

Fondo de Titularización de Inmuebles Ricorp Titularizadora La Guna

Informe de mantenimiento de clasificación de riesgo

Sesión ordinaria: N° 6172023 del 20 de octubre de 2023.
Información financiera no auditada a junio de 2023.
Fecha de ratificación: 30 de octubre de 2023

Contactos: Marco Orantes Mancia
 Fátima Flores Martínez

Director País
 Analista financiero

morantes@scriesgo.com
fflores@scriesgo.com

1. CLASIFICACIÓN DE RIESGO

El análisis corresponde a la emisión con cargo al Fondo de Titularización de Inmuebles Ricorp Titularizadora La Guna-FTIRTLG- con información financiera no auditada a junio de 2023.

Con base en esta información, se otorgó la siguiente clasificación de riesgo:

Fondo de Titularización de Inmuebles Ricorp Titularizadora La Guna				
Emisión	Anterior		Actual	
	Clasificación	Perspectiva	Clasificación	Perspectiva
VTRTLG	Nivel 2	Estable	Nivel 2	Estable

**La clasificación no varió respecto a la anterior*

Explicación de la clasificación otorgada¹:

Nivel 2: acciones que presentan una muy buena combinación de solvencia y estabilidad en la rentabilidad del emisor, y volatilidad de sus retornos.

Perspectiva estable: se percibe una baja probabilidad de que la clasificación varíe en el mediano plazo.

*Las categorías de la clasificación de riesgo para valores de participación, son basadas en el Art.8 de la -NRP-07- Normas Técnicas sobre Obligaciones de Las Sociedades Clasificadoras y establecidas de acuerdo con lo estipulado en artículo 95-C, de la Ley del Mercado de Valores

SLV: Indicativo país para las clasificaciones que SCRiesgo otorga en El Salvador. El indicativo no forma parte de la escala de clasificación en El Salvador. La escala utilizada por la Clasificadora está en estricto apego a la Ley del Mercado

de Valores y a las Normas técnicas sobre las Obligaciones para las Sociedades Clasificadoras de Riesgo.

2. FUNDAMENTOS

Fortalezas

- El Fondo cuenta con una robusta estructura legal, la cual otorga seguridad jurídica. El marco normativo permite separar el activo de los riesgos del Originador.
- El sólido posicionamiento de Inversiones Bolívar S.A. supervisando desarrollos inmobiliarios. También, posee adecuadas políticas de gobierno corporativo fortalecidas por un equipo directivo de alta trayectoria empresarial.
- El soporte financiero, técnico y logístico que en opinión de SCRiesgo, Grupo de Sola brindaría al Fondo en caso este lo necesite.
- La ubicación geográfica del Centro Comercial resulta estratégica y atractiva para marcas altamente consumibles.
- El inmueble incorpora instalaciones modernas que brindan un alto nivel de competencias. Los servicios adicionales que vinculan espacios familiares generan un aspecto diferenciador frente a sus competidores cercanos.
- El modelo de negocios de centro comerciales permite alcanzar una alta diversificación por tipo de inquilino y tipo de servicios. Lo cual permite mitigar entornos de baja actividad económica y concentración de ingresos.

“La opinión del Consejo de Clasificación de Riesgo no constituirá una sugerencia o recomendación para invertir, ni un aval o garantía de la emisión; sino un factor complementario a las decisiones de inversión; pero los miembros del Consejo serán responsables de una opinión en la que se haya comprobado deficiencia o mala intención, y estarán sujetos a las sanciones legales pertinentes.”

¹ El detalle de toda la escala de calificación que utiliza la Calificadoras podrá ser consultado en nuestra página www.scriesgo.com

- Alto porcentaje de ocupación y ausencia de morosidad.

Retos

- Mantener una estructura óptima de financiamiento durante la vida de la emisión.
- Adaptar de manera eficiente la estrategia comercial en un débil entorno económico, inflación creciente y alta competitividad, será clave para alcanzar rendimientos satisfactorios.
- Bajo reconocimiento de marca.
- Fortalecer los aspectos que permitan al centro comercial Pasares, diferenciarse del resto de sus pares. Los altos niveles de competitividad generan desafíos en términos de comercialización.

Oportunidades

- Alta demanda de inquilinos en el sector de centros comerciales.
- Flujo de remesas familiares destinado al sector consumo.
- Desarrollo de carreteras, y población urbana en crecimiento.

Amenazas

- El entorno económico de lento crecimiento, aunado a la intensificación del riesgo país y endurecimiento de las condiciones de financiamiento podría dificultar la atracción de clientes potenciales al sector inmobiliario.
- Alta competencia en su área de influencia directa.
- Reducciones sostenidas en los niveles de ocupación podrían afectar la generación de flujo al Fondo.
- Modificaciones en la regulación entorno a las Titularizaciones podrían dificultar el ambiente operativo y de negocios.

3. RESUMEN

Grupo de Sola a través de Inversiones Bolívar S.A. de C.V. y su subsidiaria, Inversiones La Guna S.A de C.V en adelante (La Guna, Originador o Cedente); ha titularizado activos

para la construcción y comercialización del centro comercial Pasares, ubicado en el municipio de San Juan Opico. La Guna es una empresa creada exclusivamente para la explotación de desarrollos inmobiliarios para fines comerciales, vivienda, industriales, corporativos, entre otros.

La sociedad Ricorp Titularizadora S.A. (en adelante la Titularizadora); es la encargada de administrar el Fondo con el propósito de desarrollar el proyecto para su administración, operación y alquiler. La inversión total del proyecto se ha estimado en USD13.4 millones. La Titularizadora designó a la Sociedad Administradora de Inmuebles, S.A. de C.V. (en adelante AISA); como administrador y a Inversiones Bolívar S.A. de C.V. como comercializador del inmueble. La inversión generará la rentabilidad a través de dividendos para los tenedores de los valores de titularización que se emitan con cargo al Fondo.

La construcción se desarrolla en dos fases, en un terreno que suma un área de 44,304.74 mts². En la primera fase, se construye el centro comercial Pasares, en un área superficial de 26,961.39 mts²; 61.0% del terreno. El área rentable de la **fase 1** es de 6,136 mts² y fue construida en dos partes. **La fase 2** quedaría para un proyecto futuro cuyo diseño y uso dependerá de las decisiones estratégicas del Grupo y las demandas imperantes en la zona. Actualmente, se encuentra en proceso de terracería y mantenimiento de protección del terreno, dicho proyecto se desarrolla en un Área de 17,343.35 mts².

El desarrollo tiene una ubicación estratégica. Las conexiones viales unen a municipios con niveles poblacionales altos, con una buena capacidad de consumo, un importante porcentaje de población económicamente activa, un alto tráfico vehicular y de alta incidencia en la recepción de remesas familiares. El radio operativo del proyecto abarca municipios importantes como: Lourdes Colón, San Juan Opico y parte de Quezaltepeque. El Inmueble albergará un conjunto de instalaciones modernas que combina distintos servicios dentro de un solo sitio (áreas comunes, parqueos, comercios, anclas y zonas verdes).

La Guna transfirió a la Titularizadora en favor del Fondo: el terreno, inmueble en desarrollo, permisos, planos, diseños arquitectónicos y demás especialidades constructivas por medio de un contrato de permuta y de cesión de derechos patrimoniales; a cambio, el Fondo a través de la Titularizadora entregó valores de participación.

Inicialmente, el Fondo colocó las siguientes series: **serie A:** USD2,230,00.00 (terreno, planos, diseños y permisos). **Serie B:** USD300,000.00 y **Otras series:** que sin perjuicio de los aportes iniciales se podrán colocar hasta USD4,353,000.00, en caso el proyecto lo necesite y según los términos acordados en contrato de titularización. Por acuerdo razonado, la Junta Directiva de la Titularizadora, y con previa autorización de la Junta de Tenedores de Valores del Fondo, se podrá incrementar el monto de la emisión.

Para completar la estructura financiera del proyecto, el Fondo está en proceso de adquirir deuda bancaria por USD10,405,000 millones, dicha obligación tendrá un plazo de 20 años y dieciocho meses de periodo de gracia. Los flujos que soportan la emisión y que servirán para el pago de los dividendos a los inversionistas provendrán de la generación de ingresos del proyecto (centro comercial pasares). El pago de dividendos de los valores de titularización, estará respaldado por el patrimonio del Fondo, y se servirá de la adquisición del inmueble que se utilizará para el desarrollo del proyecto: Centro Comercial Pasares. El inmueble fue valuado por la sociedad Geoterra Ingenieros, S.A. de C.V. Perito valuador inscrito en el Registro Público Bursátil bajo el asiento número PV 0167-2011. De acuerdo con los expertos la valuación es de un monto de USD1,950,000.00.

