso, el incremento de los ingresos operativos representa un 47 % de los alcanzados en el mismo periodo del año anterior, es decir, en el comparativo de seis meses a junio de 2016 y junio 2015. Si bien el resultado integral es levemente inferior al del período anterior este se explica por los resultados financieros ya que el resultado operativo es superior.

La cartera de fideicomisos administrados sigue aumentando; a junio de 2016 contaba 33 de distintos tipos en administración por lo que su idoneidad para esta función es incuestionable.

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

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

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

En el marco de sus competencias, la sociedad ha adquirido y posee la propiedad de la totalidad del paquete accionario de las siguientes firmas:

- Mulery S.A, titular del Padrón No. 35.443 (Salto) a fideicomitir a este fideicomiso y por el cual recibirá como contrapartida CP Serie B por UI 3 millones según tasación realizada por la firma Mensus.
- Lisfely S.A.
- Nurwoly S.A, titular del Padrón No. 15.897 (Las Piedras) a fideicomitir a este fideicomiso y por el cual recibirá como contrapartida CP Serie B por UI 2 millones según tasación realizada por la firma Mensus.
- Birsoun S.A. es fideicomitente y controla los Fideicomisos Aires de la Costa y Aires del Pinar.
- Tecnovork S.A.

Adicionalmente, Birsoun SA es fideicomitente principal, teniendo el control y beneficio residual de dos fideicomisos: Aires de la Costa y Aires del Pinar.

Todas ellas, subsidiarias de CasasUru S.A, tienen como actividad principal desarrollar proyectos de complejos habitacionales amparados en el régimen de promoción de viviendas de interés social.

Responsables

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

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

Sin embargo, cabe destacar que desde comienzos de este año 2016 se generó un cambio en el management en la firma con la salida de Mariela Pereira quien fue subrogada por José Fremd. Fremd cuenta con un equipo de profesionales y un plan de incentivos adecuado de forma de gerenciar la empresa de forma eficiente. Sigue siendo uno de los socios principales Alejo Chouela quién está plenamente informado de todas las operaciones y colabora activamente en la fijación de prioridades y en el plan estratégico.

CasasUru está culminando otras operaciones en Uruguay concentrando el foco de atención en las operaciones de este fideicomiso y en operaciones similares en Argentina.

En este período se menciona como aspecto favorable, el demostrar flexibilidad ante situaciones cambiantes proponiendo cambios para mejorar las posibilidades del proyecto, aún modificando el foco de la oferta de viviendas. Estos cambios han sido aceptados por los órganos competentes del fideicomiso.

Situación económico financiera

Al respecto Care contó con los EE.CC intermedios consolidados de Casasuru SA al 29/02/16 con informe de revisión limitada (se recuerda que la firma cierra ejercicio los 31/8)

Los EE.CC consolidan la información de CasasUru SA y las cinco subsidiarias ya mencionadas (todas ellas cierran ejercicio el 31/8) y por su parte, Birsoun SA consolida con los dos fideicomisos ya citados (estos cierran ejercicio el 31/5).

Los principales aspectos de los EE.CC se resumen en los cuadros siguientes.

CUADRO 3: Estado de Situación de Casasuru S.A (miles de \$)

Concepto	29/02/16	31/8/15	31/8/14
Activo Corriente	198.921	234.525	287.370
Activo no Corriente	30.133	12.018	7.840
Total Activo	229.054	246.543	295.210
Pasivo Corriente	118.735	120.165	285.119
Pasivo no Corriente	92.223	101.009	11.978
Total Pasivo	210.958	221.174	297.097
Patrimonio	18.096	25.369	(1.888)
Total Pasivo y Patrimonio	229.054	246.543	295.210
Razón Corriente	1,68	1,95	1,01

Fuente: EE.CC de Viken Internacional S.A y Casasuru S.A.

