

**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 2017

4	RESUMEN GENERAL
6	I INTRODUCCIÓN
9	II EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION
11	III LA ADMINISTRACION
17	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
20	V EL ENTORNO
23	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

**Actualización de la calificación de CPs de la emisión del “Fideicomiso Financiero CASASURU desarrollo de viviendas de interés social”
20-noviembre-2017**

Participación Serie A	por hasta UI 135.000.000 (pesos uruguayos ciento treinta y cinco millones).
Distribuciones:	Según resultados acumulados realizados según procedimiento establecido.
Activo Fideicomitado:	Bienes inmuebles (proyectos), fondos líquidos e instrumentos financieros adquiridos o mantenidos en propiedad fiduciaria por el fideicomiso.
Fideicomitentes:	Suscriptores iniciales de los CP’s Mulery SA y Nurwoly SA
Emisor y Fiduciario:	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión.
Administrador:	CASASURU S.A.
Entidad Representante y Registrante:	BEVSA
Administración y pago:	EF Asset Management
Vigencia de la calificación:	hasta el 30 de abril de 2018.
Comité de Calificación:	Ing. Julio Preve y Cr. Martín Durán
Calificación de riesgo de CP:	BBB-. Uy
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.

Esta ligera reducción de la nota se funda básicamente, como se verá más adelante, en diversas dificultades que ha experimentado la administración. En particular se expresa en la falta concreción del modelo de negocios original, lo que ha ocasionado un deterioro en las expectativas de la TIR en especial por la extensión de todos los plazos.

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 continúa demostrando capacidad de llevar adelante el proyecto, a pesar de los atrasos evidenciados. y de que, en algún caso, haya sido necesario apartarse del modelo original.
- Una nueva estimación de TIR para el inversor en los CP serie A, la cual según las últimas modificaciones realizadas en el modelo de negocios, es del 12%. Los proyectos involucrados en las proyecciones contienen rendimientos que varían entre 4% y 48% (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, la mayoría de los proyectos se encuentran atrasados respecto al cronograma definido en el prospecto de Emisión. Vale la pena mencionar que el atraso refiere a dilaciones en el comienzo de las obras y no a atrasos en la construcción. El aumento en los precios de las unidades del Fideicomiso como consecuencia del aumento de la UI expresada en dólares sumado al deterioro del poder de compra del público objetivo viene retrasando la comercialización en los proyectos con ubicaciones que lo segmentaban a un público con ingresos familiares situados en los quintiles medios.
- El resultado económico global del Fideicomiso se concentra en dos proyectos, ya que explican más del 85% de los ingresos brutos esperados. Estos son los denominados "Interlagos" y "Lagomar Sur".
- Las principales acciones comerciales realizadas entre la última actualización (abril de 2017) y la presente, se focalizaron en los proyectos ya finalizados, localizados en Salto, El Pinar y en la preventa del proyecto Aires de Lagomar Sur.

- 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, así 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 readecuación de las inversiones y proyectos hacia segmentos socioeconómicos más altos mitigan el efecto anterior.
- La leve mejora de las expectativas económicas respecto al mismo período del año anterior, la persistencia en el tiempo de bajos rendimientos de activos financieros sumado a la apreciación de la moneda respecto al dólar han generado un campo más favorable en la actividad inmobiliaria. No obstante lo anterior, la incertidumbre que persistió en el mercado laboral, disponibilidad de crédito y evolución de las tasas de interés hipotecario hacen que los promitentes compradores enlentezcan sus decisiones de consumo de vivienda. La demanda por motivo inversión es la que más se ha dinamizado en este último semestre.
- 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. En este último período no han surgido cambios normativos/administrativos relevantes que afecten el modelo de negocios del Fideicomiso.

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

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

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

El marco conceptual de esta calificación supone un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica el desempeño esperado del fideicomiso, su capacidad de generar en el tiempo utilidades, conforme al proyecto de ejecución o al plan de negocios que la administración está mandatada a realizar, pudiendo modificarlo solo con arreglo a determinados procedimientos. Admitido el rango de Tasas Internas de Retorno (en adelante TIR) derivado de múltiples simulaciones realizadas por CARE como razonables para el proyecto en 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 y el Ing. Julio Preve.

La vigencia de esta actualización es hasta el 30 de abril de 2018. 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.