Valores de Titularización – Títulos de Participación con cargo al Fondo de Titularización de Inmuebles Ricorp Titularizadora La Guna “VTIRTLG”.	
Emisor	FTIRTLG
Estructurador:	Ricorp Titularizadora, S.A.
Originador:	Inversiones La Guna, S.A. de C.V.
Custodia-Depósito:	Anotaciones electrónicas depositadas en los registros electrónicos de CEDEVAL, S.A. de C.V.
Monto:	Hasta por USD4,353,000.00
Valores:	Hasta 5,323.
Series:	Serie A: 2,230 Otras series: 3,070
Plazo:	De hasta 23 años.
Protección	El pago de dividendos de los valores de titularización, estará respaldado por el patrimonio del Fondo.
Pago:	El Fondo de Titularización pagará dividendos al menos una vez al año.
Uso de fondos	Capital de trabajo para el desarrollo del proyecto.
Colocación	USD 2,553,000.00

Fuente: Ricorp Titularizadora

4. CONTEXTO ECONÓMICO

3.1. Análisis de la plaza local

A junio de 2023, el PIB aumentó en 3.0% ligeramente mayor al 2.9% de junio de 2022. La dinámica fue favorecida por el desempeño del sector construcción (+22.8%), relacionado con la ejecución de proyectos públicos de infraestructura, elevada inversión privada en proyectos residenciales, de turismo y comercio, y una mayor estabilidad en los precios de los insumos. Actualmente, se desarrollan iniciativas para dinamizar sectores como el eléctrico y actividades turísticas.

El país ha experimentado una creciente inflación desde 2021, explicado por la afectación de las cadenas de suministro, y el alza en los combustibles. Actualmente, se observa una tendencia decreciente, puntuando en junio de 2023 un 3.8% desde un 7.8% del año anterior. Los segmentos de restaurantes y hoteles (+7.0%), alimentos y bebidas no alcohólicas (+6.9%) y, bienes y servicios diversos (+5.9%) fueron los segmentos de mayor incremento. Por otra parte, el Índice de Precios al Productor (IPP) se elevó en 3.6% (junio 2022: +5.7%).

A nivel fiscal, aún se presentan desafíos entorno a la estructura de gastos con fuentes de financiamiento limitados, y presionados por los altos niveles de deuda. Actualmente, el Gobierno está en un proceso de modernización de los servicios públicos para mejorar la base tributaria, y reducir la evasión y elusión fiscal. La calificadora internacional *Moody's Investor Service* mantiene la calificación soberana del país en Caa3, con perspectiva estable. La agencia considera que aún se presentan altas necesidades de financiamiento, exacerbadas por el débil acceso a los mercados de capital internacionales, una posición fiscal aún vulnerable con altos costos de deuda, y sin un marco fiscal y de financiamiento para el mediano plazo.

En un contexto de elevada inflación y el limitado espacio fiscal, las proyecciones del Banco Central de Reserva de El Salvador (BCR) estiman un crecimiento económico del 2.6%; organismos internacionales como el Fondo Monetario Internacional (FMI) contemplan un 2.4%; el Banco Mundial un 2.3% y 2.1% según la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (Cepal).

3.2. Producción nacional

Al primer semestre de 2023, la economía salvadoreña fue impulsada por el aumento en la actividad en los sectores construcción (+22.8%), electricidad (+16.8%), servicios profesionales (+11.4%), explotación de minas y canteras (+9.4%). El resultado ha sido favorecido por la reducción en los índices de criminalidad incentivando la inversión, desarrollo de proyectos de inversión pública y privada, la modernización y digitalización de servicios públicos, y el turismo fomentado por actividades deportivas

3.3. Finanzas públicas

Los ingresos totales del Sector Público No Financiero (SPNF) aumentaron en 1.7% a junio de 2023 en relación al 17.5% reportado el año anterior; el 82.5% corresponden a los tributarios, los cuales disminuyeron en 1.2%. El comportamiento estuvo influenciado, por la reducción en los impuestos relacionados a las importaciones (-11.5%) dado el menor volumen percibido en la actividad comercial (junio 2023: -10.2%), y de los impuestos selectivos al consumo (-1.6%).

En relación con el gasto público, se muestra mayor eficiencia en el SPNF, el cual totalizó USD4,305.8 millones, luego de un aumento interanual del 3.2%, menor al 4.3% reportado en junio de 2022. El gasto se concentró en un 87.8% en gasto corriente y el resto en gasto de capital. Históricamente, los egresos públicos han estado orientados a solventar las obligaciones inmediatas del Gobierno.

Resultado de la dinámica de ingresos y gastos, se registró ahorro primario del SPNF por USD539.1 millones y el superávit total en USD17.6 millones (junio 2022: -USD67.4 millones). Bajo las proyecciones actuales representaría el 0.1% del PIB frente al -0.4% del año anterior. De los desembolsos ejecutados, USD695.6 millones corresponden a intereses de deuda (16.1% de los ingresos), y USD2,450.1 millones (+6.1%) en gasto de consumo, el 56.9% del total.

A partir de abril de 2023, la deuda pública relacionada con pensiones se excluye del registro del SPNF, debido a los cambios establecidos en la nueva reforma de pensiones aprobada en 2022. La deuda previsional que totalizaba USD6,184.7 millones se trasladó a las obligaciones del nuevo Instituto Salvadoreño de Pensiones (ISP). En

consecuencia, la actual deuda del SPNF suma USD18,361.3 millones y percibió un aumento del 4.6% (deuda sin pensiones junio 2022: USD17,553.7 millones).

A junio de 2023, la deuda del SPNF representa el 51.9% del PIB proyectado¹, relativamente menor al reportando en junio de 2022 de 54.0% del PIB (sin pensiones) y del 72.3% considerando pensiones; favorecido por la dinámica de un mayor denominador y cambios contables realizados. Según la clasificación de la deuda, el 62.3% corresponde a acreedores externos y el 37.7% a internos.

3.4. Comercio exterior

Durante el primer semestre de 2023, las exportaciones registraron USD3,439.3 millones, una reducción del 7.2% en relación a junio de 2022 (USD3,707.0 millones). Los sectores más impactados fueron las maquilas (-17.1%), la industria manufacturera (-5.7%) y el sector primario² (-11.2%). Los principales socios estratégicos comprenden a Estados Unidos con el 36.7% de las exportaciones, seguido de los pares centroamericanos (45.2%), México (2.9%) y Canadá (2.7%). Por su parte, las importaciones totales sumaron USD7,786.3 millones, una reducción del 10.1% en relación a junio de 2022.

3.5. Inversión extranjera directa

A junio de 2023, los flujos de IED netos totalizaron USD262.6 millones, lo que implicó una posición superavitaria a lo observado en igual periodo del año anterior, donde se experimentó salidas de IED por USD283.8 millones. Este comportamiento está vinculado al aumento en la entrada de capitales en la industria manufacturera (USD149.7 millones), específicamente; en actividades como fabricación de bebidas, productos minerales y alimenticios; además del sector servicios de comunicaciones (USD57.4 millones) y electricidad (USD51.7 millones).

En contrapeso, se perciben salidas de flujos de las actividades agropecuarias (USD2.2 millones) y, las financieras y de seguros (USD4.4 millones). España con USD105.3 millones, México con USD94.1 millones y Estados Unidos con USD78.7 millones fueron los países con mayores aportes en la IED durante el periodo.

¹ Proyección PIB: USD35,367.9 millones (Ministerio de Hacienda).

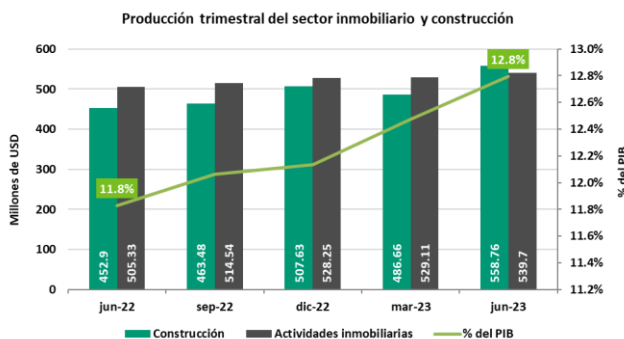
² Compuesto por agricultura, ganadería, silvicultura y pesca.

3.6. Remesas familiares

A junio de 2023, las remesas familiares totalizaron USD4,019.8 millones (PIB: 12.6%), un aumento del 5.2%, mayor al 3.8% registrado en junio de 2022. Históricamente, las remesas han constituido una base importante para satisfacer la demanda interna y potenciar consumo de los hogares. En promedio el 41.9% del total corresponden a operaciones de hasta USD499.9, y un 20.2% entre USD500 y USD999.9. Del total de remesas, el 93.2% provienen de envíos desde Estados Unidos, seguido de Canadá (0.9%), España (0.5%), Italia (0.5%) y Reino Unido (0.2%).

5. Sector inmobiliario y construcción

A junio de 2023, la actividad económica combinada del sector inmobiliario y construcción representó el 12.8% del PIB, superior al 11.8% registrado en junio de 2022. El crecimiento de la construcción fue de 23.4%, mientras que, para actividades inmobiliarias registró 6.8%. Ambos sectores contribuyen a la economía, por su influencia en los encadenamientos productivos en diversos rubros, incluyendo el comercio, la industria, el transporte, el turismo y la banca.



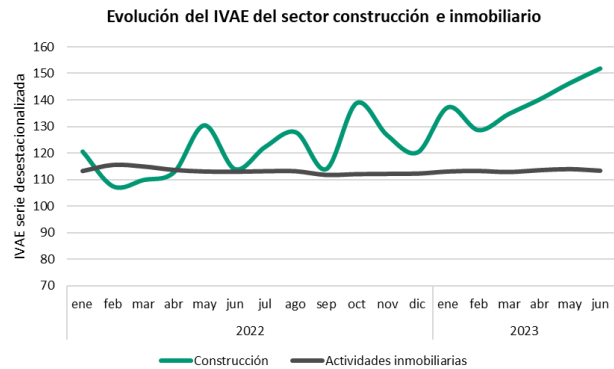
Fuente: Elaboración propia con base a datos del BCR El Salvador.