CUADRO 4: Estado de Resultados de Casasuru S.A (miles de \$)

Concepto	29/02/16	31/8/15	31/8/14
Ingresos Operativos	69.640	213.864	73.486
Costo de Ventas	(52.648)	(186.469)	(64.530)
Resultado Bruto	16.992	27.395	8.956
Gastos de Adm y Ventas	(15.977)	(33.460)	(30.024)
Resultados Operativos	1.015	(6.065)	(21.068)
Otros resultados	8.117	9.894	1.219
Resultados Financieros	(16.405)	(15.595)	(4.119)
IRAE			
Resultados del Ejercicio	(7.273)	(11.766)	(23.968)

Fuente: EE.CC de Viken Internacional S.A y Casasuru S.A.

Los resultados intermedios del ejercicio vuelven a ser negativos. De persistir esta situación, los accionistas deberán continuar capitalizando la firma.

Fideicomiso

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

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

En total se suscribieron valores por UI 140.500.000 de los cuales UI 135.000.000 correspondieron a la serie A, mediante oferta pública y UI 5.500.000, correspondientes a la serie B, fueron emitidos a favor de Mulery SA y Nurwoly SA, los fideicomitentes, como forma de pago de los terrenos fideicomitados.

La integración de los CP's de la serie A se realiza en forma diferida según cronograma preestablecido. El mismo se viene cumpliendo tal cual lo previsto, habiéndose integrado al cierre de diciembre de 2015 el 40 % del total, es decir, el equivalente a UI 54 millones a lo que debe agregarse, UI 27 millones integrados en febrero de 2016 correspondiente al 20 % según cronograma.

En consecuencia, a la fecha de realización de este informe, el fideicomiso ha recibido el 60 % de los CP's serie A y el 100 % de los CP's serie B, restando recibir un 40% de la serie A (UI 54 millones) en el correr del ejercicio actual.

A continuación se brinda información resumida de los estados de situación y resultados del fideicomiso al 30/06/16 y su comparativo con el ejercicio cerrado a diciembre de 2012. Corresponde recordar que el ejercicio correspondiente al año 2012 fue menor a 12 meses y con muy escasa actividad operativa por lo que la información que se brinda en los cuadros siguientes no es comparable de un ejercicio a otro y no corresponde sacar conclusiones.

CUADRO 5: Estado de Situación Fideicomiso (miles \$)

Concepto	30/06/16	31/12/15
Activo	487.561	268.348
Activo Corriente	322.313	161.734
Activo no Corriente	165.248	106.614
Pasivo	53.474	88.821
Pasivo Corriente	53.474	88.821
Pasivo no Corriente	-	-
Patrimonio	434.087	179.527
Pasivo y Patrimonio	487.561	268.348
Razón Corriente	6,03	1,82

Fuente: EE.CC Fideicomiso

CUADRO 6: Estado de Resultados Fideicomiso (miles\$)

Concepto	30/06/16	31/12/15
Gastos adm y ventas	(8.793)	(12.280)
Resultados financieros	(4.734)	3.754
Resultados antes IRAE	(13.527)	(8.526)
IRAE	(28)	(16)
Resultados del ejercicio	(13.555)	(8.542)

Fuente: EE.CC Fideicomiso

El activo corriente está compuesto básicamente por las integraciones recibidas y aún no invertidas mientras que el activo no corriente incluye inversiones en los distintos emprendimientos descritos en otra sección de este informe. Hay que aclarar que, a posteriori del cierre del ejercicio se decidieron dos inversiones: el 25/2/16 se firmó contrato con la constructora Márquez Alonso Ltda para la ejecución del proyecto denominado Aires del Pinar por UI 16.923.853 más IVA y más un costo de BPS de UI 2.230.062 y el 11/3/16 se adquirieron 30 unidades en propiedad horizontal en El Pinar por UI 4.325.278 a pagar en 12 cuotas de UI 360.439 iguales y consecutivas.

El patrimonio refleja los CP's emitidos con el agregado, ya comentado, que a posterior del cierre, en febrero de 2016, se emitieron el equivalente a UI 27 millones.

