

**Calificación de Riesgo  
de Certificados de Participación  
en el Dominio Fiduciario  
del Fideicomiso Financiero  
Casasuru de Desarrollo de  
Viviendas de Interés Social I**

*Montevideo, abril de 2016*

4	Resumen General
6	i. Introducción
9	ii. El fideicomiso y los certificados de participacion
11	iii. La admnistración: el fiduciario y el administrador
19	iv. El activo subyacente y el flujo a futuro de fondos
22	v. El entorno
25	vi. Calificacion de Riesgo

**Calificación de Riesgo C.P. Fideicomiso  
Financiero CASASURU Desarrollo  
de Viviendas de Interés Social I. 28-04-2016**

<b>Certificados de Participación:</b>	Serie A por hasta UI 135.000.000 (pesos uruguayos ciento treinta y cinco millones).
<b>Distribuciones:</b>	Según resultados acumulados realizados según procedimiento establecido.
<b>Activo Fideicomitado:</b>	Bienes inmuebles (proyectos), fondos líquidos e instrumentos financieros adquiridos o mantenidos en propiedad fiduciaria por el fideicomiso.
<b>Fideicomitentes:</b>	Suscriptores iniciales de los CP's Mulery SA y Nurwoly SA.
<b>Emisor y Fiduciario:</b>	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión.
<b>Administrador:</b>	CASASURU S.A.
<b>Entidad Representante y Registrante:</b>	BEVSA.
<b>Administración y pago:</b>	EF Asset Management.
<b>Calificadora de Riesgo:</b>	CARE.
<b>Vigencia de la calificación:</b>	hasta el 30 de abril de 2016.
<b>Comité de Calificación:</b>	Ing. Julio Preve, Cr. Martín Durán y Ec. Mayid Sáder Neffa
<b>Calificación de riesgo de CP:</b>	BBB. Uy <sup>1</sup> .
<b>Manual:</b>	Calificación de Finanzas Estructuradas administradas por terceros.

---

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).

## 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.

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, posee una sólida reputación nacional con una trayectoria destacada y se somete a diversos controles de gestión. 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.
- 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.
- Tres de los cuatro proyectos del prospecto están avanzando en lo que respecta a los permisos, negociación de los presupuestos de obra y el diseño de la campaña de comunicación y marketing. El proyecto de Lagomar Norte se ha descartado por entretencimiento en los permisos y el Administrador está en procesos de búsqueda de negocios alternativos a este, lo que parcialmente se logró con la adquisición del Proyecto Pinar (Acta del 1 de marzo de 2016).
- El segmento socioeconómico elegido como público objetivo de las viviendas presenta una demanda no satisfecha y las tipologías elegidas en el proyecto como los métodos constructivos son adecuados. Esto se corrobora en la Encuesta semestral sobre el mercado inmobiliario contratada por CARE a Research Uruguay.
- 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. También corroborado en la encuesta antes mencionada.
- Existe una adecuada disponibilidad de crédito hipotecario (público y privado) para el público objetivo de este proyecto. No obstante lo anterior, la desmejora de la coyuntura económica concomitantemente con el

aumento del desempleo hacen que tanto demandantes como oferentes de crédito sean más conservadores a la hora de contratar/otorgar un crédito hipotecario de largo plazo. Esto se evidencia, por ejemplo, en la suba de tasas hipotecarias en algunos bancos de plaza. Sobre este punto, CARE realizará un seguimiento para futuras actualizaciones.

- 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.

## **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](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 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 noviembre de 2016. 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.