No obstante, los elevados niveles de inflación han presionado los precios al alza de las materias primas de construcción. También, la industria experimenta una escasez de mano de obra debido al incremento de proyectos públicos y privados. El Índice de Volumen de Actividad Económica (IVAE) del sector construcción continúa su tendencia de crecimiento en el corto plazo, registrando una tasa de 33.2% interanual en junio de 2023.

La Cámara Salvadoreña de la Industria de la Construcción (CASALCO) proyecta que el sector cerrará con una inversión pública y privada de USD1,937.0 millones en 2023. La

gremial estima que el sector estaría alcanzando los 150,000 empleos entre directos e indirectos, debido a proyectos como el Viaducto Los Chorros, el edificio de la Fiscalía General de la República (FGR) y otras obras relacionadas a telecomunicaciones, eficiencia energética, salud, medio ambiente, educación, seguridad, entre otros.

El IVAE desestacionalizado del sector inmobiliario mantuvo un comportamiento estable en el último año, reportando una tasa de crecimiento de 0.4% para junio de 2023. El sector está percibiendo una demanda considerable de viviendas en sectores como: San Salvador, Antiguo Cuscatlán, Nuevo Cuscatlán, y Carretera al puerto de la Libertad. Según cifras de CASALCO, el 75% de los desarrollos habitacionales que aglomera la gremial son proyectos verticales y el restante horizontal. Situación que se explica por los cambios en patrones culturales, modernización y reducción en composición de los miembros de las familias salvadoreñas.



Fuente: Elaboración propia con base a datos del BCR El Salvador.

El sector inmobiliario ha presentado importantes presiones por el incremento de las tasas de interés, y reducción en el apalancamiento de los proyectos por parte de la banca comercial. Los créditos para vivienda totalizaron un 16.8% de la cartera crediticia de los bancos comerciales y, el 5.3% para construcción en junio de 2023 (junio 2022: 17.5% y 5.1%, respectivamente). El sector continúa afectado por la adopción del trabajo remoto por parte de las empresas, lo cual reduce las necesidades de espacio de oficina.

En los últimos tres años el sector construcción ha enfrentado múltiples desafíos, como los efectos de la pandemia, el conflicto en el este europeo, la tendencia creciente de los tipos de interés, la escasez de contenedores e incremento en el precio del petróleo; factores que de manera conjunta han contribuido al encarecimiento de materiales de construcción, especialmente del asfalto,

como subproducto del petróleo crudo. De acuerdo con CASALCO, los precios promedio de los materiales de producción están comenzando a normalizarse; a junio del año en curso, experimentaron una caída de 3.7% interanual.

En opinión de SCR El Salvador, los sectores construcción e inmobiliario continuarán afectados por los shocks internacionales; en tal sentido, el ajuste de precios y los planes de contingencia, serán clave para asegurar la operación de las obras en curso. Los proyectos en infraestructura pública continuarán como los de mayor aporte a la dinámica del sector para generar nuevos canales de inversión, y empleos.

6. SOCIEDAD TITULARIZADORA

La Ley de Titularización de Activos aprobada por la Asamblea Legislativa en el año 2007, regula las operaciones que se realizan en el proceso de titularización de activos, a las personas que participan en dicho proceso y a los valores emitidos en el mismo. En tal contexto, Ricorp Titularizadora, S.A. (en adelante la Titularizadora) recibió la autorización por parte de la SSF el 28 de julio de 2011 en sesión No. CD-15/2011. Por su parte, el inicio de operaciones fue autorizado en sesión No. CD-12/2011 celebrada en fecha siete de diciembre de 2011.

Como sociedad titularizadora autorizada por el regulador local para constituir, integrar y administrar fondos de titularización y emitir valores con cargo a dichos fondos, la compañía realiza sus procesos empresariales mediante las actividades, estudios de factibilidad de titularización, titularización, colocación y administración de las emisiones.

La Titularizadora tiene una amplia experiencia administrando fondos de titularización de flujos futuros y de activos inmobiliarios, de estos últimos figuran: i) Fondo de Titularización Inmuebles Ricorp Titularizadora Millennium Plaza ii) Fondo de Titularización de Inmuebles Ricorp Titularizadora Torre Sole Blú Uno; iii) Fondo de Titularización Inmuebles Ricorp Titularizadora La Guna y iv), Fondo de Titularización Inmuebles Ricorp Titularizadora Montreal Uno. La Titularizadora cuenta con un equipo humano de gran experiencia en el sector inmobiliario.

Ricorp Titularizadora cuenta con una estructura orgánica que en nuestra opinión está acorde a sus funciones y responsabilidades. La Junta General de Accionistas es la máxima autoridad y delega en la Junta Directiva la administración, toma de decisiones y ejecución del plan

estratégico. La Junta Directiva nombra al Director Ejecutivo, quien responde por el funcionamiento de sus diferentes gerencias. La Titularizadora cuenta con una oficialía de cumplimiento, unidad de riesgos y auditoría interna en estricto apego a la normativa local.

La Junta Directiva está integrada por siete miembros titulares, con igual número de suplentes. A la fecha, la regulación local no exige el nombramiento de miembros independientes. Debido a su naturaleza regulada y supervisada por la SSF, las políticas de gobernanza corporativa están bien definidas y autorizadas por la alta administración. Las políticas de gobierno corporativo han sido continuamente actualizadas y están acompañadas por políticas de ética y conducta, de manera que el perfil de Ricorp en la gestión de la emisión es neutral en la clasificación otorgada.

Los miembros de Junta Directiva y el equipo gerencial cuentan con experiencia amplia, tanto en el sector financiero, mercado de valores, como en la titularización de activos. Lo anterior, ha generado condiciones para avanzar con las estrategias establecidas. Cabe señalar, que la Titularizadora, gestiona varias transacciones importantes en el mercado de valores. En este sentido, las prácticas corporativas de Ricorp son adecuadas y su cultura empresarial es definida acorde a sus buenas prácticas. Pertenece a un grupo de amplia trayectoria y experiencia en el mercado financiero y de valores local. Como parte de la estructura de gobierno corporativo, dispone de diversos comités que permiten dar seguimiento, gestión de riesgos y control interno periódico a través de sus políticas y manuales a áreas como:

- La administración integral de riesgos por medio de un Comité de riesgos, que incluye la identificación, evaluación, medición y mitigación de los riesgos.
- El cumplimiento de políticas de ética y conducta por medio de un Comité de ética y conducta.
- La verificación del control interno y cumplimiento de la sociedad por medio de un Comité de auditoría.
- La gestión integral del riesgo de lavado de dinero a través de un Comité de prevención de lavado de dinero.
- Seguimiento a los fondos inmobiliarios con construcciones a través de un Comité de construcción donde participan miembros de la Junta Directiva, alta gerencia y un gestor de proyectos inmobiliarios.

El Comité de construcción toma de decisiones estrictamente relacionada a los proyectos de infraestructura. Entre las funciones está: la revisión de los

informes de obra, financiero, legal, de comercialización, así como el avance y detalle de los mismos. Además, analizar la parte técnica de la obra, así como la aprobación de órdenes de cambio.

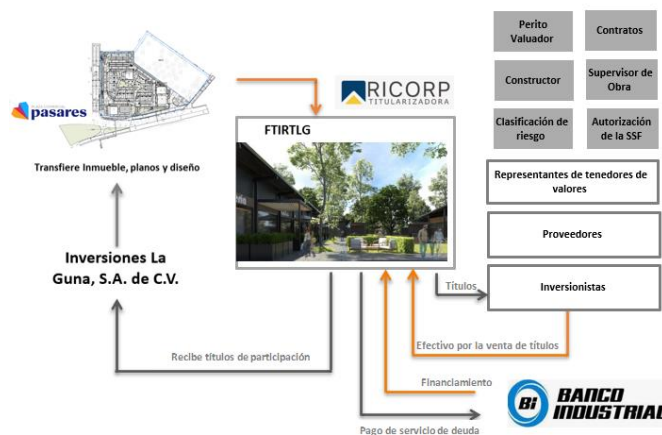
La Titularizadora cuenta con un plan estratégico dirigido al fortalecimiento integral, con el propósito de crear alternativas innovadoras de titularizaciones, consolidación de sus diferentes líneas de negocios y fortalecer alianzas estratégicas. El vínculo entre el Fondo en análisis, y la Sociedad Titularizadora que lo administra se reduce a la gestión y representación del Fondo, el cual de acuerdo a los documentos analizados está en apego a la normativa local. Los riesgos financieros y crediticios entre el Fondo y la Titularizadora son independientes y separados a través de patrimonios autónomos. No obstante, de generarse riesgos reputacionales de la Sociedad Titularizadora podría afectar el desempeño del Fondo.

Cabe señalar que los Tenedores de Valores podrán perseguir el reconocimiento de sus derechos y el cumplimiento de las obligaciones de pago de sus valores en los activos del Fondo de Titularización y en los bienes de la Titularizadora, según lo contemplado en el artículo 25 de la Ley de Titularización de Activos.

7. PROCESO DE TITULARIZACIÓN

El Originador cedió al Fondo, el inmueble en desarrollo, dichas transferencias se realizaron en virtud del contrato de permuta que a título oneroso suscribieron las partes interesadas. Por su parte, los permisos, planos y derechos y demás especialidades constructivas se efectuaron por medio de contrato de cesión de derechos.

Estructura Operativa de la Transacción



Fuente: Ricorp Titularizadora, S.A.