Hechos salientes del período.

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

- **Lagomar Sur.** Los trabajos de infraestructura, a cargo de la empresa Marquez Alonso, finalizaron a fines del año pasado. Respecto a la fase de construcción de viviendas, a cargo de la empresa Norte S.A., registra un avance global a fines de junio del 41%, correspondiente a la primera fase de 60 viviendas. A misma fecha, el avance de la obra de viviendas es de 32%, de acuerdo a lo proyectado. Se estiman las primeras entregas de unidades en noviembre del corriente año.
- **Aires del Pinar.** Según detalla el Administrador, este proyecto experimentó un importante cambio de compradores, debido a que un alto porcentaje de quienes habían reservado inicialmente tuvieron impedimentos para concretar sus compras. Si bien el ritmo de ventas es lento, se ha mantenido.
- **Aires del Laurel (Salto).** El desempeño de este proyecto es uno de los que más se ha visto afectado. A la coyuntura desfavorable que venía atravesando el departamento de Salto, se le sumó la crecida del río Uruguay, que provocó un daño adicional a la actividad del departamento. Esto redundó en una desaceleración importante en las concreciones de negocios inmobiliarios impactando directamente en las operaciones del proyecto en cuestión. Con el fin de revertir esta situación, el Administrador ha llevado a cabo una serie de acciones procurando estimular las ventas de las unidades construidas. A tales efectos, se montó un showroom y se celebró un acuerdo comercial con una de las inmobiliarias más importantes del departamento, logrando una presencia destacada en su página web y teniendo algunos días a la semana personal en la sala de ventas mencionada. Asimismo, se prevé un relanzamiento del proyecto en el mes de noviembre.
- **Las Piedras.** Por el momento, se ha resuelto posponerlo. Se están realizando gestiones ante ANV e IMC para extender el plazo de vigencia de las autorizaciones para que el emprendimiento pueda ser considerado como un proyecto VIS y de esta manera mantener las exoneraciones impositivas.
- **Aires del Norte.** Se cuenta con la Viabilidad de uso aprobada, así como con la aprobación de la ANV. El proyecto consta de 30 unidades, con tipologías de 2 y 3 dormitorios. Se han llevado a cabo dos licitaciones, una para la infraestructura y otra para la construcción de las viviendas. Se obtuvo El Permiso de Construcción el 4 de octubre de 2017. Se conformaron los pliegos y se realizaron dos licitaciones, una por la infraestructura y otra por las viviendas. Se firmó

el contrato de obra por los trabajos de Infraestructura con la empresa Marquez Alonso el 18 de septiembre de 2017. Se dará comienzo a las obras en el próximo mes.

- **Interlagos.** El proyecto fue presentado ante la Intendencia de Canelones, la cual validó el proyecto arquitectónico, compuesto por 5 edificios de 36 departamentos cada uno y 180 espacios de estacionamiento, y la Junta aprobó el Proyecto. El administrador está trabajando en el proyecto arquitectónico final para solicitar el Permiso de Construcción correspondiente. Se obtuvo la aprobación de la Junta Departamental de Canelones el 13 de setiembre de 2017 y se está en instancias finales administrativas de resolución de Viabilidad de Uso. Mientras tanto, se están ultimando detalles del contrato con el Estudio de Arquitectura Barriola y Asociados, y se contrataron a todos los asesores, los cuales ya han definido el alcance de sus trabajos y se encuentran trabajando en el proyecto.

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

Cuadro 1: Proyectos en Ejecución					
Proyecto	Avance de obra/etapa	Unidades	Unidades Totales*	Reservas	Escrituras realizadas
Proyecto 1	100%	30	180	4	17
Proyecto 2	100%	16	32		
Proyecto 3	60%	60	180	25	

*Contemplando las unidades de las diferentes etapas

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

2. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- Informe del Administrador No 7 y No 8 de julio y octubre de 2017, respectivamente.
- Entrevista al Comité de Vigilancia
- Estados Contables intermedios del Fiduciario al 30/6/17
- Estados Contables intermedios del Fideicomiso al 30/6/17
- Estados Contables del Administrador al 31/8/17 preliminares
- Entrevista con responsable local de la administración de Casasuru

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.

