



Buenos Aires, 15 de marzo de 2019

FIDEICOMISO FINANCIERO PILAY I

INFORME TRIMESTRAL COMPLETO

PROGRAMA GLOBAL DE FIDEICOMISO INMOBILIARIO PILAY

Títulos Calificados	Monto	Calificación	Vencimiento
CP Sub-Clase A-1	\$ 2.000.000	BBB+	14-05-2039
CP Sub-Clase A-2	\$ 6.000.000	BBB+	14-05-2039
CP Sub-Clase B-1	\$ 600.000	BBB+	14-05-2039
CP Sub-Clase B-2	\$ 1.400.000	BBB+	14-05-2039

Nota: las definiciones de calificaciones se encuentran al final del dictamen.

Fiduciario y Emisor: PILAY S.A.

Fiduciante: Suscriptores de Certificados de Participación (CP).

Beneficiarios: Tenedores de CP.

Fundamentos principales de la calificación:

- La Diversificación de los activos del fondo se considera Favorable.
- La Calidad de los activos del fondo se considera Favorable.
- La Predictibilidad de los flujos generados por los activos del fondo se considera Adecuada.
- La capacidad de cumplir los compromisos se considera Suficiente para los CP.

Analista Responsable	Matías Rebozov matiasrebozov@evaluadora.com
Consejo de Calificación	Julietta Picorelli Hernán Arguiz Matías Rebozov
Manual de Calificación	Manual de Procedimientos y Metodología de Calificación de Riesgo del Haber de Fondos Cerrados de Crédito y Fondos Fiduciarios
Información Utilizada	Suplemento de Prospecto, Adenda, Contrato, Estados Contables al 31 de diciembre de 2018 y Flujo de Fondos del Fideicomiso



ANTECEDENTES DEL FIDUCIARIO

La actividad de Pilay S.A. como Fiduciario consiste en administrar Fideicomisos Financieros Inmobiliarios (estructurados como fondos de inversión directa) que desarrolla íntegramente.

La Sociedad se constituyó formalmente en el año 1979 con domicilio legal en la Provincia de Santa Fe. Desde entonces y hasta 1985, bajo el sistema del consorcio tradicional, Pilay levantó seis edificios en propiedad horizontal, cumpliendo estrictamente las condiciones de obra pactadas.

En 1985 la Sociedad lanzó al mercado un producto nuevo que se constituyó en una opción sólida para nuevos propietarios de departamentos céntricos de alta calidad, abonando una cuota menor mientras no se habitaba la propiedad y otra similar al monto de un alquiler cuando se la recibía, con la ventaja de sumar en las ofertas licitatorias puntos por matrimonio, nacimiento o adopción de hijos, avance en los estudios y presentación de amigos.

En 1988, consolidada la plaza de Santa Fe, el Sistema Pilay fue lanzado en Rosario mediante una alianza con Bauen Arquitectura S.R.L., una empresa constructora local de reconocida trayectoria.

En noviembre de 2006 la compañía celebró con GRIF S.A, empresa del Grupo Regam, una unión para el desarrollo del producto en la provincia de Córdoba, logrando de tal forma tener presencia en la región central del país brindando una alternativa de inversión.

En septiembre de 2009 Pilay S.A. se proyectó internacionalmente, promoviendo su sistema en la República Oriental del Uruguay, en unión con Campiglia Construcciones, grupo constructor líder de ese país. A tal fin se utilizó como vehículo un fideicomiso financiero, con emisión de valores de deuda y certificados de participación. El Banco Central de la República Oriental del Uruguay autorizó la oferta pública de tales valores, actuando Pilay Uruguay Administradora de Fondos de Inversión S.A. como fiduciaria.

Hasta el mes de mayo de 2012, momento en que Pilay S.A adoptó la decisión estratégica de transformar su producto en un fideicomiso financiero, se habían incorporado al Sistema Pilay más de 27.000 inversores.

Con fecha 21 de marzo de 2013 (mediante Resolución N°17.047 modificada por la Resolución 17.053), la Comisión Nacional de Valores (CNV) autorizó la inscripción de la Sociedad en el Registro de Fiduciarios Financieros. Pilay S.A. es el fiduciario y emisor del Programa Global de Fideicomisos Inmobiliarios Pilay. En el mes de agosto de 2013, la CNV aprobó el programa global que prevé la construcción de 30.000 departamentos en los próximos veinte años en las ciudades de Santa Fe, Paraná, Rosario y Córdoba.