7.1 Componentes de la estructura

Originador: Inversiones La Guna S.A. de C.V.

Estructurador: Ricorp Titularizadora, S.A.

Emisor: la Titularizadora con cargo al Fondo de Titularización de Inmuebles Ricorp Titularizadora La Guna.

Patrimonio autónomo: el patrimonio del Fondo de Titularización de Inmuebles Ricorp Titularizadora La Guna (FTIRTLG); se ha creado como patrimonio independiente y separado de los riesgos del Originador y de la sociedad Titularizadora.

Cuenta colectora: cuenta corriente abierta por el Comisionista y la Titularizadora, para recibir los fondos provenientes de la operación, ventas, alquileres y cualquier otro ingreso relacionado con la operación del centro comercial Pasares. Dicha cuenta tendrá restricciones para el Originador y la Titularizadora. Su finalidad única y exclusiva, será para la colecturía de los fondos antes mencionados.

Cuenta discrecional: Administrada por la Titularizadora, y concentra todos los ingresos del Fondo, incluyendo los provenientes de la colocación de los títulos, según corresponda. Su función es mantener los fondos que serán empleados para realizar los pagos en beneficio de los Tenedores de los Valores y demás acreedores del Fondo según el orden establecido en la prelación de pagos según el contrato de titularización.

Cuentas restringidas: la Titularizadora podrá constituir en cualquier momento con cargo al Fondo, cuentas restringidas para resguardar fondos de respaldo al pago de las obligaciones con los acreedores bancarios.

Cuenta de Construcción: Abierta por la Titularizadora a nombre del Fondo durante la etapa de construcción, servirá para recibir los fondos provenientes de los desembolsos a efecto de cubrir los costos de construcción del proyecto, y para capital de trabajo.

7.1 Contrato de permuta y contrato de cesión de derechos

Objeto de los contratos. Por medio de estos instrumentos, La Guna S.A. transferirá el inmueble, los permisos, diseños y demás derechos patrimoniales, para ser incorporados al Fondo para su administración. Por su parte, la Titularizadora

en su calidad de administradora otorgará a cambio de dichos activos títulos de participación. De conformidad, con el análisis legal el proyecto del contrato de permuta trata de una transferencia de dominio pura y simple. Lo anterior, está en estricto cumplimiento con el Art. 48 de la Ley de Titularización de Activos.

Cabe señalar, que para tales efectos el inmueble tiene que estar libre de gravámenes. La Ley antes mencionada en su Art. 45, prohíbe titularizar activos que no tengan ese estatus. Al respecto, en el proyecto del contrato de permuta; en la Cláusula II, literal A) Declaraciones del permutante 4 y 5, el Originador declara que de acuerdo con las certificaciones extractadas extendidas por el Registro de Propiedad los inmuebles a titularizar están libres de gravamen.

7.2 Política de dividendos

La Titularizadora con cargo al Fondo, pagará dividendos según la prelación de pagos establecida en el contrato de titularización y a prorrata del número de títulos de participación de acuerdo a la siguiente política:

Periodicidad de distribución. El Fondo distribuirá dividendos al menos una vez al año.

Fecha de corte para determinar a los inversionistas. Se pagarán los dividendos a los Tenedores de Valores que se encuentren registrados en CEDEVAL, tres días hábiles antes de la fecha de pago de los dividendos.

Fecha de Pago de los dividendos. Se pagarán los dividendos tres días hábiles después de la fecha de declaración de dividendos.

Fecha de declaración de dividendos. La Titularizadora, a través del Comité que corresponda, luego de realizada la primera colocación de los títulos, declarará la distribución de Dividendos, conforme a su política, a más tardar el último día hábil del mes o en la fecha en que se reúna el Comité correspondiente para tal efecto.

Determinación del monto a distribuir. Se repartirán los excedentes acumulados con todos los fondos disponibles a la Fecha de Declaración de Dividendos en exceso del uno por ciento (1.00%) del valor del Activo Neto al cierre del mes de diciembre.

La repartición de dividendos. Se podrá ejecutar siempre y cuando: i) no existan atrasos en el pago de cualquier pasivo bancario ii) el Fondo deberá encontrarse en cumplimiento de las condiciones especiales pactadas con los acreedores bancarios.

7.3 Prolación de pagos

Sin perjuicio de las facultades del administrador del inmueble, todo pago se hará por cuenta de la Titularizadora, con cargo al Fondo, a través de la cuenta de depósito bancaria denominada cuenta discrecional para cada fecha de pago en el siguiente orden: i) el pago de deuda tributaria; ii) pagos a favor de los acreedores financieros; iii) comisiones a la Titularizadora; iv) el saldo de costos y gastos adeudados a terceros, de conformidad a lo previsto en el contrato de titularización; v) constitución de Reservas de Excedentes, en caso de ser necesario. vi) pago de dividendos, de conformidad a las definiciones y políticas establecidas en este contrato.

7.4 Procedimiento de redención anticipada

A partir del octavo año de la emisión y siempre que no existan obligaciones pendientes de pago con acreedores bancarios, los valores de titularización podrán ser redimidos total o parcialmente en forma anticipada a prorrata del valor del activo neto con un pre aviso mínimo de noventa días de anticipación, siendo comunicado a la SSF, Bolsa de Valores, CEDEVAL y al representante de tenedores de valores. La redención anticipada de los valores y la determinación del precio podrán ser acordadas únicamente por la Junta Directiva de Ricorp Titularizadora, S.A. debiendo realizarse a través de CEDEVAL. El Fondo por medio de la Titularizadora, deberá informar al Representante de Tenedores, a la SSF, a la BVES y a CEDEVAL con quince días de anticipación.

Luego de la fecha de redención anticipada (parcial o total); y si hubiese Valores de Titularización redimidos que los Tenedores de Valores no hayan hecho efectivo su pago, la Titularizadora mantendrá hasta por ciento ochenta días más el monto pendiente de pago de los valores redimidos, el cual estará depositado en la Cuenta Discrecional.

7.5 Inembargabilidad

De conformidad al artículo 58 de la Ley de Titularización de Activos, los activos que integran el Fondo de Titularización

no podrán ser embargados ni sujetarse a ningún tipo de medida cautelar o preventiva por los acreedores del Originador, de la Titularizadora, del Representante de los Tenedores de Valores o de los Tenedores de Valores. No obstante, los acreedores de los tenedores de valores podrán perseguir los derechos y beneficios que les corresponda, respecto de los valores de los cuales son propietarios. Por su parte, los Tenedores de Valores podrán perseguir el reconocimiento de sus derechos y el cumplimiento de las obligaciones de pago de sus valores en los activos del Fondo y en los bienes de la Titularizadora en el caso contemplado en el artículo 25 de dicha Ley.

7.6 Política de Liquidez.

El Fondo deberá mantener en todo momento en su cuenta de disponibilidades de efectivo, bancos y cartera de inversiones financieras a plazo menores a seis meses, un mínimo del uno por ciento del valor del Activo Neto.

7.7 Política de financiamiento

El Fondo con previa autorización de la Junta Extraordinaria de Tenedores, podrá adquirir financiamiento y cualquier otro tipo de préstamo posteriormente a la emisión de valores conforme a las condiciones y tasas de mercado, con instituciones bancarias o de crédito legalmente autorizadas para realizar operaciones activas en El Salvador, una autoridad Estatal competente para dicho efecto o institución extranjera, con sujeción a los siguientes parámetros: que la adquisición de financiamiento por parte del Fondo de Titularización tenga como finalidad: a) la construcción inicialmente del proyecto comercial Plaza Comercial Pasares, y cualquier nueva etapa, ampliación o mejoras en el Inmueble; b) Para atender necesidades transitorias de liquidez; c) Para cualquier otro destino que sea aprobado por la Junta General de Tenedores de Valores.

Límite de financiamiento: El Fondo podrá adquirir deuda con Acreedores Financieros, pudiendo contabilizar en sus libros un monto máximo al equivalente al cien por ciento (100.00%) del Valor del Patrimonio Autónomo al cierre del mes inmediato anterior a la solicitud de desembolso del crédito. Las modificaciones al porcentaje de financiamiento requieren de autorización de la Junta Extraordinaria de Tenedores.

Garantías: La Junta General Extraordinaria de Tenedores de Valores podrá autorizar dar en garantía los activos del Fondo.

Plazo: En ningún caso, el plazo del crédito podrá ser mayor a veinticinco años.

Administración del financiamiento: La Titularizadora será la encargada de pactar los términos y condiciones de los financiamientos con los Acreedores Financieros, además de velar por el repago oportuno y por el cumplimiento de todas las condiciones establecidas en los contratos de financiamiento. Queda expresamente autorizada la Sociedad Titularizadora para: i) pactar condiciones especiales y financieras de cumplimiento obligatorio con los acreedores financieros; y ii) realizar prepagos de capital.

7.8 Procedimiento en caso de liquidación

Corresponde a Titularizadora y a los representantes de los tenedores de valores emitidos con cargo al Fondo, solicitar a la SSF que declare la procedencia de liquidar el Fondo. La solicitud deberá realizarse en la forma establecida en la Ley de Titularización de Activos y en la normativa aplicable. Se deberá seguir el orden de prelación de pagos detallado en el Art. 70 de la Ley de Titularización de Activos, como sigue: 1) Deuda Tributaria. 2) Obligaciones a favor de tenedores de valores. 3) Otros saldos adeudados a terceros. 4) Comisiones por gestión a favor de la Titularizadora y 5) Cualquier otro excedente se le devolverá al originador.