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

Administrador: CASASURU S.A

Entidad

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

Títulos a emitirse:

Certificados de Participación Serie A de oferta pública por UI 135.000.000. Importe de la emisión que se califica.

Certificados de Participación Serie B de oferta privada por hasta UI 5.500.000 (en esta oportunidad no se califican)

Activos del Fideicomiso:

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

Moneda: Unidades Indexadas

Importe de la Emisión:

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

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

Calificación de Riesgo:

BBB- (uy)

2. El análisis jurídico

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

3. Riesgos considerados

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

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

III. LA ADMINISTRACIÓN

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

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

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

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

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

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

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

El Directorio está integrado de la siguiente manera:

Presidente	Diego Rodríguez Castagno
Vicepresidente	Nelson Mendiburu

En la administración actúa el Sr. Nelson Mendiburu como responsable del resguardo de la información y documentación y como responsable de la atención de reclamos. La administración de sus operaciones se realiza a través de la contratación de los servicios de la firma CPA Ferrere,

En la sindicatura actúan: El Sr. Buno Gili como síndico y el Sr. Gonzalo Icasuriaga como suplente.

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 al 30 de junio de 2017, sigue mostrando una sólida situación de la firma en su solvencia. Como se ilustra en los cuadros siguientes, el patrimonio contable a junio de 2017 sigue siendo positivo. El ratio de liquidez se mantiene ligeramente por debajo de la unidad. Cabe mencionar que el activo no corriente se compone en buena medida por los depósitos en garantía a que está obligada la firma, según normativa vigente, por los fideicomisos que administra y en consecuencia son de disponibilidad restringida. Esto explica los pasivos financieros, que son contraídos para constituir estas garantías y que una vez liberadas, los mismos son cancelados. En cuanto a la eventual necesidad temporal de fondos para atender obligaciones de corto plazo, la firma cuenta con financiamiento con partes relacionadas por lo que el riesgo de liquidez es muy acotado.

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

Concepto	30/06/17	31/12/16	31/12/15
Activo Corriente	11.164	12.515	8.892
Activo no Corriente	81.418	79.870	51.122
Total Activo	92.583	92.385	60.013
Pasivo Corriente	12.076	12.998	5.161
Pasivo no Corriente	54.674	55.330	32.069
Total Pasivo	66.750	68.328	37.230
Patrimonio	25.833	24.056	22.784
Total Pasivo y Patrimonio	92.583	92.385	60.013
Razon Corriente	0,92	0,96	1,72

Fuente: EE.CC EFAM

Los resultados finales de la firma para el primer semestre de 2017, si bien positivos, disminuyen respecto al mismo período del año anterior explicado fundamentalmente por los resultados financieros ya que los resultados operativos muestran un incremento del orden del 10 % en moneda corriente.

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

Concepto	30/6/17	30/6/16	31/12/16
Ingresos Operativos	19.295	14.378	31.697
Gastos Adm. y Vtas.	(15.799)	(11.191)	(26.921)
Resultado Operativo	3.496	3.187	4.776
Resultados Financieros	(1.027)	378	(1.852)
Resultados antes de impuestos	2.469	3.565	2.924
IRAE	(693)	(903)	(1.132)
Resultado del período	1.776	2.661	1.792
Res Operativos/Ingresos	18,12%	22,17%	15,07%
Res Ejercicio/Ingresos	9,20%	18,51%	5,65%

Fuente: EE.CC de EFAM

Administra una importante cartera de fideicomisos, en cantidad y diversidad; a junio de 2017 contaba con unos 38 de distinto tipo en administración, por lo que su idoneidad para esta función no ofrece dudas.

2. Casasuru 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 varias sociedades, cada una de ellas titulares de distintos proyectos o bienes inmuebles.

En la actualidad, la firma está culminando estos negocios por lo que está en un proceso de liquidación de dichas sociedades; en consecuencia, en estos momentos, su foco está centrado en las operaciones de este fideicomiso.

Responsables

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

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

Como se mencionó líneas arriba, la firma está disminuyendo sus actividades en el país; simultáneamente, ha comenzado a desarrollar este sistema en Argentina lo que requiere una mayor presencia del Sr. Sommer en ese mercado. No obstante, mantiene la supervisión total de las operaciones de este fideicomiso directamente o a través del Sr. José Fremd.