### Antecedentes generales y hechos salientes del período

Las principales antecedentes del proyecto son:

- Un negocio que deriva de la emisión en oferta pública de Certificados de Participación escriturales serie A por 135<sup>2</sup> millones de UI.
- El objetivo del Fideicomiso es desarrollar proyectos de vivienda de interés social en dos Inmuebles que serán aportados por los Fideicomitentes y en dos inmuebles que serán adquiridos directamente por el Fideicomiso
- Administración a cargo de CASASURU, una compañía con probada habilidad en este tipo de operaciones.
- Estructuración de una opción de inversión a largo plazo con flujos comerciales respaldados por activos inmobiliarios (proyectos, viviendas y terrenos).
- Construcción de aproximadamente 798 casas en un plazo proyectado de 5 años.
- Una estimación de TIR para el inversor en los CPA, según el prospecto, en un rango de entre 0,6 % y 45%, según las sensibilizaciones realizadas en las planillas adjuntas al prospecto de emisión. A su vez, ante un escenario extremadamente negativo simulado por CARE, el Proyecto describe tasas de rendimiento positivas en un 99,9% de los casos (véase sección IV de la calificación original).
- La integración del capital es diferida en el tiempo según se detalla en el prospecto de emisión.

Los hechos salientes del período son:

- **Modificación del Contrato de Fideicomiso.** Según Acta del 16 de diciembre, se modificó el contrato del Fideicomiso en lo relativo a (i) modificar el mecanismo de distribución de fondos y el cobro de la remuneración de éxito por parte del administrador, y (ii) otras modificaciones dirigidas a mejorar distintos aspectos que hacen al control de las actividades del administrador. Todas ellas, de alguna manera buscan mejorar la posición de los titulares ya sea en la rentabilidad a percibir como en los aspectos que hacen al control de la marcha del objeto del Fideicomiso.
- **Lagomar Sur.** Según detalla el Administrador, con fecha 14 de Octubre de 2015 se adquirió la sociedad Ezery SA propietaria del Padrón Número 46.944 donde se realizará el emprendimiento "Lagomar Sur". El proyecto se presentó ante ANV el 16 de Noviembre de 2015, una vez resueltos los asuntos de titulación. En los últimos días del mes de Diciembre se realizaron ajustes finales al proyecto de arquitectura y se obtuvo el aval de

---

2. También se emitieron Certificado Serie B por 5,5 millones que no serán calificados.

OSE y UTE para la presentación del permiso de construcción. El mismo está en fases iniciales del proceso de aprobaciones. En enero de 2016 se inició el llamado a licitación de empresas constructoras. La licitación se dividió en dos etapas. Por un lado se licitó la obra infraestructura y por otro la obra de viviendas. A la fecha del presente informe no se han comenzado las obras.

- **El Pinar.** El 28 de octubre fue aprobado por la Asamblea de Beneficiarios la introducción al patrimonio del Fideicomiso la segunda etapa del Emprendimiento de "El Pinar". El terreno y proyecto fueron introducidos al patrimonio del Fideicomiso el 11 de marzo de 2016. La obra fue adjudicada a la empresa Márquez Alonso Ltda. Sobre fines de abril de 2016 se terminaría la cimentación de las viviendas de todos los bloques del predio.
- **Salto.** El 10 de marzo se consiguió el permiso de construcción y la empresa constructora está seleccionada (José Cujó S.A).
- **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.
- **Lagomar Norte.** Según acta de la asamblea de Beneficiarios del 28 de octubre pasado, el Administrador sugirió al Fideicomiso considerar otros inmuebles alternativos debido a ciertos retrasos en la obtención de los permisos del Proyecto Lagomar Norte y la asamblea resolvió la consideración de la nueva alternativa.
- En lo que respecta a los hitos comerciales, el administrador ha avanzado en el diseño de las campañas de marketing y comunicación de cada uno de los proyectos.

## 2. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- Estados Contables del Fiduciario auditados al 31 de diciembre de 2015.
- EE.CC de CasasUru S.A al 31/08/2015 sin auditar.
- Informe trimestral del Fideicomiso Número 1, 2 y 3.
- EECC auditados del Fideicomiso
- Información pública del sector vivienda
- Entrevistas con el operador
- Visitas a terrenos y obras
- Encuesta del mercado inmobiliario realizada por Research Uruguay

Los procedimientos operativos seguidos en este caso, se encuentran detallados en el correspondiente manual. En esencia implican un modo de asociar en una única matriz de análisis, factores de riesgo cualitativos y cuantitativos, agrupados y ponderados según el punto de vista del comité de calificación, para culminar ese análisis en un puntaje que se equivale con una nota<sup>3</sup>.