8. ORIGINADOR

Inversiones La Guna S.A. de C.V (Originador), es subsidiaria de Inversiones Bolivar S.A. de C.V. la cual, pertenece al Grupo Empresarial De Sola uno de los grupos empresariales más importantes, y de gran tradición en El Salvador. Es un Grupo formado por la visión empresarial de la familia De Sola. Desde 1896, el Grupo ha acumulado experiencia en diversos sectores empresariales y económicos; entre los que figuran, el sector café, bancario, educativo, constructor, asegurador, agroindustrial, inmobiliario, entre otros.

Desde 1960, el Grupo enfocó parte de su estrategia al desarrollo inmobiliario a través de Inversiones Bolivar, corporación que en la actualidad, tiene una sólida reputación en el desarrollo y comercialización de proyectos

habitacionales, comerciales, corporativos y turísticos. Entre estos: Plaza Merliot (44,000 mts²), Hotel Barceló (25,506.28 mts²); Torres Campestre (38,817.56 mts²), Residencial Santa Rosa (122,885 mts²); Torre Kinetica (30,634.09 mts²); Casa 5 (26,460.10 mts²); por mencionar algunos. En los últimos años, el modelo de negocio ha estado determinado por el desarrollo y explotación de inmuebles principalmente para vivienda de tipo residencial y de tipo vertical para el segmento premium, y en menor medida para corporativos, centros comerciales y hoteles.

El Grupo se ha caracterizado por tener una gestión de negocios ordenada para el desarrollo de inmuebles en los países donde opera. Inversiones Bolívar ha tenido un proceso de expansión cuidadoso, implementando inteligencia de mercado, alta calidad académica y empresarial en todos sus puestos direccionales y mandos medios. La estrategia comercial es respaldada por estudios de mercado y de factibilidad técnica económica. Lo anterior demuestra el compromiso por parte del Originador para desarrollar sus proyectos y negocios.

Inversiones La Guna S.A. fue constituida el 21 de noviembre de 2019, tiempo que la convierte en una empresa de reciente constitución. Su actividad principal es el desarrollo y comercialización de inmuebles para fines de vivienda, comerciales, industriales entre otros. En 2021, cerró con activos por USD1.8 millones; donde figuró como único proyecto en desarrollo el centro comercial Pasares. En nuestra opinión, existe un gran vínculo reputacional entre el Originador y el Grupo al cual pertenece, por lo que consideramos que existe un gran compromiso significativo del Grupo con el éxito del proyecto.

El desempeño de la actividad económica doméstica se pondera como factor de riesgo para el Originador, la alta correlación del ciclo económico y el poder adquisitivo en sus diferentes mercados meta incorpora una variable sensible en el modelo de negocios. No obstante, dentro del análisis efectuado por SCRiesgo se valoró la capacidad de los inmuebles para generar atracción entre los consumidores y su resiliencia para sortear las tensiones económicas en periodos de crisis. La relajación de medidas sanitarias, favorecidas por el control de la pandemia ha mejorado notablemente el ambiente operativo de los centros comerciales.

9. PROYECTO

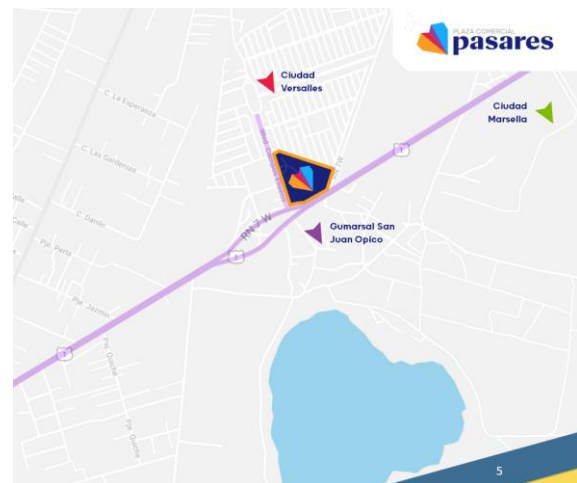
El Fondo tiene la administración del centro comercial denominado "Pasares"; con una extensión superficial de

44,304.74 mts², el cual se efectuará en dos fases. Para la fase 1 se utilizó un área de 26,961.39 mts² equivalente al 61% del terreno. El resto (17,343.35 mts²) corresponde a la fase 2 sería un proyecto que se desarrollara a futuro.

El inmueble está situado en la carretera Panamericana, Sitio del Niño, Boulevard Campos Eliseos, Ciudad Versalles; en el municipio de San Juan Opico; este último con una extensión territorial de 218 km², localizado en el departamento de La Libertad, y a 42 km de San Salvador. Dentro de su área de influencia directa y ampliada el uso del suelo urbano combina muchas áreas residenciales, comerciales, zonas industriales, y entidades institucionales.

El centro comercial integra diversos usos, entre estos: áreas de estacionamientos, locales comerciales, anclas y zonas recreativas. El desarrollo tendrá una ubicación estratégica con proximidades a carreteras principales entre las que revisten importancia: la reconocida carretera Panamericana, el recién construido periférico Claudia Lars y carretera a Quezaltepeque. Esto le genera al proyecto una alta probabilidad de tráfico favorecido por la interconexión con diferentes municipios ubicados en el área de influencia directa, y ampliada del Centro Comercial, abarcando municipios importantes como: Lourdes Colón, San Juan Opico y parte de Quezaltepeque.

Ubicación Geográfica

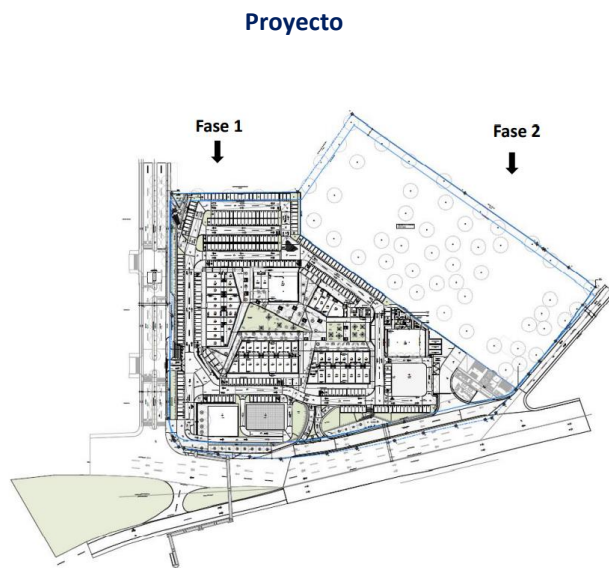


Fuente: Información proporcionada por el Originador

El desarrollo cuenta con 63 locales, 325 estacionamientos y diversas amenidades. En su totalidad la construcción en

áreas rentables será de 6,145 mts², zona verde 2,295.10 mts², aceras y circulaciones 1,904.79 mts². En metros cuadrados los comercios (36.4%); Pad (28.5%); Ancla (18.6%); comidas (15.3%); Kioscos (0.9%) y ATM (0.2%).

Dicho inmueble es exclusivo para arrendamientos de locales los cuales se clasifican en tres categorías i) **Anclas**. Locales que requieren de superficies muy grandes para operar; generan un alto tráfico de personas al centro comercial. Entre estos figuran los comercios y proveedores de entretenimiento, almacenes y tiendas. ii) **Locales comerciales**: locales pequeños o medianos que aglutinan diversos tipos de negocios y servicios. iii) **Locales de comida**. Locales pequeños que cuentan con una plaza común; comparten mesas, sillas, pantallas de televisión y áreas de entretenimiento infantil. iv) **Kioscos** locales de dimensiones reducidas para albergar distintos productos que no requieren de mucho espacio para ser vendidos.



Fuente: Información proporcionada por el Originador

El análisis incorpora la capacidad del centro comercial Pasares para generar un flujo de caja estable, con el apoyo de la vasta trayectoria de Grupo De Sola, a través de inversiones Bolívar desarrollando inmobiliarios para arrendamiento. SCR El Salvador, consideró las proyecciones de los costos de operación y las presiones que estos puedan generar en el flujo de caja. Lo anterior, con el propósito de determinar el nivel de capacidad del Fondo para realizar los pagos del servicio de la deuda.

Los supuestos en las proyecciones de los ingresos están fundamentados por los resultados del estudio de mercado

realizado por la empresa *DMA Business & Data Analytics*, asimismo los precios de arrendamiento para los demás servicios que brindará el proyecto. El desarrollo durante su etapa de construcción deberá contar en todo momento con una póliza de seguros global contra todo tipo de riesgo con el propósito de asegurar el 100% del valor de la obra al final del proyecto.

Las características del perfil de consumidores en el área influencia directa y ampliada se alinean con el estándar de servicios que brindará Pasares. La mayoría de marcas participantes en el proyecto son arrendatarios de locales con marcas altamente consumibles, lo cual es factor de peso para nuestro análisis. Los principales competidores en una zona directa y ampliada son: Metrocentro Lourdes, el Encuentro Lourdes, el Encuentro Opico, Mall Marcella, y Centro Comercial Pasatiempos. De los antes mencionados el primero es considerado un competidor relevante debido a su tamaño, ubicación y mezcla comercial.