El Sr. Fremd es Contador Público y viene trabajando con Sommer en distintos emprendimientos desde hace más de cuatro años. Entrevistado por CARE demostró estar en conocimiento cabal de todo lo concerniente a los proyectos en ejecución por lo que, en ese aspecto, se entiende que la relativa menor presencia del Sr. Sommer, no habrá de perjudicar la marcha de los mismos. En particular, el Sr. Fremd lidera el proceso comercial y de desarrollo inmobiliario.

Como se ha venido señalando a lo largo de este informe, el modelo de negocios original ha tenido dificultades de distinta índole para su implementación en los términos previstos. Si bien es de destacar la capacidad demostrada por la administración en ofrecer alternativas ante un escenario cambiante, algunas de las cuales ya se están implementando, esto se ha traducido en demoras en los plazos con el consiguiente deterioro de la TIR. Esta flexibilidad para adoptar cambios ha sido acompañada, en general, por los órganos que componen la gobernanza del fideicomiso lo que permite suponer que en un plazo prudencial se podría encaminar la situación. No obstante, las demoras producidas y una cierta incertidumbre en el desempeño de proyectos muy auspiciosos pero que aún no han comenzado es lo que explica, en buena medida, la ligera rebaja en la nota ya comentada.

Situación económico financiera

Al respecto CARE contó con los EE.CC consolidados de Casasuru SA al 31/8/16 con informe de auditoría de Deloitte así como una versión preliminar al 31/8/17 aún sin auditar y por lo tanto sujeta a cambios.

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 que controla ya citados (estos cierran ejercicio el 31/5). Al no tener disponible un nuevo ejercicio con cierre definitivo, se reiteran los comentarios de la actualización anterior.

Los principales aspectos de los EE.CC hasta el 31/8/16 se reiteran resumidos en los cuadros siguientes.

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

Concepto	31/8/16	31/8/15	31/8/14
Activo Corriente	131.014	234.525	287.370
Activo no Corriente	35.689	12.018	7.840
Total Activo	166.703	246.543	295.210
Pasivo Corriente	102.796	120.165	285.119
Pasivo no Corriente	44.047	101.009	11.978
Total Pasivo	146.843	221.174	297.097
Patrimonio	19.860	25.369	(1.888)
Total Pasivo y Patrimonio	166.703	246.543	295.210
Razón Corriente	1,27	1,95	1,01

Fuente: EE.CC de Casasuru S.A. consolidados

Cuadro 5: Estado de Resultados de Casasuru S.A (miles de \$)

Concepto	31/8/16	31/8/15	31/8/14
Ingresos Operativos	149.599	213.864	73.486
Costo de Ventas	(112.293)	(186.469)	(64.530)
Resultado Bruto	37.306	27.395	8.956
Gastos de Adm y Ventas	(31.139)	(33.435)	(30.024)
Resultados Operativos	6.167	(6.040)	(21.068)
Otros resultados	4.804	9.894	1.219
Resultados Financieros	(13.184)	(15.595)	(4.119)
IRAE			
Resultados del Ejercicio	(2.213)	(11.741)	(23.968)

Fuente: EE.CC de Casasuru S.A. consolidados

La versión preliminar al 31/8/17 estaría reflejando la menor actividad anunciada con resultados aún deficitarios lo que hace necesario que, como hasta ahora, los socios sigan 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 y que eran de su propiedad (Salto y Las Piedras).

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

A continuación se brinda información resumida de los estados de situación y resultados intermedios del fideicomiso al 30/6/17 y su comparativo con el ejercicio cerrado a diciembre de 2016 y primer semestre de 2016 en el caso de los resultados.

Cuadro 6: Estado de Situación Fideicomiso (miles \$)

Concepto	30/6/17	31/12/16	31/12/15
Activo	435.764	444.706	268.348
Activo Corriente	212.680	300.243	161.734
Activo no Corriente	223.084	144.463	106.614
Pasivo	25.991	29.854	88.821
Pasivo Corriente	25.991	29.854	88.821
Pasivo no Corriente	-	-	-
Patrimonio	409.773	414.851	179.527
Pasivo y Patrimonio	435.764	444.706	268.348
Razón Corriente	8,18	10,06	1,82

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Cuadro 7: Estado de Resultados Fideicomiso (miles\$)