---

3. Ver "Manual de calificación de finanzas estructuradas administradas por terceros" Punto 3.



## 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

<b>Denominación:</b>	Fideicomiso Financiero CASASURU de desarrollo de vivienda de interés social I.
<b>Fiduciario:</b>	EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión (en adelante EF).
<b>Administrador:</b>	CASASURU S.A
<b>Entidad Representante:</b>	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.
<b>Títulos a emitirse:</b>	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).
<b>Activos del Fideicomiso:</b>	Bienes Inmuebles (Proyectos), Fondos Líquidos del Fideicomiso e Instrumentos Financieros adquiridos o mantenidos en propiedad fiduciaria por el Fideicomiso.
<b>Moneda:</b>	Unidades Indexadas
<b>Importe de la Emisión:</b>	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.
<b>Distribuciones:</b>	Los pagos serán realizados en forma trimestral, en la medida que existan Fondos Netos Distribuibles
<b>Calificadora de Riesgo:</b>	CARE Calificadora de Riesgo.
<b>Calificación de Riesgo:</b>	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](http://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 prácticamente inexistente.

**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 moderado, 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:

<b>Presidente:</b>	Diego Rodríguez Castagno
<b>Vicepresidente:</b>	Nelson Mendiburu
<b>Síndico:</b>	Bruno Gilli
<b>Síndico Suplente:</b>	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.

Con fecha 23 de diciembre de 2015 se produjeron las renunciaciones de Sandra González y Gonzalo Secco como Vicepresidente y Síndico suplente respectivamente los que fueron reemplazados por los arriba mencionados.

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 al cierre del 31 de diciembre de 2015 y su comparativo con el año anterior, sigue 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 diciembre de 2015 representa un incremento de 26.8 % respecto al año anterior. También es positivo, y creciente respecto al ejercicio cerrado en 2014 el ratio de liquidez. 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. Su incremento responde al incremento de nuevas administraciones.

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

Concepto	31/12/15	31/12/14	31/12/13
Activo Corriente	8.892	7.242	8.815
Activo no Corriente	51.122	45.193	30.478
<b>Total Activo</b>	<b>60.013</b>	<b>52.435</b>	<b>39.293</b>
Pasivo Corriente	5.161	4.232	5.810
Pasivo no Corriente	32.069	30.520	19.387
<b>Total Pasivo</b>	<b>37.230</b>	<b>34.752</b>	<b>25.196</b>
<b>Patrimonio</b>	<b>22.784</b>	<b>17.684</b>	<b>14.097</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>60.013</b>	<b>52.435</b>	<b>39.293</b>
<b>Razon Corriente</b>	<b>1,72</b>	<b>1,71</b>	<b>1,52</b>

Fuente: EE.CC EFAM.

Consistentemente con lo anterior, los resultados de la firma siguen una tendencia creciente.

<b>Cuadro 2: Estado de Resultados de EFAM (miles de \$)</b>			
<b>Concepto</b>	<b>31/12/15</b>	<b>31/12/14</b>	<b>31/12/13</b>
Ingresos Operativos	22.426	12.900	10.570
Gastos Adm. y Vtas.	(17.546)	(10.194)	(7.086)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>4.880</b>	<b>2.707</b>	<b>3.484</b>
Resultados Financieros	2.176	1.848	887
Otros resultados			39
IRAE	(1.956)	(968)	(1.027)
<b>Resultado Integral del Ejercicio</b>	<b>5.100</b>	<b>3.587</b>	<b>3.384</b>
Res Operativos/Ingresos	21,76%	20,98%	32,96%
Res Ejercicio/Ingresos	22,74%	27,81%	32,02%

*Fuente: EE.CC de EFAM.*

En este caso, el incremento de los ingresos operativos representan un 80% de los alcanzados un año antes mientras que los resultados del periodo crecen en 42%.

La cartera de fideicomisos administrados sigue aumentando; a diciembre de 2015 tenía 30 de distintos tipos en administración por lo que su experiencia en esta función es incuestionable.