Al 30/6/16 se han integrado el 100 % de los CP's emitidos

En cuanto a los resultados, refleja el período en que se encuentra el fideicomiso, es decir, la etapa inicial donde los gastos predominan sobre los ingresos.

Ante los cambios propuestos, la firma administradora presenta nuevos flujos consolidados (comentados en otra sección de este informe) en los que recién en el año 2018 los mismos se tornan positivos.

Estos cambios justificaron que CARE solicitara algunas modificaciones en la estructura de Gobierno Corporativo.

Riesgos Considerados

Riesgo jurídico, por incumplimiento de alguna disposición por parte del fiduciario o del administrador. El mismo se encuentra pormenorizadamente analizado y acotado en los contratos analizados.

Riesgo administración, considerando la idoneidad para cumplir con la función de CasasUru S.A. y de EFAM, se considera que el riesgo de incumplimiento de la administradora y del fiduciario con las responsabilidades del proyecto es prácticamente inexistente.

Riesgo de conflictos, derivado de la posibilidad de juicios capaces de interferir con el mandato recibido y en tanto la existencia de previsiones para enfrentarlos. Por iguales razones que el anterior, resulta poco probable que aun dándose conflictos, el fiduciario y la administradora no pudieran resolverlos a satisfacción del proyecto

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

Riesgo por cambio de administrado, se encuentra también previsto en función de diversos resultados.

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

Con ocasión de la calificación, se analizó la capacidad del activo subyacente de generar los recursos necesarios para cumplir con las obligaciones del Fideicomiso. En esta ocasión y dadas las modificaciones en el plan de negocios comentadas en secciones anteriores, corresponde analizar nuevamente la rentabilidad de la inversión y la tasa interna de retorno del proyecto y cada uno de los desarrollos involucrados en el patrimonio del Fideicomiso.

1. Bienes fideicomitidos y aspectos descriptivos del proyecto

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

En el momento de la emisión, las proyecciones se presentaban por un período igual a la duración de un ciclo de negocios, o sea 5 años. En la asamblea de octubre del 2016 y conforme a las modificaciones mencionadas en los desarrollos inmobiliarios, el plazo se prorrogó tres años más. En el Cuadro 7 se describe el Flujo de Fondos proyectado, el cual contiene un criterio conservador ya que no contempla la venta de los activos del Fideicomiso no ejecutados en proyectos (El terreno y proyecto de Las Piedras y, el Terreno y proyecto de la segunda fase del proyecto Salto).

El Fideicomiso tiene en cartera activa 5 proyectos. Cada uno de ellos presenta diferentes estadios de desarrollo. Algunos desarrollos ya han comenzado y se encuentran con importantes avances de obra y avanzada la comercialización de las unidades. Otros proyectos se encuentran en las primeras fases de construcción y otros en fase de anteproyecto. El cambio de rumbo en la localización de los desarrollos inmobiliarios fue lo que llevó a dilatar el plazo del proyecto.

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

El enlentecimiento o endurecimiento en las condiciones en los otorgamientos de los créditos hipotecarios, de persistir en el tiempo, podría ser un factor que alterara el curso del proyecto y por ende su retorno. El proyecto está planteado en varias fases, lo que redundaría en que si se atrasa la venta, también se atrasa la reinversión. No obstante, los costos fijos siguen corriendo y la posibilidad de "amortizar" la inversión en tierra se entorpece y el proyecto se "encarece" en términos de retorno. Las modificaciones en el modelo de negocio, intentan

mitigar este escenario adverso descrito, en la medida que los proyectos involucra la construcción de viviendas a un público objetivo de mayor poder de compra y más apto para ser sujeto de créditos hipotecarios de la banca comercial.