Entorno competitivo

De acuerdo con el estudio de mercado, el proyecto tiene un potencial de tráfico altamente significativo. La interconectividad de las carreteras principales permite un tráfico promedio de 86,409 vehículos, de los cuales el 77% es de tráfico liviano. Aproximadamente, los municipios en habitantes promedian: Lourdes Colón (96,989); San Juan Opico (74,280) y Quezaltepeque (65,571). Combinando el área de influencia directa, y un entorno operativo ampliado se extiende a 895,122. El análisis reveló que los aspectos favorables del proyecto son: ubicación geográfica, alto tráfico de potenciales consumidores, significativo tráfico de paso, conexión de importantes carreteras, diseño moderno, diversificación de marcas, seguridad, diversas amenidades, amplio espacio en áreas verdes, y alto número de parques en relación con su tamaño.

En su área de influencia directa, el mercado se segmenta en dos regiones geográficas: i) municipio de Lourdes Colón, atendido por Metrocentro Lourdes, y el Encuentro Lourdes ii) el municipio de San Juan Opico, por el Encuentro Opico y Mall Marsella. De los antes mencionados, Metrocentro es el único con presencia significativa por tamaño y diversificación de comercios.

El área en general posee una oferta importante de restaurantes, establecimientos de comida, supermercado, ferreterías, *retail*, con condiciones de acceso favorables. También, se observa un número importante de inversiones inmobiliarias residenciales. Lo cual genera la expectativa de

mejorar las condiciones de mercado de los centros comerciales de la zona.

De manera combinada, el auge de centros comerciales pequeños genera un efecto muy competitivo, aunque limitado por la diversificación de servicios, tamaño y algunas veces parqueos, versus los de mayor tamaño. Sin embargo, en el área de influencia directa y ampliada no existe uno de las características de los grandes centros comerciales modernos. El perfil del centro comercial Pasares se adapta a la dimensión de su mercado objetivo.

9.1 Empresa constructora

Grupo CONCORDA es un conjunto de empresas experimentadas en la industria. Presta sus servicios en Diseño, Construcción, Supervisión y Consultoría. La constructora cuenta con veinticinco años experiencia comprobada y muestra una alta diversificación en servicios de construcción, desarrollando proyectos en los rubros de centros comerciales, comercios, residencial, supermercados, industriales y hoteleros. La empresa cuenta con la capacidad suficiente de recurso humano, técnico, logístico, maquinaria y operativo; para el desarrollo del proyecto. La trayectoria de la empresa constructora es un mitigante para los riesgos en las etapas de construcción.

9.2 Contrato de construcción

La obra en desarrollo (centro comercial Pasares), cuenta con un contrato, el cual se denomina: Contrato de Dirección y Administración Técnica en Obras de Construcción. Este contrato ha sido firmado por el Originador. El contrato podrá prorrogarse de común acuerdo entre las partes en estricto apego a la **Cláusula séptima- plazo de ejecución**, de contrato de construcción.

En dicho contrato, la Administradora del contrato (empresa constructora) es la única responsable de la gestión de todos los elementos de trabajo necesarios para la correcta ejecución de las obras, incluyendo la verificación de los procesos constructivos utilizados, tipo y calidad de materiales de construcción. Sus obligaciones para con el proyecto se encuentran estipulados en la **Cláusula décima sexta- Obligaciones de la Administradora**.

Cláusula decima octava- Obligaciones conjuntas: i) elaborar el presupuesto de las obras ii) establecer el

número y costo de las facilidades para cubrir los gastos generales para el desarrollo del proyecto iii) establecer un fondo rotativo inicial para cubrir los gastos de ejecución del proyecto. Será obligación del administrador la liquidación de dicho fondo rotativo. La Propietaria y/o la supervisión podrán realizar las auditorías al fondo rotativo las veces que estimen convenientes iv) determinar los contratos que se suscribirán con contratistas constructores, subcontratistas y proveedores de bienes y servicios v) establecer los cánones de arrendamiento de los equipos a utilizarse y del monto de anticipos correspondientes vi) establecer un comité de compras y evaluación de ofertas vii) desarrollar cualquier actividad que sea necesaria, para el cumplimiento de las obligaciones objeto del presente contrato.

Una vez integrado el Fondo, la Titularizadora firmará un nuevo contrato y solicitará que al contrato de construcción suscrito o cedido a favor del Fondo se adicione las garantías necesarias:

Garantía de buena inversión de anticipo: aquella que se otorga para garantizar que el anticipo efectivamente se aplique a la dotación y ejecución inicial del proyecto, la cual es necesaria presentar previo al desembolso por parte de la Titularizadora;

Garantía de cumplimiento de contrato: aquella que se otorga para asegurar que el contratista cumple con todas las cláusulas establecidas en el contrato y que la obra, el bien o servicio contratado, sea entregado y recibido a entera satisfacción.

Garantía de buena obra: aquella que se otorga para asegurar que el contratista responderá por fallas y desperfectos que le sean imputables durante el período que se establezca en el contrato. El plazo de vigencia de la garantía se contará a partir de la recepción definitiva de la obra; y

Otras garantías que la Titularizadora considere necesarias para garantizar la finalización del proyecto. Las garantías que se otorguen a favor del Fondo, deberán ser acorde al monto, riesgo y tipo de operación que se realice

Avance del proyecto

Fase I

En abril de 2022, se dio la orden de inicio para la construcción del proyecto. Para mitigar los riesgos de construcción el proyecto, cuenta con un seguro contra todo riesgo de construcción con Aseguradora Agrícola Comercial S.A (ACSA); por un valor de USD10,188,524.70 millones; con

vigencia comprendida del viernes 01 de abril de 2022, al día sábado 31 de diciembre de 2022, el cual podrá ser prorrogable. A la fecha del reporte, el avance físico general de la FASE I es del 100%. **La fase 2** quedaría para un proyecto futuro cuyo diseño y uso dependerá de las decisiones estratégicas del Grupo y las demandas imperantes en la zona. Actualmente, se encuentra en proceso de terracería y mantenimiento de protección del terreno, dicho proyecto se desarrolla en un Área de 17,343.35 mts².

Comercialización

La empresa comercializadora es Inversiones Bolívar S.A. de C.V. A la fecha de este análisis, el Inmueble tiene un nivel de ocupación de la FASE I del 86.9% de la primera de la primera Fase.

10. ANÁLISIS DEL FONDO

10.1 Antecedentes

En septiembre de 2022, fue autorizada por la Junta Directiva de Ricorp Titularizadora, S.A. la inscripción de la emisión con cargo al Fondo (sesión N° JD-17/2022). El 24 de febrero de 2023, el Consejo Directivo de la SSF autorizó el asiento registral de la emisión en el Registro Especial de emisiones de valores del Registro Público Bursátil (sesión N° CD-8/2023).

El Fondo quedó constituido en fecha 01 de marzo de 2023, siendo asentada la emisión bajo el asiento registral N° EM-0016-2023, el 24 de marzo de 2023. En sesión del Comité de Emisiones, Acta CE-10-2023 se autorizó la inscripción de la emisión en la Bolsa de Valores de El Salvador el 27 de marzo de 2023.

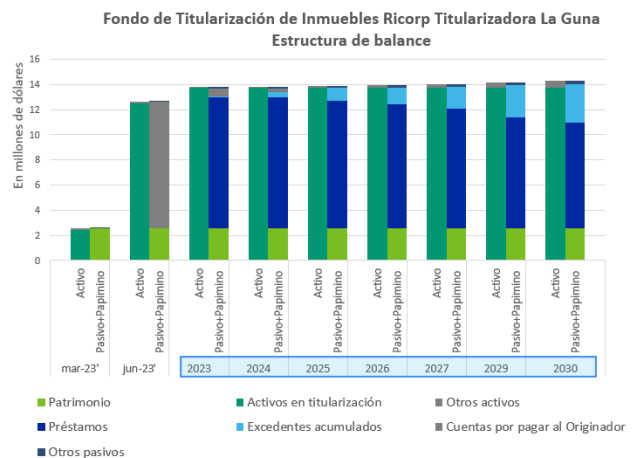
El activo titularizado (inmueble) fue transferido al Fondo, el 20 de marzo de 2023, mediante el otorgamiento de Contrato de Permuta a título oneroso. Por medio de dicho contrato, el Originador realizó la tradición del dominio, posesión y demás derechos que le corresponden, así como la entrega del mismo a favor de la Titularizadora para el Fondo.

10.2 Análisis financiero

Estructura financiera

La clasificación del Fondo refleja la trayectoria de Grupo Bolívar como desarrollador y comercializador en el sector inmobiliario, la experiencia de la sociedad Titularizadora, la demanda en crecimiento en el área de influencia directa, la diversificación de los servicios del centro comercial acorde a su tamaño, el desarrollo de carreteras e interconexiones viales de la zona, el crecimiento poblacional urbano, un buen flujo de remesas destinadas al consumo, los altos niveles de ocupación del inmueble y la resiliencia del sector de centro comerciales en periodos de turbulencia económica. En contra pondera, la alta competitividad de la plaza, un entorno de incertidumbre económica, inflación creciente, lenta recuperación del empleo, altos costos de financiamiento y un débil posicionamiento de marca.

A junio de 2023, el Fondo consolidó activos por USD12.6 millones, favorecido por la evolución de los activos en titularización cuya participación fue del 99.2% del balance. De acuerdo a lo proyectado, dicha concentración promediara superior al 90.0% para los próximos 10 años activos totales. En menor medida, se observan los destinados a caja y equivalentes de efectivo, que en promedio figuró con 0.8% al finalizar el periodo de análisis. En dicha partida se encuentran las cuentas para la realización de pagos a proveedores, flujos provenientes de cobros y cualquier otro ingreso relacionado con la operación.



Fuente: Información proporcionada por Ricorp Titularizadora Proyectoado (2023-2030).

El grado de compromiso del Originador con el proyecto es evidenciado por el aporte inicial a la estructura financiera,

cediendo al Fondo los terrenos y permisos, así mismo una inversión en efectivo. A junio de 2023, el pasivo total acumuló USD10.1 millones; 79.8% de la estructura de balance. Dentro de sus proyecciones iniciales, el Fondo no contempla incorporar más deuda dentro de un futuro próximo.

El patrimonio lo conforman las participaciones emitidas. Inicialmente se colocó la **serie A** (USD2.3 millones). Por dicha operación el Fondo recibió activos de la siguiente manera: terreno, reintegro por la tramitación y obtención de los permisos para el inicio de la construcción y la adquisición de los derechos patrimoniales de diseños y planos arquitectónicos. **De la serie B:** USD300.0 mil, cabe señalar que el fondo podrá colocar otras series por USD1.8 millones hasta completar USD4.4 millones. El Fondo distribuirá dividendos que corresponderán al monto distribuible de los excedentes del ejercicio y de ejercicios anteriores, estos se pagarán en efectivo o en especie, con base a la política de distribución de dividendos.

Calidad de Activos

A junio de 2023, el inmueble mantiene un nivel de ocupación óptimo que supera el 90% de la fase I. Los activos en titularización poseen potencial de plusvalía. Las instalaciones adaptadas al mercado objetivo, alta demanda en centros comerciales de tamaño mediano y el alto tráfico en la zona de influencia directa; son variables favorables para rentabilizar los activos. Mantener elevados niveles de ocupación es clave para generar los flujos necesarios para la viabilidad del Fondo.

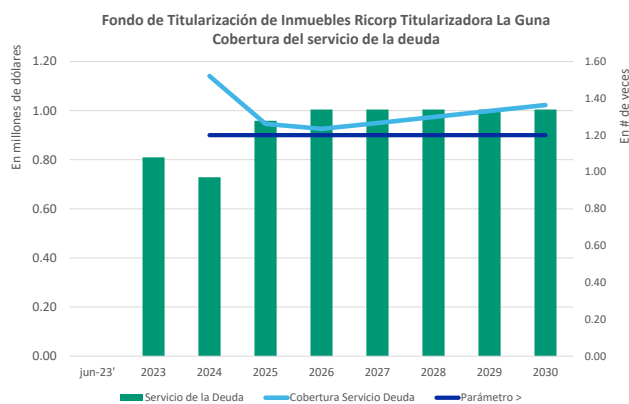
De acuerdo a los proyectos de contrato de arrendamiento los locales se entregan con paredes divisorias intermedias, acometida de agua potable, mecha de agua grises y aguas negras, tablero eléctrico, luminarias exteriores en el área de terraza, alimentación eléctrica para equipo de aire acondicionado, medidor eléctrico y acometida de comunicación. Todos los gastos y costos de los materiales para la ambientación, diseño y adecuación del local, serán por cuenta exclusiva de la arrendataria. Así como, la instalación de la acometida de energía eléctrica.

Cobertura y capacidad crediticia

El riesgo de acumulación de deuda por parte del Fondo está contenido debido a que la Titularizadora y el contrato del préstamo bancario incorporaran ratios de cumplimiento

que restringen la incorporación de deuda excesiva para los riesgos asumidos por el proyecto.

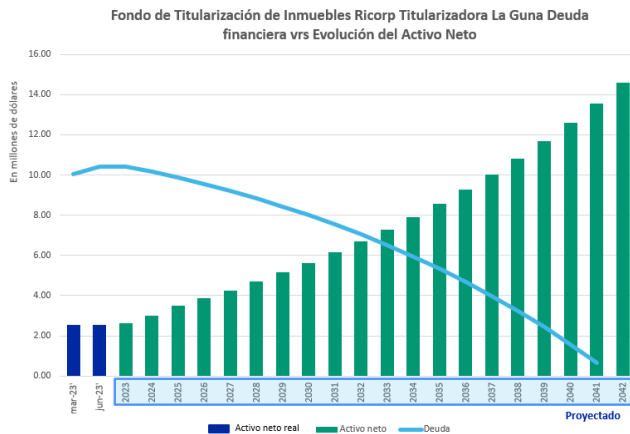
De acuerdo a las proyecciones, la cobertura del servicio de la deuda promediará 1.5 veces durante los primeros 8 años, estableciéndose como límite prudencial un indicador no menor a 1.2 veces. Se valora en nuestro análisis el apoyo del Originador, de absorber futuros incrementos no programados en los costos de construcción.



Fuente: Información proporcionada por Ricorp Titularizadora.
* Cifras proyectadas: 2023-2023. 2 años de periodo de gracia.

Endeudamiento

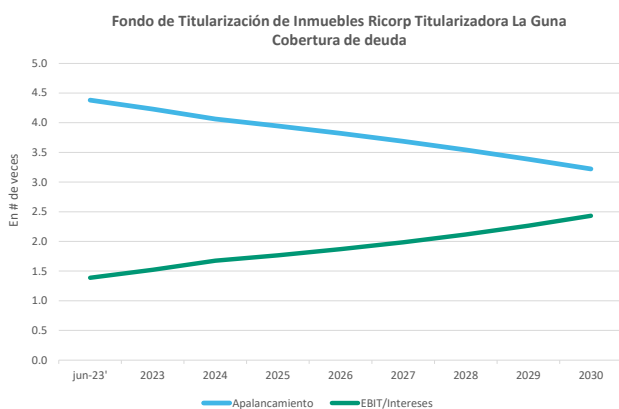
Al finalizar junio de 2023, el Fondo presentó documentos por pagar al Originador Inversiones La Guna, S.A. de C.V., por el valor de USD10,061,617.35, que corresponden a pagos realizados para el proceso de construcción. De acuerdo a los proyectado, el Fondo muestra una relación valor a préstamo en niveles adecuados; lo que permite reducir impactos en los márgenes de rentabilidad de los inversionistas durante el desarrollo y ejecución del proyecto. En función de las características del activo a titularizar, y su desarrollo, SCR El Salvador ha determinado a través de la información recibida que durante el periodo constructivo la estructura financiera no será modificada. El total del flujo de deuda será destinado como capital de trabajo, estrictamente para acciones constructivas.



Fuente: Información proporcionada por Ricorp Titularizadora.

De acuerdo al modelo financiero proporcionado por la Titularizadora, el EBIT proyectado refleja una adecuada cobertura para atender los compromisos por intereses. En promedio cubrirá 1.9 veces a lo largo de diez años denotando una mejora creciente. Iniciará en 2023 con 1.4 veces y finalizaría en el año 10 con 2.6 veces. Se espera que los indicadores se mantengan con una tendencia a mejorar explicado por la estabilidad en los niveles de ocupación proyectados, ausencia de morosidad de sus inquilinos y sin la incorporación de deuda adicional.

A pesar de los efectos originados por la pandemia, un escenario de inflación creciente y sectores económicos aún en recuperación; la Agencia Clasificadora considera que la industria de centros comerciales continuará resiliente a los retos del entorno en el corto y mediano plazo; lo cual puede contribuir a que el desarrollo genere los flujos suficientes para cubrir el servicio de la deuda.

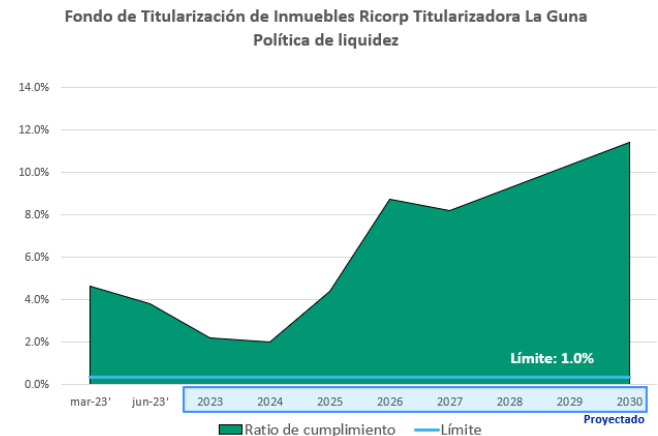


Fuente: Información proporcionada por Ricorp Titularizadora
* Cifras proyectadas: 2023-2023

El financiamiento estará garantizado con primera hipoteca. Será constituida por la Titularizadora, haciéndola efectiva por el 100.0% de su valor a favor del Banco. El riesgo de la deuda en balance está directamente relacionado a la tasa de interés, en el largo plazo, dicha tasa está expuesta a riesgos de mercado no controlados por el Fondo. Los flujos de deuda del proyecto son sensibles a variaciones en la tasa fijada, debido a que las instituciones financieras pueden efectuar ajustes a discreción.