## 2. CasasUru S.A (Administradora u Operadora)

La empresa Operadora (Administradora según terminología del Prospecto) 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. En consecuencia, según certifica la Escribana Ana Elena Ferreira con fecha 18/12/2014, "Casasuru S.A. es persona jurídica hábil y vigente" y está inscrita en el RUT de la DGI con el No. 21 681284 0010 fijando domicilio en la ciudad de Montevideo en la calle Juncal 1392. Sucede, a todos los efectos, a Viken International S.A.

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. (Fuente: Notas a los EE.CC al 31/8/2013).

### **Responsables**

- El Presidente del Directorio es el Sr. Sebastián Sommer quien lideró proyectos en Real Estate en Uruguay y otros países del cono sur desde 2003, con transacciones por más de USD 100 millones; es Licenciado en Economía de la Universidad de Buenos Aires, Argentina y MS en UCEMA & Univesitat Pompeu Fabra (España)
- Integra el Directorio, además, el Sr. Alejo Chouela, principal en Biscayne Point Capital LLC; Director de una empresa de Real Estate en Florida, EE.UU; es Licenciado en Relaciones Internacionales de la Universidad Torucato di Tella, Buenos Aires y MBA en University of California at Berkeley, EE.UU.
- También como integrante del Directorio figura el Sr. Diego Gradowczyk; es Gerente y Director del Departamento de Emerging Market Trading, Barclays Capital (2001 -2010); Co – Presiente en Emerging Markets Traders Association (2005-2010); Socio y Portfolio Manager en Compass Group (1997-2001) y es Licenciado en Economía e Historia del Arte en Brandeis Univesity, EE.UU.
- Gerente General & Director es la Sra. Mariela Pereira, Ingeniera en Sistemas, Facultad de Ingeniería Universidad de la República y posee amplia experiencia en posiciones gerenciales de diferentes empresas y áreas.

Su idoneidad para ejecutar el plan de negocios previsto en esta operación fue evaluada en ocasión de la calificación original. Desde entonces no ha ocurrido nada que hiciera cambiar la opinión de CARE en ese sentido por lo que en esta oportunidad se hará solamente el seguimiento de su situación económico financiera.

### **Situación económico financiera**

Al respecto Care contó con los EE.CC consolidados de Viken International S.A (antecesora de Casasuru S.A) al 31/8/2015 sin auditar aún, aunque, en opinión de la firma auditora (Deloitte) no debería tener cambios significativos, pero sí podría llegar a generarse algún cambio de exposición al momento de tener la versión final con informe de auditoría.

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). Al cierre del ejercicio, CasasUru SA poseía el 53,2 % del Fideicomiso Aires del Pinar.

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	31/8/15	31/8/14	31/8/13
Activo Corriente	234.525	287.370	87.838
Activo no Corriente	12.018	7.840	3.985
<b>Total Activo</b>	<b>246.543</b>	<b>295.210</b>	<b>91.822</b>
Pasivo Corriente	120.165	285.119	48.982
Pasivo no Corriente	101.009	11.978	20.760
<b>Total Pasivo</b>	<b>221.174</b>	<b>297.097</b>	<b>69.742</b>
<b>Patrimonio</b>	<b>25.369</b>	<b>(1.888)</b>	<b>22.080</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>246.543</b>	<b>295.210</b>	<b>91.822</b>
Razón Corriente	1,95	1,01	1,79

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

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

Concepto	31/8/15	31/8/14	31/8/13
Ingresos Operativos	213.864	73.486	18.508
Costo de Ventas	(186.469)	(64.530)	(15.074)
<b>Resultado Bruto</b>	<b>27.395</b>	<b>8.956</b>	<b>3.434</b>
Gastos de Adm y Ventas	(33.460)	(30.024)	(18.675)
<b>Resultados Operativos</b>	<b>(6.065)</b>	<b>(21.068)</b>	<b>(15.241)</b>
Otros resultados	9.894	1.219	133
Resultados Financieros	(15.595)	(4.119)	(544)
IRAE			(45)
<b>Resultados del Ejercicio</b>	<b>(11.766)</b>	<b>(23.968)</b>	<b>(15.698)</b>

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

Se trata de EE.CC consolidados, es decir que comprende el de sus empresas subsidiarias.