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

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

El Proyecto, introducidas las modificaciones en el plan de negocios, plantea una Tasa Interna de Retorno del inversor 22,68% con desarrollos inmobiliarios que evidencian retornos entre un 23% y 71%. La diferencia de retornos entre los desarrollos y el Fideicomiso se debe a que (a) los retornos de los desarrollos no tienen en cuenta los costos del Fideicomiso y (b) la inmovilización de los fondos por atrasos concomitantemente con el atraso del proceso de venta de las unidades, genera un impacto negativo en la TIR.

CARE ha realizado nuevamente, un análisis de sensibilidad del proyecto con el objetivo de estudiar el efecto de la variable que más incidiría en el modelo de negocio, el timing de la venta. En este sentido se supuso un escenario "pesimista" en el que existen atrasos entre 12 y 18 meses en las ventas en los diferentes desarrollos inmobiliarios.

En base a las consideraciones descriptas anteriormente, la TIR de los proyectos caería a valores entre 20% y 49% y la TIR consolidada alcanzaría valores cercanos al 17%.

Cuadro 7. Flujo de Fondos proyectado del Proyecto – (miles de UI)

AÑOS	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	TOTAL
COT UI	3,22	3,43	3,82	3,70	3,98	4,28	4,60	4,95	5,30	TOTAL
Ingresos Netos	9.165		7.207	63.985	135.816	122.162	135.164	110.861	18.992	596.146
Aerosur II -			-	-	28.665	1.515	-	-	-	30.180
Interlagos -			2.161	6.484	45.601	90.384	93.231	46.825	18.992	301.517
Salto MB -			-	14.250	15.842	5.281	20.754	-	-	56.127
Pinar ME	9.139		-	18.427	-	-	-	-	-	27.566
Lagomar Sur	27		5.045	24.823	45.708	24.983	21.179	64.036	-	180.756
Costos Construcción (37.451)			(6.648)	(56.006)	(80.623)	(85.548)	(75.578)	(33.458)	(1.859)	(370.523)
Aerosur II	-		(1.335)	(9.693)	(10.900)	-	-	-	-	(20.593)
Interlagos	-		(1.859)	(6.306)	(43.052)	(57.773)	(59.781)	(33.458)	(1.859)	(202.229)
Salto MB	(10.767)		(1.037)	(8.373)	(11.772)	(13.867)	(1.156)	-	-	(45.934)
Pinar ME	(17.007)		-	(2.993)	-	-	-	-	-	(20.000)
Lagomar Sur	(9.677)		(2.417)	(28.640)	(14.899)	(13.909)	(14.641)	-	-	(81.766)
Cuotas Tierra Aerosur II -			-	(2.079)	-	-	-	-	-	(2.079)
Cuotas Tierra Interlagos -			(1.289)	(12.892)	(2.578)	-	-	-	-	(15.470)
Cuotas Tierra Pinar ME (3.541)			-	(708)	-	-	-	-	-	(4.249)
Cuotas Tierra Lagomar Sur (6.517) (19.129)			-	-	-	-	-	-	-	(25.645)
Permiso de Obra Aerosur II -			-	(136)	-	-	-	-	-	(136)
Permiso de Obra Interlagos -			-	(820)	(497)	(233)	(437)	-	-	(1.987)
5% Interlagos	-		(108)	(324)	(2.280)	(4.519)	(4.662)	(2.341)	(950)	(15.076)
Permiso de Obra Salto MB (27)			-	-	-	-	-	-	-	(27)
Permiso de Obra Pinar ME -			-	-	-	-	-	-	-	-
Permiso de Obra Lagomar Sur (216)			-	-	-	-	-	-	-	(216)
Comisión0,98% de las ventas Aerosur II -			-	-	(281)	(15)	-	-	-	(296)
Comisión0,98% de las ventas Interlagos - (21)			(64)	(64)	(447)	(886)	(914)	(459)	(186)	(2.955)
Comisión0,98% de las ventas Salto MB -			-	(140)	(155)	(52)	(203)	-	-	(550)
Comisión0,98% de las ventas Pinar ME (90)			-	-	(181)	-	-	-	-	(270)
Comisión0,98% de las ventas Lagomar Sur - (0)			-	-	-	-	(245)	(208)	(628)	(1.080)
Costo Inmobiliarias Aerosur II -			-	-	(573)	(30)	-	-	-	(604)
Costo Inmobiliarias Interlagos -			(43)	(130)	(696)	(1.808)	(1.865)	(936)	(380)	(5.814)
Costo Inmobiliarias Salto MB -			-	(285)	(317)	(106)	(415)	-	-	(1.123)
Costo Inmobiliarias Pinar ME (130)			-	(276)	-	-	-	-	-	(407)
Costo Inmobiliarias Lagomar Sur (1)			-	-	-	(500)	(424)	(1.281)	-	(2.204)
Costos Fideicomiso (4.279) (6.725) (630)			(7.560)	(7.560)	(7.400)	(7.320)	(7.460)	(7.410)	(4.840)	(52.994)
FF UI PRESUPUESTADO (MILES DE UI) (10.796) (58.144) (1.533) (17.614) 39.969			20.901	42.999	64.348	10.778	92.442			
TIR PROYECTADA CONSOLIDADA			22,68%							

Fuente: Emisor

Riesgos considerados:

Riesgo de generación de flujos. A partir de lo anterior se trata de señalar la capacidad de generar los flujos en el plazo pactado. Considerando además el permanente seguimiento que se hará al cumplimiento, se considera que existe un riesgo moderado y posible de ser controlado a tiempo. Riesgo medio bajo.

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

V. EL ENTORNO

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

Para el análisis de entorno CARE contó con un nuevo informe sectorial (disponible en care@care.com.uy), así como con los resultados a octubre de la encuesta continua del mercado inmobiliario, contratada por CARE y también disponible. Las conclusiones no difieren de lo informado en ocasión de la actualización de abril, por lo cual se transcriben de la misma los puntos esenciales.

1. Mercado

Los drivers de la demanda de vivienda en general y en particular el segmento que involucra a los proyectos del Fideicomiso han experimentado un shock negativo respecto a la calificación inicial, tanto por efectos macro coyunturales como efectos endógenos, como es el caso de la economía del departamento de Salto.

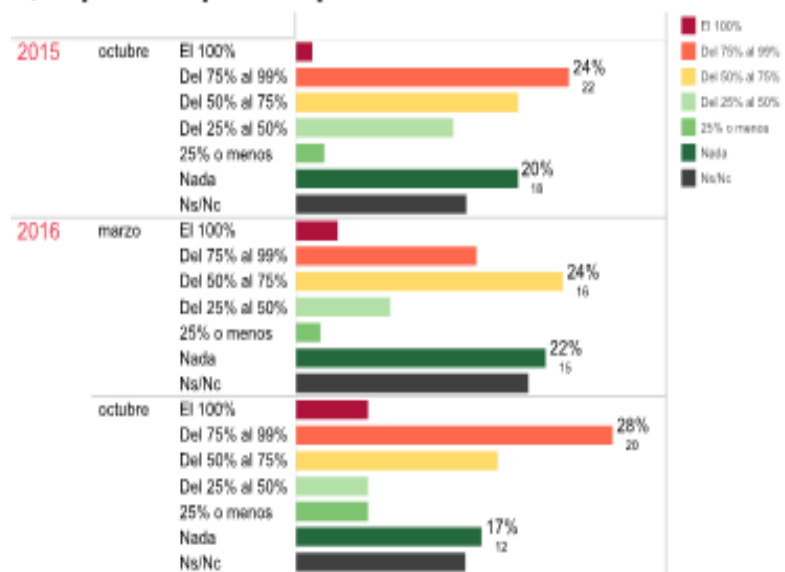
En la actualidad, las expectativas de evolución de la tasa de interés, del ingreso medio de los hogares y del acceso al crédito hipotecario presentan perspectivas no tan favorables para el negocio inmobiliario en Uruguay, a diferencia de lo que fuera señalado en la calificación original. Este cambio de expectativas se fundamenta sobre la base del conjunto de incertidumbres que atraviesan las políticas macro monetarias globales y regionales así como el desenlace que tendrán los recientes procesos políticos/económicos en Brasil y Argentina.