Concepto	30/6/17	30/6/16	31/12/16
Ingresos operativos	14.388	(131)	6.313
Gastos adm y ventas	(15.612)	(8.793)	(19.113)
Resultados financieros	(4.036)	(4.603)	(19.922)
Resultados diversos	221	-	-
Resultados antes IRAE	(5.039)	(13.527)	(32.722)
IRAE	(40)	(28)	(68)
Resultados del ejercicio	(5.079)	(13.555)	(32.790)

Fuente: EE.CC Fideicomiso

El activo corriente está compuesto básicamente por las integraciones recibidas y aún no invertidas así como la inversión en obras que, en este caso, forman parte del inventario a vender.

Dado que el Fideicomiso cumple con las condiciones de entidad de inversión, la participación en subsidiarias no se consolida y en su lugar, dicha participación se presenta al valor razonable con cambio a resultados. Es el caso de Ezery SA cuyas acciones pertenecen al Fideicomiso; su directorio es integrado por EFAM que lo preside y su objeto es el mismo de Casasuru. Esta sociedad es la encargada de desarrollar el Barrio Santa Isabel en Lagomar Sur (Canelones). Al 30/6/17 su patrimonio contable era de \$ 84.985.670.

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

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 muy bajo.*

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 está muy acotado. *Riesgo bajo.*

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

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

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

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

Con ocasión de la calificación original, se analizó la capacidad del activo subyacente de generar los recursos necesarios para cumplir con las obligaciones del Fideicomiso. En la actualización de octubre de 2016 y dadas las modificaciones en el plan de negocios, correspondió analizar los efectos de estas decisiones en la rentabilidad de la inversión y la tasa interna de retorno del proyecto. En la presente actualización se han recogido las modificaciones en el modelo de negocios y un nuevo Flujo de Fondos a la fecha actual con sus proyecciones financieras.

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 celebrada en octubre del 2016 y conforme a las modificaciones mencionadas en los desarrollos inmobiliarios, el plazo se prorrogó tres años más. En el Cuadro 8 se describe el Flujo de Fondos proyectado, el cual contiene un criterio conservador ya que no contempla la eventual venta de los activos del Fideicomiso de aquellos proyectos por ahora discontinuados (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, las exigencias de los organismos reguladores, así como los conflictos sindicales del sector, han dilatado los plazos del proyecto.

Como fuera advertido en las anteriores actualizaciones, el efecto en la demanda por las viviendas, aparece como la variable más relevante para el resultado del negocio. Esta dificultad advertida por CARE, es la principal amenaza del Proyecto. En este sentido, el Administrador ha tomado medidas en pro de mitigar dicha amenaza. Las medidas han sido: (a) la suspensión de los proyectos de Salto (segunda fase) y Las Piedras y (b) activar nuevos desarrollos inmobiliarios destinados a un público objetivo con ingresos mayores y una mayor resiliencia a situaciones macroeconómicas adversas (en especial Interlagos). A su vez, y como informa el Comité de Vigilancia, el Fideicomiso está instrumentando la habilitación de nuevas modalidades de comercialización tales como alquiler con opción a compra y modalidad de descuento para ventas al por mayor, entre otras.

La flexibilización reciente en las condiciones en los otorgamientos de los créditos hipotecarios, está dando señales positivas al Fideicomiso. Las modificaciones en el modelo de negocio, intentan mitigar este escenario

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

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 Administrador proyecta una Tasa Interna de Retorno para el inversor situada en 12%. A su vez, los desarrollos inmobiliarios evidencian retornos entre un 4% y 48%. La diferencia de retornos entre los desarrollos y el Fideicomiso se debe a que (a) los retornos de los desarrollos no tienen en cuenta los costos del Fideicomiso, (b) la inmovilización de los fondos por atrasos concomitantemente con el atraso del proceso de venta de las unidades, genera un impacto negativo en la TIR y (c) el manejo financiero cambiario produjo un perjuicio económico debido a las fluctuaciones del tipo de cambio.

En la actualización de abril pasado, CARE realizó 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, arrojando una TIR consolidada de 17%. La disminución del ritmo de ventas informado por el Administrador en el último trimestre, sumado a la no concreción de ventas en Salto han disminuido aún más el retorno de la inversión. Como se mencionó anteriormente, el Administrador está en proceso de modificar el contrato para dotar al Fideicomiso de mayor flexibilidad y mayores instrumentos para concretar la comercialización de unidades.