Puede observarse que la firma superó la situación patrimonial negativa que ostentaba al fin del ejercicio pasado mediante aporte de los propietarios capitalizando el pasivo que la sociedad tenía con los accionistas. En tal sentido, el 29/11/14 se capitalizaron el equivalente a U\$S 500.000 y el 31/8/15, se hizo lo propio con \$ 8.301.371. Hay pasivos del orden de U\$S 1.5 millones que configuran un compromiso asociado a la venta de viviendas ya construidas (participación de inversores en Aires de la Costa) lo que, si bien técnicamente es un pasivo, tiene su financiamiento asegurado.

En cuanto a la venta de viviendas en stock se ha producido una importante reactivación en relación al ejercicio anterior lo que se manifiesta en el sensible incremento de los ingresos operativos según se desprende del cuadro precedente, aunque no en la medida de lo esperado. Mantener un alto stock de viviendas sin vender conlleva un alto costo financiero que, se espera,

se recuperará una vez se concreten las ventas y los cobros. La situación económica general actual y en particular de la población objetivo de este producto, no favorece una rápida y más profunda reactivación de ventas. Por todo lo anterior, los resultados del ejercicio, si bien en menor medida, vuelven a ser negativos. De persistir esta situación, los accionistas deberán continuar capitalizándola.

A fin de hacer un seguimiento más cercano de estos aspectos CARE entiende necesario contar con información intermedia del ejercicio en curso, sobre la marcha económico financiera de la empresa, lo que fue solicitado a la Fiduciaria y al Administrador (CasasUru).

### **3. El 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 31/12/15 que, como es notorio, responden a un ejercicio menor a 12 meses y con muy poca actividad operativa.



### Cuadro 5: Estado de Situación (miles \$)

Concepto	31/12/15
<b>Activo</b>	<b>268.348</b>
Activo Corriente	161.734
Activo no Corriente	106.614
<b>Pasivo</b>	<b>88.821</b>
Pasivo Corriente	88.821
Pasivo no Corriente	-
<b>Patrimonio</b>	<b>179.527</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>268.348</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>1,82</b>

Fuente: EE.CC Fideicomiso.

### Cuadro 6: Estado de Resultados (miles\$)

Concepto	31/12/15
Gastos adm y ventas	(12.280)
Resultados financieros	3.754
<b>Resultados antes IRAE</b>	<b>(8.526)</b>
IRAE	(16)
<b>Resultados del ejercicio</b>	<b>(8.542)</b>

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. Solo 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.

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.

## 4. 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. Asimismo, los flujos fueron sensibilizados con diferentes niveles de stress para fortalecer el análisis. Dadas las características este negocio, y considerando el tiempo transcurrido, se entiende que dicho análisis mantiene plena vigencia. Por tal motivo se transcribe del mismo, los puntos esenciales.

A su vez, y como fuera mencionado en los hechos salientes del período, la eventual compra de terrenos sustitutos al de Lagomar Norte vuelven necesaria la confección de un nuevo Flujo de Fondos una vez que esté completado el proceso de compras de terrenos.

### 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 Fondo CASASURU de desarrollo de vivienda de interés social I" es para el desarrollo de proyectos de vivienda de interés social y su comercialización.

Las proyecciones se presentan por un período igual a la duración de un ciclo de negocios, o sea 5 años. El Prospecto describe 4 escenarios, que varían según supuestos en la cadencia de ventas de las unidades. El escenario 1 es el que se describe en el Cuadro 5. Vale la pena mencionar que el modelo de negocios y los flujos son calculados suponiendo una emisión de 135 millones de UI.

Tanto el modelo de negocios como las planillas anexas al flujo de fondos describen 4 proyectos de inversión en viviendas, que representan la construcción de 798 casas en dos departamentos y en tres localidades (Salto, Lagomar y Las Piedras).

Como fuera advertido en la calificación original, la especificidad de los contratos involucrados en la operación y las salvaguardas introducidas en el mismo, el efecto en la demanda por las viviendas aparece como la variable más relevante para el resultado del negocio.

En este sentido, el posible enlentecimiento o endurecimiento en las condiciones en los otorgamientos de los créditos hipotecarios 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 enlentece y el proyecto se "encarece" en términos de retorno.

Este escenario adverso fue testeado por CARE (en el flujo de fondos) para ver qué incidencia tiene en el retorno del negocio.

**Cuadro 7. Flujo de Fondos proyectado del Proyecto - (millones de UI)**

	<i>dic-15</i>	<i>dic-16</i>	<i>dic-17</i>	<i>dic-18</i>	<i>dic-19</i>	
	<i>Año 1</i>	<i>Año 2</i>	<i>Año 3</i>	<i>Año 4</i>	<i>Año 5</i>	<i>TOTAL</i>
<b>Ingresos</b>						
Seña venta	4.421	15.278	10.616	10.476	6.597	47.388
Saldo precio	-	213.285	130.826	139.873	100.469	584.454
<b>Ingresos Netos</b>	<b>4.421</b>	<b>228.564</b>	<b>141.442</b>	<b>150.349</b>	<b>107.065</b>	<b>631.842</b>
<b>Costos de Construcción</b>						
Infraestructura	-15.128	-10.264	-10.535	-7.938	0	-43.865
Casas	-65.984	-86.422	-69.269	-58.722	-20.922	-301.319
Honorarios Arquitectos	-462	-605	-485	-411	-146	-2.109
Seguridad Social	-8.876	-11.626	-9.318	-7.900	-2.814	-40.535
<b>Total Costos de Construcción</b>	<b>-90.450</b>	<b>-108.917</b>	<b>-89.607</b>	<b>-74.971</b>	<b>-23.883</b>	<b>-387.828</b>
Cuotas de la tierra	-24.405	-6.837	-4.791	-4.730	-2.347	-43.111
Permiso de Obra	-	-647	-479	-473	-313	-1.913
Comisión 0,98% de las ventas	-43	-2.231	-1.380	-1.467	-1.045	-6.167
Costos de Inmobiliaria	-35	-1.829	-1.132	-1.203	-857	-5.055
Costo intereses	-	-	-	-	-	-
Costos Fideicomisos*	-6.543	-6.848	-6.825	-6.826	-6.807	-33.849
IRAE	-	-	-	-	-	-
Flujo Neto	-117.056	101.255	37.227	60.678	71.814	153.919
<b>TIR CPs Serie . A</b>	<b>32,50%</b>					

Fuente: Emisor.

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

En la calificación original se detalló exhaustivamente el modelo de negocios del Proyecto así como la combinación de escenarios simulados en el Prospecto de Emisión.

Asimismo, CARE realizó oportunamente un análisis de sensibilidad apoyado en el método de simulación Monte Carlo. Como se ha mencionado anteriormente, uno de los riesgos más relevantes que afectarían el retorno de la inversión es el atraso en las ventas. Otro podría ser el asociado al desfase financiero entre el costo de construcción y el ajuste del ICC en el precio de venta. En este sentido, en aquella oportunidad se supuso un escenario "pesimista" en el que se conjugan los dos efectos. Un aumento en el costo de construcción, un precio de venta que no se ajusta con el aumento del costo y al mismo tiempo atrasos entre 12 y 18 meses en las ventas. Se concluyó que al combinar el análisis presentado en el plan de negocios del Prospecto con el análisis de sensibilidad realizado por CARE; existe una alta probabilidad de alcanzar la rentabilidad de la situación "original" y un 99% de probabilidad de que la TIR alcance valores mayores que cero.

## **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.

Con ocasión de la calificación original, se analizó el entorno. Dadas las características de este negocio, y considerando el tiempo transcurrido, se entiende que dicho análisis mantiene plena vigencia. Por tal motivo se transcribe del mismo, 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 se mantienen sin mayores modificaciones respecto a la calificación inicial.