En fecha 30 de enero de 2014 la CNV autorizó la constitución del Fideicomiso Financiero Pilay I en el marco del Programa Global de Fideicomisos Inmobiliarios PILAY y el 14 de marzo de 2014 efectuó las notificaciones de oferta pública a la Bolsa de Comercio de Rosario y a la Bolsa de Comercio de Santa Fe.

Con fecha 11 de agosto de 2016 el CNV otorgó también la autorización de oferta pública a los valores fiduciarios del Fideicomiso Financiero PILAY II.

Con fecha 6 de diciembre de 2016, se finalizó y entregó el primer edificio construido bajo el Fideicomiso Financiero Pilay I denominado San Jerónimo 62.

Asimismo, recientemente se finalizaron y entregaron otros dos edificios denominados San Jerónimo 69 y San Jerónimo 71, con 32 y 16 departamentos respectivamente, ambos correspondiente al Fideicomiso Financiero Pilay I.

Pilay S.A. se encuentra calificada por Evaluadora Latinoamericana S.A., agente de calificación de riesgo, en F2. Esta categoría representa estándares altos de profesionalismo y desempeño.

ANALISIS DE RIESGO

El análisis de riesgo se efectuó de acuerdo con el Manual de Procedimientos y Metodología de Calificación de Riesgo del Haber de Fondos Cerrados de Crédito y Fondos Fiduciarios, registrado en la Comisión Nacional de Valores (CNV) por Evaluadora Latinoamericana S.A., Agente de Calificación de Riesgo.

CALIFICACIÓN DEL HABER DE LOS FONDOS CERRADOS DE CREDITO Y FONDOS FIDUCIARIOS

I. ANALISIS PREVIO

La información con que cuenta el Agente de Calificación de Riesgo se considera suficiente para realizar los procedimientos normales de calificación.

II. PROCEDIMIENTO POSTERIOR

II.A. Calificación Preliminar

Objeto del Fideicomiso: hacer viable la participación de inversores en inmuebles a construir en el radio urbano de las ciudades de Santa Fe, Provincia del mismo nombre, y Paraná, Provincia de Entre Ríos y a subdividir en propiedad horizontal. Los aportes de los suscriptores de los Valores Fiduciarios constituyen el patrimonio fideicomitido que se aplica a la



adquisición de los terrenos (en condominio con un Propietario de las Cocheras), construcción y equipamiento de los edificios, para la posterior entrega de las unidades resultantes a los titulares de CP.



Vigencia del Fideicomiso: el mismo comenzó su vigencia el 14 de mayo de 2014 (fecha de emisión) y a partir de allí tiene un plazo máximo de 25 años. Sin embargo, dicho plazo se podría ver reducido como consecuencia de la precancelación total de los valores fiduciarios, o prorrogado por acuerdo de la mayoría de los beneficiarios.

Bienes Fideicomitidos:

- Los importes integrados por los suscriptores de los valores fiduciarios.
- Los Inmuebles, desde su adquisición hasta la adjudicación.
- Los derechos correspondientes a los contratos de locación de obra.
- Los derechos correspondientes a los contratos de locación de servicios relativos a las obras.
- Los derechos correspondientes a los contratos de compraventa relativos a bienes que se incorporarán a los Inmuebles.
- Los fondos líquidos y el producido de su inversión.
- Los derechos de cobro sobre las pólizas de seguro a ser contratadas para cubrir las contingencias usuales de las operaciones previstas bajo el Fideicomiso.



- Los créditos por las Aportes Adicionales pendientes de integración, incluidos los realizados en concepto de mejoras solicitadas sobre las unidades.
- La cobranza en concepto de Aportes Adicionales.

El Patrimonio Fideicomitido constituye la única fuente de pago de los Valores Fiduciarios.

Certificados de Participación:

- Sub Clases A-1 y B-1: dichos CP dan derecho a sus titulares a la construcción y adjudicación de un departamento de un dormitorio en un radio determinado de la Ciudad de Santa Fe y de la Ciudad de Paraná respectivamente, en tanto el titular cumpla con su obligación de pagar los Aportes Adicionales correspondientes.
- Sub Clases A-2 y B-2: los mismos dan derecho a sus titulares a la construcción y adjudicación de un departamento de dos dormitorios en un radio determinado de la Ciudad de Santa Fe y de la Ciudad de Paraná respectivamente, en tanto el titular cumpla con su obligación de pagar los Aportes Adicionales correspondientes.

Es decir, respecto a ambas Sub-Clases, la letra indica la localización y el número la cantidad de dormitorios.

Concepto	Cantidad	Valor Nominal	Precio Colocación	Total*
CP Sub-Clase A-1	2.000	\$ 1.000	\$ 1.000	\$ 2.000.000
CP Sub-Clase A-2	1.990	\$ 1.000	\$ 1.000	\$ 1.990.000
CP Sub-Clase B-1	373	\$ 1.000	\$ 1.000	\$ 373.000
CP Sub-Clase B-2	363	\$ 1.000	\$ 1.000	\$ 363.000

*Valores Fiduciarios colocados al 31/01/2019.

El Fiduciario puede instruir la reapertura del período de colocación de los CP durante 5 años desde el cierre del período de colocación inicial, hasta que se coloque la totalidad del valor nominal de CP autorizados a la oferta pública.

Aportes Adicionales: en todas las Sub-Clases, la suscripción de los CP conlleva la obligación para su titular de realizar aportes adicionales al fideicomiso a fin de sufragar los gastos de este, los costos de adquisición del terreno y la realización de las obras.

El Plan del Emprendimiento anexo al Contrato Suplementario indica el número y periodicidad de las cuotas en que se integrarán los Aportes Adicionales, el importe inicial de cada cuota a pagar hasta la entrega de la tenencia y su fórmula de ajuste por mayores costos (Cuota Espera), el importe de cada cuota que se devengue a partir del mes en que un titular



reciba la tenencia de la correspondiente Unidad (Cuota Tenencia), las consecuencias en caso de incumplimiento en el pago de las Cuotas y el orden en que serán adjudicadas las Unidades.

El importe de cada Cuota se redeterminará mediante la variación informada por la Cámara Argentina de la Construcción, conforme su índice de variación de costos para un edificio tipo, en Capital Federal. Para el caso de comprobarse, mediante informe debidamente verificado por Auditor del Fideicomiso, que los incrementos operados en el costo de la construcción en el correspondiente período son superiores a los informados por la Cámara Argentina de la Construcción, el Fiduciario podrá redeterminar las cuotas según los resultados que arroje la fórmula paramétrica definida en el Plan del Emprendimiento.

A fin de asegurar el cumplimiento de la obligación de integrar los Aportes Adicionales, los CP están prendados desde su suscripción e integración a favor del Fiduciario. En caso de incumplimiento, los correspondientes CP serán enajenados por el Fiduciario.

Eventos de Incumplimiento: los servicios de deuda correspondientes a los VDF fueron cancelados en tiempo y forma el 30 de noviembre de 2018. (para mayor detalle ver el Suplemento de Prospecto).

Endeudamiento Adicional: es importante agregar que el Fiduciario puede, con el fin exclusivo de anticipar el ritmo constructivo, tomar endeudamientos adicionales. Los Beneficiarios prestan su conformidad por el mero hecho de suscribir valores fiduciarios.

Segunda Adenda al Suplemento de Prospecto:

En agosto de 2014 se informó a la CNV la adquisición del primer terreno. El mismo se ubica en la ciudad de Santa Fe, departamento La Capital. PILAY adquirió el 89,44% indiviso de dicho terreno, mientras que Capitel S.A. adquirió el 10,56% indiviso a fines de aportar los fondos pertinentes para la construcción de cocheras, no previstas en el Suplemento de Prospecto.

En noviembre de 2014, PILAY resolvió la modificación del Suplemento de Prospecto con el objetivo de prever la construcción de cocheras en los edificios a erigir, su financiamiento por terceros y que pueda corresponder al Fideicomiso la propiedad de una porción indivisa de un condominio sobre los edificios. En marzo de 2015 la CNV autorizó dicha adenda.

Dado que los aportes de los fiduciarios sólo tienen por destino la construcción de viviendas, el Fiduciario debe procurar que uno o más terceros (Propietario de las Cocheras), incluyendo al Contratista Principal (ver página 9), adquiera una porción indivisa del Inmueble y construya las



mismas (es requisito que se construya un determinado número de cocheras proporcional al número de viviendas).

A los fines indicados el Fiduciario debe celebrar con cada Propietario de las Cocheras un convenio donde el último se comprometa a (i) renunciar al derecho de solicitar la división del condominio por el plazo de cinco años, (ii) no enajenar su parte indivisa a personas físicas o jurídicas que no acrediten solvencia para asumir las obligaciones correspondientes y (iii) asumir el costo de construcción de las cocheras, asegurando ello con la hipoteca de su porción indivisa a favor del Fiduciario en relación con el Fideicomiso.

Dicho convenio no podrá otorgar al Propietario de las Cocheras privilegio alguno sobre el patrimonio fideicomitido y los derechos que otorgan los CP.

Se evaluaron los siguientes factores respecto de los activos constitutivos del haber del Fondo:

1. Diversificación: siendo que los activos del Fideicomiso son principalmente los importes aplicados a la adquisición de inmuebles, los derechos correspondientes a los contratos de locación de obra y los créditos por aportes adicionales de los tenedores de CP, se analiza la diversificación con respecto a los Fiduciarios.

El Fideicomiso fue estructurado previendo la incorporación de un total de 10.000 fiduciarios que conformen subgrupos con su respectiva secuencia de asignaciones, hasta agotar los CP a colocar.

Los mismos recibirán sus unidades siempre que hayan cumplido estrictamente con los pagos contemplados. Los Fiduciarios acceden a sus unidades mediante dos modalidades de asignación:

- Asignación por mayor aporte dinerario adelantado.
- Asignación por mayor puntaje.

El 50% de las unidades se adjudicarán por la primera metodología y el 50% restante por la segunda. El Fiduciario puede, de estimarlo conveniente para la promoción del Fideicomiso, incorporar como tercera metodología de asignación un sorteo ante escribano público, en una proporción no mayor al 34 % de las unidades a asignar. El remanente no adjudicado por sorteo se distribuirá en porcentajes iguales entre las primeras dos modalidades mencionadas.

Se estima que cada subgrupo de quinientas personas pertenecientes a cualquiera de las sub-clases, tenga la secuencia de asignaciones correspondiente al siguiente cuadro:



Año	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
Unidades	12	14	14	16	16	18	18	20	20	24	24	26	28	30	32	34	36	38	40	40

El esquema del fideicomiso también prevé la renuncia o sustitución de los Fiduciarios. Estos, cualquiera sea la categoría, tienen la libertad de poder renunciar al Fideicomiso en el momento en que lo deseen mediante la cesión de sus CP con un preaviso de 30 días.

El Fiduciario posee el mandato legal suficiente por el plazo de duración del fideicomiso para transferir a terceros los CP y aportes adicionales correspondientes a los Fiduciarios que se aparten del Fideicomiso por falta de pago o renuncia.

Al 31 de enero de 2019, se han emitido 4.726 Certificados de Participación.

En consecuencia, se considera Favorable la diversificación de los activos del fondo.

2. Calidad: la calidad de los activos del fideicomiso se puede considerar a través de las obligaciones del Fiduciario, de los Fiduciarios titulares de los CP, del Propietario de las Cocheras, quien afronta los costos constructivos de las mismas, y del Contratista Principal encargado de la construcción de los inmuebles, principal activo del fondo.

Obligaciones del Fiduciario: los departamentos son construidos sobre terrenos adquiridos en propiedad fiduciaria, dejándose constancia en las escrituras de adquisición que la compra se materializa con dinero proveniente de aportes de los Fiduciarios y para quienes resulten Beneficiarios. Todos los gastos, comisiones, sellados, impuestos y honorarios correspondientes a la confección del plano de propiedad horizontal y otorgamiento de las escrituras de transferencia en propiedad fiduciaria, sometimiento al régimen de propiedad horizontal y asignación al fiduciante tenedor, serán asumidos por éste en proporción al porcentaje que su unidad tenga en el edificio.

El Fiduciario, a su vez, está facultado de percibir del Fiduciante un interés en caso de mora, equivalente a la tasa activa que durante dicho período cobre el Banco de la Nación Argentina. Tres cuotas consecutivas impagadas pueden ser motivos de exclusión, previa intimación fehaciente.

Por último, el fiduciario es responsable también de llevar a cabo el procedimiento para la asignación de cocheras que se detalla en la segunda adenda al Suplemento de Prospecto.

Obligaciones de los Fiduciarios: las principales obligaciones de estos son:

- a. Integrar el derecho de admisión al Fideicomiso.



- b. Contribuir y aportar los fondos necesarios para el costo total de las obras y los gastos del Fideicomiso.
- c. Sustituir la obligación de pago por tantas Cuotas de Tenencia mensuales y consecutivas le falten, luego de la entrega de la unidad.
- d. Integrar, además de las Cuotas correspondientes a su rol, las Cuotas de Aguinaldo. Su importe es equivalente al de la Cuota Espera vigente al momento del pago.

Obligaciones del Propietario de las Cocheras (o conjunto de ellos):

- a. Adquisición de una porción indivisa del inmueble y construcción sobre el mismo de cocheras.
- b. Transferencia de estas en primera instancia a los titulares de CP que ejerzan la opción de adquirirlas, o a terceros en la medida que existan cocheras remanentes o que quedasen disponibles por incumplimiento de un titular de CP en la adquisición de estas.
- c. Respetar el convenio celebrado con el Fiduciario, cuyas líneas generales se detallaron anteriormente.

En el primer terreno integrado, Capitel S.A., quién es también Contratista Principal, conforma el rol de Propietario de las Cocheras en condominio con el Fiduciario.

Obligaciones del Contratista Principal: la construcción de los inmuebles en los plazos previstos es una variable clave en las bases financieras del Fideicomiso, por lo que es fundamental minimizar los riesgos eligiendo empresas constructoras sólidas y confiables. A cargo del Fiduciario y/o de Capitel S.A estará la conducción técnica de las obras.

Capitel S.A. ha edificado más de 170.000 metros cuadrados en distintas obras desde su constitución en 1988.

Rentabilidad Teórica Proyectada: se estima una TIR para el inversor del 6,4% considerando que el mismo debe realizar 240 aportes mensuales (calculado al valor de los aportes del mes de enero de 2019 en términos reales).

El cálculo incluye el mes a partir del cual se otorga la tenencia del departamento y comienza a devengarse la Cuota Posesión. A dicha cuota se le deduce el valor teórico de un alquiler (bien sea por que el inversor lo alquila o por el ahorro de alquiler que genera tener una unidad disponible). En términos de rentabilidad esto tiene un efecto neutro siempre que el valor del alquiler sea equivalente a la diferencia entre la Cuota Espera y Posesión.

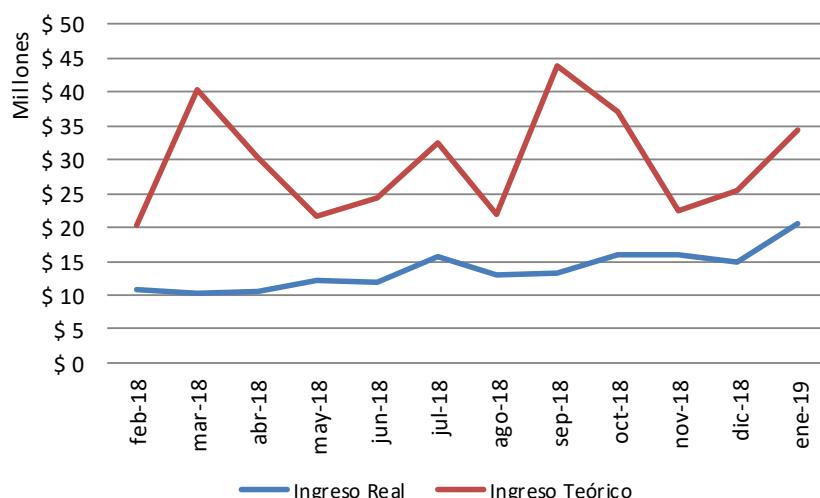


Vale agregar que la entrega en propiedad plena del departamento se realiza el mes siguiente al que el inversor termine de abonar los 240 aportes comprometidos.

La Rentabilidad Teórica Proyectada puede verse afectada si: i) el valor de mercado de los alquileres no es equivalente a la diferencia entre la Cuota Espera y Posesión; ii) si la variación del costo constructivo a partir del cual se redeterminan los aportes difiere de la variación del valor del mercado del departamento.

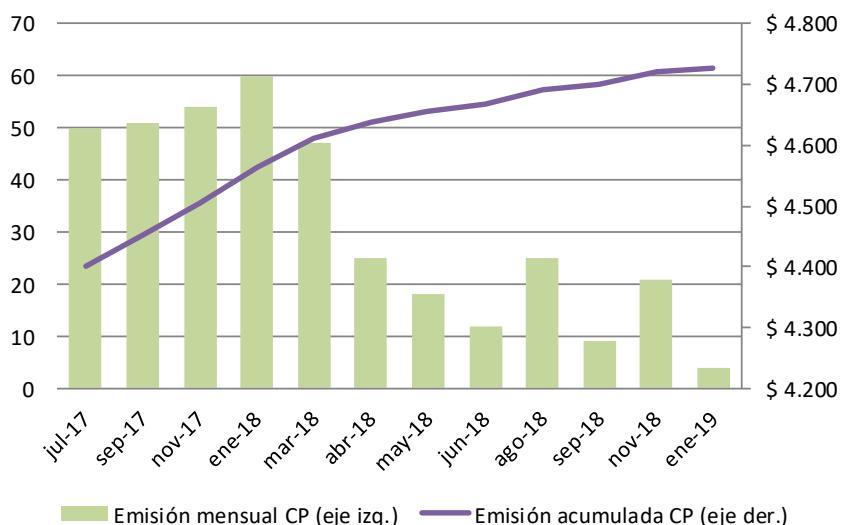
En consecuencia, se considera Favorable la calidad de los activos del fondo.

3. Predictibilidad: los flujos de ingresos teóricos correspondientes al Fideicomiso Financiero PILAY I se estimaron en base a los valores de Cuotas Espera y Tenencia calculados a Diciembre de 2013 y considerando un total de 200 CP a colocarse por mes (escenario base). Los ingresos se componen, además de la suscripción de títulos emitidos, de aportes adicionales y rentas por inversión. Los ingresos reales no incluyen inversiones financieras.

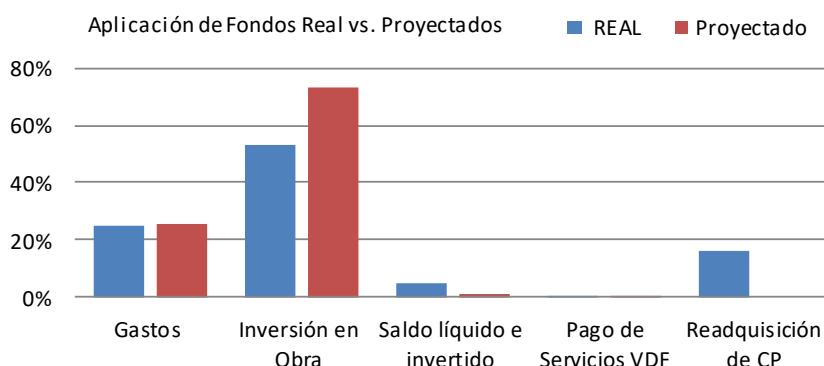


Es importante agregar que cualquier incremento correspondiente a los costos modifica las cuotas de los Fiduciarios. El contrato entre el Fiduciario y el Fiduciante determina explícitamente que el valor de la cuota se debe ajustar por el índice de variación de costos para un edificio tipo, publicado por la Cámara Argentina de la Construcción (para mayor detalle ver el Suplemento de Prospecto).

En el siguiente gráfico se observan los niveles de colocación a la fecha. El eje izquierdo muestra la cantidad de CP emitidos por mes y el eje derecho la emisión acumulada en miles de pesos (sin tener en cuenta los Aportes Adicionales):



Por último, el siguiente gráfico muestra la comparación entre la aplicación de fondos real versus la proyectada al 31 de enero de 2019:



Por lo expuesto, se considera Neutra la predictibilidad de los flujos generados por los activos del fondo.