Liquidez

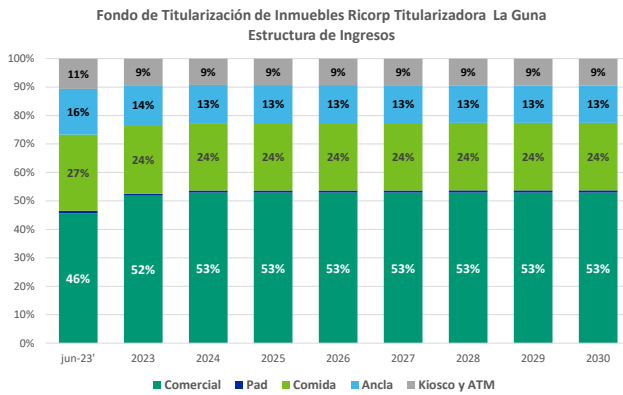
Sin perjuicio de las políticas de inversión de los flujos financieros del Fondo, establecidas en el contrato, el Fondo deberá mantener en todo momento en su cuenta de disponibilidades de efectivo, bancos y cartera de inversiones financieras a plazo menores a seis meses, un mínimo del uno por ciento del valor del Activo Neto. Dicho ratio de liquidez proyectado a 10 años promediaría arriba del 15.0%



Fuente: Información proporcionada por Ricorp Titularizadora

Rentabilidad

Los flujos del Fondo están directamente vinculados al retorno derivado de los alquileres en áreas comerciales. Los contratos promediarán tres años, lo cual brinda certeza de flujos durante un periodo previsible. Si bien, el Fondo está operando, reconocerá ingresos en octubre del año en curso. Actualmente, se encuentra en proceso de trasladar los contratos al Fondo, una vez concluido este proceso, el fondo podrá dar inicio con la facturación.



Fuente: Información proporcionada por Ricorp Titularizadora
* Cifras proyectadas: 2023-2023

Se espera que exista una alta renovación de los contratos debido a que el centro comercial albergará un número de marcas de alto consumo. Bajo un escenario normal, los supuestos incorporados en el modelo financiero proporcionados por la Titularizadora se alinean al registro en la muestra observada de las estadísticas reales del sector.

De manera temporal, el sector inmobiliario dirigido a centros comerciales fue impactado por el confinamiento del año 2020. Sin embargo, mostró una rápida recuperación en los niveles de ocupación, a pesar de las condiciones del entorno operativo impactado por los efectos del COVID, y una creciente inflación. La estabilidad de los ingresos de Pasares estará determinada por la capacidad de adaptar la estrategia comercial al entorno, competitivo, económico y social.

El proyecto en su etapa de ejecución estará expuesto a factores externos no controlados por el administrador, entre estos: la alta competitividad, un mercado relativamente pequeño, un lento crecimiento de la clase media y una economía poco diversificada. En contrapeso, ponderan a favor la experiencia del Originador, la demanda creciente de la población por centros comerciales de este tipo, crecimiento de las remesas familiares, sector consumo en crecimiento, el cambio generacional, crecimiento urbano de la zona e infraestructura vial en desarrollo; de manera conjunta reducen los riesgos inmersos en la industria, y ponderan en favor de los retornos futuros del proyecto. De acuerdo con el estudio de mercado, el precio por metro cuadrado del desarrollo se encuentra dentro del rango promedio actual de los competidores.

11. RIESGO LEGAL

SCRiesgo, complementa su análisis con opiniones legales determinadas por asesores expertos. Estrictamente en el ámbito legal, en este tipo de transacciones los riesgos surgen de los contratos de titularización, de la constitución del patrimonio autónomo, del prospecto de emisión y de la misma venta y colocación de los títulos.

De acuerdo con la opinión legal, la titularización ha sido estructurada siguiendo los lineamientos que la normativa legal dicta, el contrato de permuta y titularización están acorde con los requisitos formales que exige la Ley. El perito valuador cumple con lo establecido por la ley y se encuentra debidamente inscrito ante la Superintendencia del Sistema Financiero (SSF).

Cabe reiterar que, para los efectos legales del Fondo, el inmueble deberá estar libre de gravámenes. La Ley de Titularización antes mencionada en su Art. 45, prohíbe titularizar activos que no tengan ese estatus. Al respecto, en el proyecto del contrato de permuta; en la Cláusula II, literal A) Declaraciones del permutante 4 y 5, el Originador declara que de acuerdo con las certificaciones extractadas extendidas por el Registro de Propiedad los inmuebles a titularizar están libres de gravamen.

El riesgo de liquidez esta mitigado, el contrato de titularización y prospecto citan al Originador obligado a dar soporte financiero en caso el presupuesto este afectado por factores externos. En caso de insolvencia por parte del Originador, el Fondo posee la facultad de adquirir financiamiento previo a autorización de la Junta Extraordinaria de tenedores que tengan como finalidad la culminación de aspectos constructivos y generar otras inversiones.

Esto no constituye una recomendación legal, ni confirma que las opiniones legales son suficientes o absolutas.

*SCR El Salvador brinda el servicio de calificación de riesgo a esta entidad por desde octubre de 2022. Toda la información contenida en el informe que presenta los fundamentos de calificación se basa en información obtenida de los emisores y suscriptores y otras fuentes consideradas confiables por SCR El Salvador. SCR El Salvador no audita o comprueba la veracidad o precisión de esa información, además no considera la liquidez que puedan tener los distintos valores tanto en el mercado primario como en el secundario. La información contenida en este documento se presenta tal cual proviene del emisor o administrador, sin asumir ningún tipo de representación o garantía.
"SCR El Salvador considera que la información recibida es suficiente y satisfactoria para el correspondiente análisis."*

“La calificación expresa una opinión independiente sobre la capacidad de la entidad calificada de administrar riesgo

Más información

www.scriesgo.com

Oficinas

Costa Rica
(506) 2552 5936

República Dominicana
(809) 792 5127

El Salvador
(503) 2243 7419

Anexo 1

Fondo de Titularización de Inmuebles Ricorp Titularizadora La Guna											
Balance General (USD)	mar-23'	jun-23'	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
ACTIVO											
Efectivo y Equivalentes	118,869	97,520	55,923	51,387	112,596	223,800	209,291	236,540	264,976	292,470	319,988.55
Inversiones financieras											
Cuentas por Cobrar											
Activos en titularización	2,445,733	12,517,117	13,744,557	13,744,557	13,744,557	13,744,557	13,744,557	13,744,557	13,744,557	13,744,557	13,744,557
Otros Activos							56,716	114,872	174,510	235,675	298,412
TOTAL ACTIVO	2,564,602	12,614,637	13,800,480	13,795,944	13,857,153	13,968,358	14,010,565	14,095,969	14,184,043	14,272,702	14,362,958
PASIVO											
Préstamo			10,405,000	10,405,000	10,168,719	9,866,428	9,542,286	9,194,711	8,822,010	8,422,366	7,993,832
Obligaciones financieras de LP											
Cuenta por pagar al originador		10,061,617	671,071	271,071	77,916	77,916	77,916	77,916	77,916	77,916	77,916
Ingresos diferidos											
Excedentes por pagar											
Otros pasivos y cuentas por Pagar	11,602	19									
Depósitos en garantía			106,058	121,948	125,606	129,374	133,255	137,253	141,371	145,612	149,980
Excedentes acumulados del Fondo			65,351	444,926	931,912	1,341,639	1,704,107	2,133,089	2,589,747	3,073,808	3,588,230
TOTAL PASIVO	11,602	10,061,637	11,247,480	11,242,944	11,304,153	11,415,358	11,457,565	11,542,969	11,631,043	11,719,702	11,809,958
PATRIMONIO											
Titulos de Participación	2,553,000.00	2,553,000.00	2,553,000.00	2,553,000.00	2,553,000	2,553,000	2,553,000	2,553,000	2,553,000	2,553,000	2,553,000
Ganancias no realizadas											
TOTAL PATRIMONIO	2,553,000	2,553,000	2,553,000	2,553,000	2,553,000	2,553,000	2,553,000	2,553,000	2,553,000	2,553,000	2,553,000
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	2,564,602	12,614,637	13,800,480	13,795,944	13,857,153	13,968,358	14,010,565	14,095,969	14,184,043	14,272,702	14,362,958

Fuente: Fuente: Estados financieros intermedios a junio 2023 y proyectados 2023-2031.

Fondo de Titularización de Inmuebles Ricorp Titularizadora La Guna											
Estados de Determinación de Excedentes (USD)	mar-23'	jun-23'	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Ingresos totales del Fondo	0.00	0.00	366,910.58	1,676,983.25	1,798,753.50	1,843,971.68	1,890,546.40	1,938,518.36	1,987,929.49	2,038,822.94	2,091,243.20
Ingresos Alquileres			304,591.11	1,393,354.38	1,507,272.54	1,552,490.72	1,599,065.44	1,647,037.40	1,696,448.53	1,747,341.98	1,799,762.24
Ingresos Financieros											
Ingresos CAM			62,319.47	283,628.87	291,480.96	291,480.96	291,480.96	291,480.96	291,480.96	291,480.96	291,480.96
Egresos totales	0	0	301,559	1,297,409	1,311,767	1,306,026	1,299,324	1,290,928	1,281,975	1,273,685	1,265,901
Gastos Operativos			57,624	230,497	236,735	243,160	249,779	256,596	263,617	270,849	278,298
Gastos de Administración			47,053	204,959	216,824	222,629	228,609	234,767	241,111	247,645	254,375
Comercialización			15,750	63,000	64,890	66,837	68,842	70,907	73,034	75,225	77,482
Gastos del Fondo			12,051	70,604	71,104	71,165	71,714	71,709	72,390	75,086	79,756
Gastos financieros			169,081	728,350	722,214	702,234	680,381	656,949	631,823	604,880	575,990
Excedente del Ejercicio	0	0	65,351	379,574	486,987	537,946	591,222	647,590	705,955	765,138	825,342

Fuente: Fuente: Estados financieros proyectados