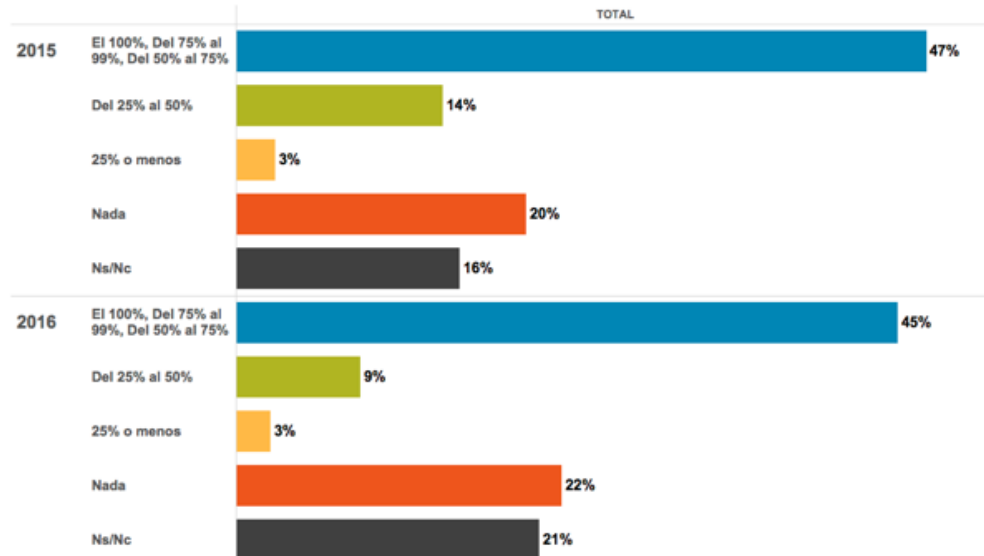
En la actualidad, se evidencia un deterioro de las expectativas de evolución de la tasa de interés, del ingreso medio de los hogares y del acceso al crédito hipotecario; variables claves que determinan en mercado inmobiliario doméstico. Este cambio de expectativas se fundamenta sobre la base del conjunto de incertidumbres que atraviesan las políticas macro monetarias globales y regionales así como la creciente volatilidad de los procesos políticos/económicos en Brasil y Argentina.

El reciente incremento 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". 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. Esto se infiere de las encuestas semestrales realizadas por Research International a solicitud de CARE, que investigan 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.

Si bien el sector evidencia signos de desmejora, el riesgo mercado se encuentra acotado. En particular por la extensión de plazos a las que podría incurrir el Fideicomiso, que permitirían contar con mayores probabilidades de éxito, de registrarse contratiempos tanto en el sector como en la economía en su conjunto.

## Gráfica 1. Necesidad de Financiamiento.

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.

## 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 nuevo 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.

No se espera, en el corto plazo, un cambio en las políticas públicas que afecte negativamente el negocio planteado en el Proyecto.

## 3. Conclusiones sobre el entorno

El riesgo mercado se encuentra acotado. La extensión de plazos del contrato permitirían contar con más alternativas de éxito al Administrador. En particular en la consideración de los contratiempos tanto en el sector (compra de terrenos, permisos y autorizaciones de obra, entre otros) como en la economía en su conjunto (dificultades en la liberación de los créditos por parte de la banca comercial, enlentecimiento del nivel de ventas, entre otros). Las

disposiciones de gobierno corporativo, con una adecuada composición en los miembros de sus diferentes instancias de decisión, contribuyen en el mismo sentido.

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. En lo que refiere a proyectos destinados al nivel medio alto (No Anv), las políticas públicas, históricamente no han interferido en este segmento. Por lo antes mencionado, el riesgo se considera medio bajo.

En conclusión el riesgo de políticas públicas 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)<sup>4</sup> de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor. Grado de inversión mínimo.

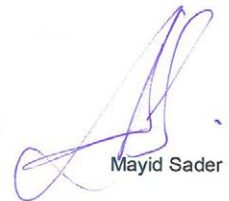
#### Por Comité de Calificación



Julio Preve



Martín Durán Martínez



Mayid Sader

---

1. 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 previsible en los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, o en la economía en su conjunto. La probabilidad de cambios desfavorables previsible 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.**