4. Cobertura del Servicio de la Deuda: se estimaron escenarios alternativos donde se sensibiliza la cobranza de los flujos en función de distintos supuestos de incobrabilidad, aumentos de costos y anticipo en las cuotas de los adherentes al momento de la adjudicación.

En un escenario base y en un escenario negativo con moderado descenso de ingresos, el fideicomiso mantiene un saldo positivo que el administrador podría utilizar para aplicar al sistema en caso de que se necesitaran ingresos adicionales. Solamente bajo un escenario muy pesimista, el administrador fiduciario no recibe ningún ingreso, aunque, de todas maneras, la construcción de los inmuebles no se vería afectada debido a que las cuotas de los Fiduciarios se ajustan por los aumentos de costos.



Certificados de Participación Sub-Clase A-1, Sub-Clase A-2, Sub-Clase B-1 y Sub-Clase B-2:

El Agente de Calificación de Riesgo considera Suficiente la capacidad de cumplir los compromisos para los Certificados de Participación emitidos por el Fideicomiso.

De acuerdo con la siguiente matriz, la calificación preliminar de los Certificados de Participación se ubica en Categoría B, producto de una Calificación conjunta de Diversificación, Calidad y Predictibilidad en Nivel 1 y de una Calificación de la cobertura de servicio de deuda como Suficiente.

MATRIZ DE CALIFICACION PRELIMINAR					
Calificación conjunta de Diversificación, Calidad y Predictibilidad	Calificación de la Cobertura del Servicio de la Deuda				
	Muy Holgada	Holgada	Suficiente	Ajustada	Insuficiente
Nivel 1	A	A	B	C	D
Nivel 2	A	B	B	C	D
Nivel 3	B	C	C	D	D

II.B. Existencia de Garantías u Obligaciones Especiales

No existen garantías u obligaciones especiales.

II.C. Calificación Final

Se consideraron adecuados los criterios de inversión, la idoneidad de los administradores y las políticas de inversión y sus objetivos. Por lo tanto, corresponde mantener la calificación preliminar de los títulos calificados.

CALIFICACION FINAL

Las calificaciones de los Certificados de Participación Sub-Clase A-1, Sub-Clase A-2, Sub-Clase B-1 y Sub-Clase B-2 del Fideicomiso Financiero PILAY I se mantienen en BBB+.



DEFINICIÓN DE LA CALIFICACIÓN OTORGADA

BBB+: aquellos fondos cuyos haberes poseen una buena capacidad de pago de las cuotas o participaciones, aunque el haber se encuentra compuesto por algunos riesgos o créditos superiores a los normales o presenta algunos problemas que pueden solucionarse en el corto plazo y cuya calificación se encuentra en el rango superior de la Categoría B.

INFORMACIÓN UTILIZADA

- Avisos de Suscripción y Prórrogas, Resultados de Colocación e Información Complementaria.
- Estados Contables del Fideicomiso Financiero al 31 de diciembre de 2018.
- Proyecciones de ingresos y egresos del Fideicomiso Financiero Pilay I.
- Suplemento de Prospecto y Adenda al Suplemento de Prospecto del Fideicomiso Financiero Pilay I.
- www.cnv.gob.ar | Comisión Nacional de Valores.

A la fecha, el Agente de Calificación de Riesgo no ha tomado conocimiento de hechos que impliquen una alteración significativa de la situación económica financiera del Fiduciario o los Fiduciarios y que, por lo tanto, generen un aumento del riesgo para los tenedores actuales o futuros de los títulos.

La información cuantitativa y cualitativa suministrada por el Fiduciario y los Fiduciarios se ha tomado como verdadera, no responsabilizándose el Agente de Calificación de Riesgo de los errores posibles que esta información pudiera contener.

Este Dictamen de Calificación no debe considerarse una recomendación para adquirir, negociar o vender los Títulos emitidos o a ser emitidos, sino como una información adicional a ser tenida en cuenta por los tenedores actuales o futuros de los títulos.