La volatilidad del tipo de cambio, afecta el clima de negocios en lo que respecta a comercialización de las unidades, tanto en su demanda por "consumo" como en su demanda por "inversión". Cuando la moneda de aprecia, se favorece el poder de demanda de los consumidores pero al mismo tiempo se encarece el proceso de construcción de la vivienda (o costo de reposición), que es uno de los indicadores de referencia para determinar el precio de venta de las unidades. Cuando la moneda se deprecia, pasa lo contrario, aunque se agiliza el mercado de oferta de proyectos inmobiliarios (inversión), ya que el costo de construir baja expresado en dólares. El problema más grave es cuando existe volatilidad pronunciada del tipo de cambio, aumentos y reducciones pronunciadas en pocos meses.

A su vez, la demanda por compra de vivienda para consumo dependería en gran medida del acceso al crédito hipotecario. Esto se fundamenta en que las personas y familias necesitarían financiamiento por aproximadamente el 50% del valor de la misma. Esta tendencia continúa incambiada desde la última actualización. Esto se infiere de la reciente encuesta realizada por Research International a solicitud de CARE, que investigó los aspectos salientes de la demanda de vivienda por motivo “inversión” y por motivo “consumo” (alquiler y/o compra) en Montevideo y el suroeste del departamento de Canelones.

Gráfica 1. Necesidad de financiamiento

Qué porción piensa que será financiado



P24.2 - ¿Qué porcentaje, del valor de la casa o apartamento que quiere comprar, piensa que va a ser financiado?
 Base octubre 2015: 98 - Base marzo 2016: 67 - Base octubre 2016: 71

Pregunta: ¿Qué porcentaje, del valor de la casa o apartamento que quiere comprar, piensa que va a ser financiado?

Fuente: CARE en base a información de RIU.

En definitiva el riesgo se encuentra acotado. Por lo que se considera medio bajo.

2. Las políticas públicas

En ocasión de la calificación se analizó las disposiciones de las políticas públicas en torno a la vivienda, que recogían amplio consenso favorable en todos los sectores políticos, y que tendían a alentar tanto la oferta de viviendas (con beneficios para la construcción para sectores de nivel medio) como para la demanda – incluso arrendamiento- de esos sectores.

Como se mencionó en aquella oportunidad, esta medida brinda cierta seguridad del camino optado desde la política pública.

El actual gobierno continúa, por el momento, con la política de consolidación de estímulos no distorsivos a la competencia, tanto a la oferta como a la demanda en ese segmento socioeconómico. Las nuevas determinaciones regulatorias referentes a la Ley de Vivienda de Interés Social (disminución del porcentaje de viviendas con precios con tope) confirman lo antes expuesto.

3. Conclusiones sobre el entorno

El riesgo mercado se encuentra acotado. La nueva estrategia seleccionada por el Fideicomiso, la cual apunta a un público objetivo con mejores ingresos, mitiga el riesgo vinculado al enlentecimiento de las ventas producto de la coyuntura económica antes descrita. Riesgo medio bajo.

El riesgo de políticas públicas. Se encuentra acotado. En lo que refiere a proyectos destinados a la vivienda social no se percibe cambios que puedan afectar a dicho segmento. Por lo antes mencionado, el riesgo se considera medio bajo.

En conclusión el riesgo de Entorno se considera medio bajo.

VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

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

En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos -, tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los Certificados de Participación de la Serie A recogen la calificación BBB (uy)² de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor. Grado de inversión.

Comité de Calificación



Mayid Sader



Martín Durán Martínez



Julio Preve

² 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.