En base a los nuevos valores y proyectando un escenario aún más adverso que el actual, la TIR (consolidada) simulada sería de aproximadamente 10%.

Cuadro 8 - FF Flujo proyectado								
REAL/PROYECTADO	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	
MESES	4	16	28	40	52	64	76	
COT UI	3,24	3,51	3,74	4,06	4,3	4,54	4,8	TOTAL
Pinar ME	-14	-1.551	6.381	-	-	-		
Aerosur II	-	-831	-1.374	5.440				
Interlagos			-219	270	-1.021	-619	18.262	
Salto	-29	-1.108	1.172	-	-	-		
Lagomar Sur	-2.249	-639	1.207	-2.088	-2.499	9.109		
Costo del FF (incl. Las Piedras)	-519	-818	-791	-570	-570	-570	-570	
FF PRESUPUESTADO (MILES DE UI)	-2.811	-4.947	6.374	3.053	-4.090	7.920	17.692	57.632
FF ACUMULADO (MILES DE UI)	-11.183	-71.355	-84.454	-61.109	-23.126	-16.756	57.632	
TIR CONSOLIDADA	15%							
TIR CERT PART A	12%							
TIR CERT PART B	12%							

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 que el Fideicomiso está en proceso de modificar el contrato para dotar al Fideicomiso de mayor flexibilidad y mayores instrumentos para concretar la comercialización de unidades, se considera que existe un riesgo moderado y posible de ser controlado a tiempo. *Riesgo medio 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.

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 una notoria mejoría en lo que respecta a la demanda por inversión inmobiliaria y una leve mejoría en lo que respecta al consumo de servicios habitacionales o de vivienda.

Las expectativas de evolución de la tasa de interés, del ingreso medio de los hogares y del acceso al crédito hipotecario presentan perspectivas más favorables (que en la actualización anterior) para el negocio inmobiliario en Uruguay. No obstante, aún no son tan favorables como las que se esperaban en la calificación original. Este cambio de expectativas se fundamenta sobre la base de que se ha disipado el conjunto de incertidumbres que atravesaban las políticas macro monetarias globales y regionales así como los procesos políticos/económicos en Brasil y Argentina.

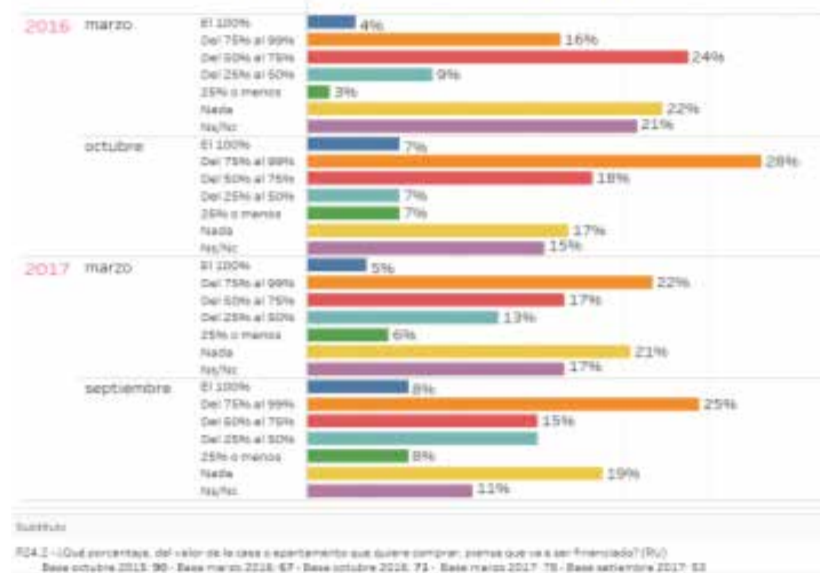
A su vez, la apreciación de las monedas locales respecto al dólar experimentada en la región en general, y en Uruguay en particular, ha permitido a los desarrolladores inmobiliarios defender el precio de venta de las viviendas (expresados en dólares). Al mercado lo ha dinamizado el sector inversor más que el consumidor de vivienda. La demanda por compra de vivienda para consumo depende 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 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. Esta encuesta permite construir una serie de 6 observaciones semestrales, lo que hace más robusto los resultados sobre los drivers de la demanda de vivienda en Montevideo y el suroeste del departamento de Canelones.

Si bien la predisposición del sistema financiero ha evolucionado favorablemente en el correr de este año, aún no es posible inferir que haya tenido efecto. El dato positivo más relevante, es la notoria reducción de tasas de interés de créditos hipotecarios. Por otro lado, la desmejora del mercado laboral y las perspectivas poco claras de evolución de este mercado en el

mediano plazo, redonda en que un importante contingente de potenciales demandantes de vivienda, no cumpla con los requisitos del análisis de originación de créditos hipotecarios.

Gráfica 1. Necesidad de financiamiento

Qué porción piensa que será financiado

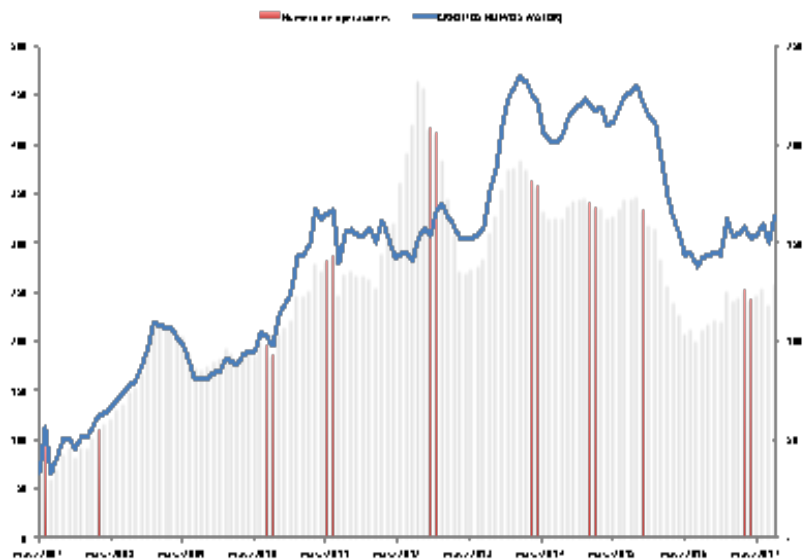


Pregunta: ¿Qué porcentaje, del valor de la casa o apartamento que quiere comprar, piensa que va a ser financiado?

Fuente: CARE en base a información de RIU.

Gráfica 2. Evolución del Crédito Hipotecario con destino a la Vivienda.

Millones de dólares y Número de operaciones



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. No obstante lo anterior, en los últimos años, se han realizados modificaciones con información contradictoria para los agentes. Los recurrentes ajustes en la instrumentación del régimen promocional de la Ley de Vivienda de Interés Social, realizados en los últimos meses, propician un clima de inversión inestable dados los constantes cambios en los beneficios fiscales para los inversores. En particular, las modificaciones en los Artículos 10 y 12 del Decreto 34/2017 del 6 de Febrero con fijaciones administrativas de precios tope de alquiler, atentan contra el clima de inversión sectorial. No obstante lo anterior, las modificaciones presentadas en la normativa, no afectan los intereses del presente Fideicomiso.

3. Conclusiones sobre el entorno

Al haberse reducido la incertidumbre macro monetaria global y regional, así como la incertidumbre política en los países vecinos, el sector ha evidenciado una mejoría respecto a la actualización anterior.

El riesgo mercado se encuentra acotado en la medida de que los desarrolladores de cada Proyecto inmobiliario pueden vender en el pozo a precios competitivos. *Riesgo medio bajo.*

El riesgo de políticas públicas. Se encuentra acotado. En lo que refiere a proyectos destinados a la vivienda social, las últimas modificaciones regulatorias afectan las expectativas pero no los proyectos que están en marcha. 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) de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.

Comité de Calificación

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 previsibles en los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, o en la economía en su conjunto. La probabilidad de cambios desfavorables previsibles en el entorno es de baja a media baja, y compatible con la capacidad de la administradora de manejarlos aunque incrementando el riesgo algo más que en las categorías anteriores. El signo - que acompaña a la nota indica que la calificación se acerca más a la categoría inferior de acuerdo al puntaje. **Grado de inversión mínimo.**



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez