

FONDO DE TITULARIZACIÓN DE INMUEBLES RICORP TITULARIZADORA LA GUNA

Informe inicial de clasificación de riesgo

Sesión Extraordinaria: N° 6022023 del 06 de febrero de 2023.
 Información financiera proyectada del Fondo.

Contactos: Marco Orantes Mancia
 Fátima Flores Martínez

Analista Senior
 Analista financiero

morantes@scriesgo.com
fflores@scriesgo.com

1. CLASIFICACIÓN DE RIESGO

El análisis inicial corresponde a la emisión con cargo al Fondo de Titularización de Inmuebles Ricorp Titularizadora La Guna-FTIRTLG-, con información financiera proyectada del Fondo.

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

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

*En proceso de inscripción en el Registro Público Bursátil de la SSF.

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.

"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."

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

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.
- De acuerdo a las proyecciones, en un escenario base conservador el Fondo alcanzará niveles adecuados de ocupación en los primeros seis meses de operación. Esto le permite generar flujos operativos estables para cubrir el servicio de la deuda.

Retos

- Mantener una estructura óptima de financiamiento durante la vida de la emisión.
- Sostener un alto porcentaje de renovaciones de contratos de arrendamiento.
- Adaptar de manera eficiente la estrategia comercial en un entorno económico debilitado por la pandemia, 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

- Entorno económico de lento crecimiento, exacerbado por los efectos post pandémicos y la crisis inflacionaria.
- Alta competencia en su área de influencia directa.
- Reducciones sostenidas en los niveles de ocupación podrían afectar la generación de flujo al Fondo.
- La intensificación del riesgo país podría dificultar la atracción de clientes potenciales al sector inmobiliario y perjudicar las condiciones de financiamiento.
- Modificaciones en la regulación entorno a las Titularizaciones podrían dificultar el ambiente operativo y de negocios.

Modificaciones en la clasificación podrían derivarse de la consolidación del Fondo, cumplimiento de cifras proyectadas en línea con el avance del proyecto, lograr un cierre financiero exitoso. También incluye, los permisos y contratos pendiente de formalizar.

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); titularizará activos para la construcción y comercialización del centro comercial Pasares, que se ubicará 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. El objetivo del proyecto es construir un moderno centro comercial de tamaño mediano, y aprovechar de esta forma un mercado con potencial de demanda; expansión urbana y de infraestructura vial en desarrollo.

La sociedad Ricorp Titularizadora S.A. (en adelante la Titularizadora); será 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 USD12.2 millones. Una vez integrado el Fondo, la Titularizadora designará a la Sociedad Administradora de Inmuebles, S.A. de C.V. (en adelante AISA); como administrador y a Inversiones Bolivar 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 desarrollará en dos fases, en un terreno que suma un área de 44,304.74 mts². En la primera, se construirá 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 se construirá 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.

El desarrollo tendrá 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 transferirá 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 le entregará valores de participación.

Más información

www.scriesgo.com

Oficinas

Costa Rica
(506) 2552 5936

República Dominicana
(809) 792 5127

El Salvador
(503) 2243 7419

ENTIDAD NO REGISTRADA EN EL REGISTRO DE LA SUPERINTENDENCIA DEL SISTEMA FINANCIERO

Inicialmente, el Fondo colocará las siguientes series: **serie A:** dos millones doscientos treinta mil dólares (USD2,230,00.00) por el terreno, planos, diseños y permisos. **Serie para colocar en el mercado de valores:** por un millón doscientos setenta mil dólares (USD1,270,000.0) y **Otras series:** por un millón ochocientos mil dólares (USD1,800,000.00). Sin perjuicio de los aportes iniciales se podrán colocar series adicionales en caso el proyecto lo necesite, hasta completar un monto de USD5,300,000.00; 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 adquirirá deuda bancaria por USD8.7 millones, que en términos de participación significaría el 71.3% del balance. La deuda tendrá un plazo de 20 años y un periodo de gracia de 2 años; su ejecución se efectuará a través de desembolsos graduales según avances de la obra. 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. 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 USD5,300,000.00
Valores:	Hasta 5,300.
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	Por definir

Fuente: Ricorp Titularizadora

4. CONTEXTO ECONÓMICO

4.1 Análisis de la plaza local

Durante el año 2021, El Salvador consolidó una serie de resultados macroeconómicos, favorecido por la liberación de la demanda acumulada, luego de concluidas las restricciones de movilidad para prevenir contagios por COVID-19. La reactivación económica contribuyó a minimizar el estrés en los sectores productivos, mientras que el enérgico consumo doméstico impulsado por las remesas familiares, y una fuerte inversión pública, apoyaron de forma conjunta la recuperación del empleo y el comercio exterior. Las proyecciones de crecimiento para 2022, de organismos como la Cepal y FMI, se ubican en 2.7% y 3.0%; respectivamente. Estos pronósticos, podrían variar debido a la desaceleración económica en curso, principalmente; por una elevada inflación, y el limitado espacio fiscal.

Sin embargo, la histórica elevada deuda pública, y los persistentes déficits fiscales, intensificados por los recursos económicos destinados a la atención sanitaria y demás inversiones en infraestructura, continúan como los principales retos. Las calificaciones soberanas han sido ajustadas por debajo del grado de inversión (Moody's: Caa3 perspectiva negativa), y el creciente aumento del EMBI¹ (19/09/2022: 25.6%), han minimizado la capacidad para obtener financiamiento a tasas competitivas en los mercados de deuda internacionales.

La deuda externa se ha centrado con organismos multilaterales como el Banco Centroamericano de Integración Económica (BCIE). Recientemente, las autoridades han firmado un convenio con el Banco de Desarrollo de América Latina y el Caribe (CAF), que brindaría una nueva alternativa para acceder a recursos. El anterior escenario ha dirigido la estrategia del Gobierno a activar mecanismos de financiamiento de corto plazo en emisiones internas de Letras, Certificados del Tesoro (LETES y CETES) y adquisiciones del Fideicomiso de Obligaciones Previsionales (FOP).

El país experimenta una creciente inflación (junio 2022: 7.8%) derivado de los efectos globales post pandémicos, entre los que revisten importancia: la afectación de las cadenas de suministros (crisis de los contenedores) y el alza en los combustibles. También, la inflación ha sido exacerbada por el conflicto entre Rusia y Ucrania. Lo anterior, ha tenido una incidencia directa en los costos hacia el alza del transporte; alimentos y materias primas. Con el objetivo de minimizar este impacto en los sectores más vulnerables del país, el Gobierno

¹ Indicador de Bonos de Mercados Emergentes (EMBI, por sus siglas en inglés).

Más información

www.scriesgo.com

Oficinas

Costa Rica
(506) 2552 5936

República Dominicana
(809) 792 5127

El Salvador
(503) 2243 7419

ENTIDAD NO REGISTRADA EN EL REGISTRO DE LA SUPERINTENDENCIA DEL SISTEMA FINANCIERO

salvadoreño implementó 11 medidas anti inflación. Por su parte, EEUU a través de la Reserva Federal (FED), ha ajustado los tipos de interés al alza para revertir la tendencia inflacionaria.

4.2 Producción nacional

Al segundo trimestre de 2022, la economía salvadoreña registró el crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) en 2.8% (Trimestre II 2021: +26.6%). Resultado del aumento en la actividad productiva en los sectores electricidad, construcción, comercio y transporte; y favorecido por la reducción en los índices de criminalidad y el retorno a las actividades presenciales. Además, el sólido desempeño de las remesas familiares como potenciador del consumo y, una muy buena dinámica de las exportaciones, consolidan los resultados. Conforme al contexto internacional y las afectaciones económicas causada por la inflación, el Banco Central de Reserva (BCR) proyecta un crecimiento económico de 2.8% para el 2022.

4.3 Finanzas públicas

Al cierre de junio de 2022, los ingresos corrientes del Sector Público No Financiero (SPNF) registraron USD559.0 millones, un aumento del +6.6% (junio 2021: +30.3%). A futuro, la tendencia de la recaudación tributaria, se perfila hacia los resultados observados previo a la pandemia, los cuales crecieron en 3.6% (junio 2022) frente al 26.4% del año anterior. Por su parte, el gasto total alcanzó los USD728.2 millones (-1.2%), éste continúa siendo alto, principalmente, por la partida destinada a suplir necesidades de gasto corriente, que corresponde al 87.5% del total de los egresos.

El déficit fiscal a junio de 2022, incluyendo pensiones totaliza USD192.1 millones (junio 2021: -USD234.2 millones), que corresponde al 0.6% del PIB proyectado para el año corriente². El indicador continúa afectado por los recursos económicos limitados, debido a los altos niveles de obligaciones corrientes, el pago de intereses de deuda, y las dificultades para trasladar deuda de corto a largo plazo. Luego de la normalización económica el Gobierno ha realizado importantes desembolsos para incentivar la actividad productiva, la inversión en infraestructura pública, combate a la criminalidad y educación.

Por su parte, la deuda total del SPNF sumó USD23,488.0 millones, un aumento del 5.4% y correspondiente al 77.2% del PIB proyectado (junio 2021: 77.6 del PIB). La deuda de largo plazo, adquirida mayoritariamente con inversionistas extranjeros y la banca multilateral, representó el 48.6%; seguido de FOP's (25.3%), así como LETES y CETES con el 10.0%, que alcanzaron los USD2,339.8 millones.

² PIB corriente: USD30,429.8 – Proyecciones del Ministerio de Hacienda.

4.4 Comercio exterior

A junio de 2022, las exportaciones registraron USD3,802.3 millones (+16.8%). Los sectores que lideraron el crecimiento de las ventas al exterior fueron las maquilas (+15.4%) y la industria manufacturera (+15.1%). Por su parte, las importaciones totales sumaron USD8,934.4 millones (+27.2%); destaca el crecimiento de los bienes de consumo (+19.6%) e intermedios (+38.2%). El déficit de la balanza comercial fue de USD5,132.1 millones, como resultado del aumento en diversas mercancías, bajo dinamismo de las importaciones, y alza de precios del petróleo y sus derivados.

4.5 Inversión extranjera directa (IED)

Durante el segundo trimestre de 2022, los flujos de IED percibidos totalizaron USD55.2 millones, 76.8% menos a lo observado en igual periodo del año anterior. Este comportamiento está vinculado al aumento de las salidas de capitales en las actividades de información, comunicaciones y transporte. En contrapeso, se perciben importantes incrementos en los flujos para la industria de suministro de comercio y las actividades financieras y de seguros. México con USD122.2 millones, Estados Unidos con USD95.7 millones y Honduras con USD26.9 millones fueron los países con mayores aportes en la IED.

4.6 Remesas familiares

Las remesas familiares registraron un ingreso por USD3,778.7 millones a junio de 2022, que corresponde al 12.4% del PIB proyectado, y un aumento del 3.5% con respecto al año anterior (junio 2021: USD3,649.7 millones). Históricamente, las remesas constituyen una base importante para satisfacer la demanda interna y potenciador del consumo. Del total de remesas, el 93.9% corresponde a envíos desde Estados Unidos, seguido de Canadá (0.9%), España (0.4%), Italia (0.3%) y el resto de los 134 países emisores, con el 4.5%.

5. Sector inmobiliario y construcción

A junio de 2022, la actividad económica del sector inmobiliario y de construcción, de manera conjunta representaron el 11.9% del PIB (junio 2021: 12.2%) y su producción creció en 3.4% y 10.3% respectivamente, en relación a junio de 2021. Ambos sectores son de gran aporte a la economía nacional, explicado por la dinámica en la cadena de valor y sus vínculos directos con diferentes otras áreas productivas, entre ellas: comercio, industria, transporte, turismo y banca.

Más información

www.scriesgo.com

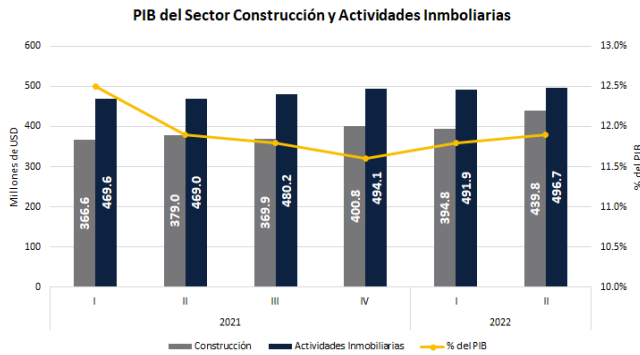
Oficinas

Costa Rica
(506) 2552 5936

República Dominicana
(809) 792 5127

El Salvador
(503) 2243 7419

ENTIDAD NO REGISTRADA EN EL REGISTRO DE LA SUPERINTENDENCIA DEL SISTEMA FINANCIERO

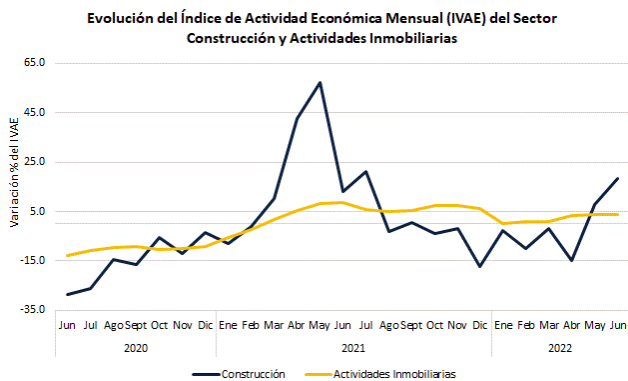


Fuente: Elaboración propia con base a datos del BCR El Salvador.

El Índice de Volumen de Actividad Económica (IVAE) del sector construcción presentó un crecimiento del 18.5% a junio de 2022, después de enfrentarse a una deceleración desde agosto de 2021. El sector ha sido impactado por los altos niveles de inflación y desabastecimientos de materias primas; además de una reducción de USD1.3 millones en los flujos de inversión extranjera directa durante el primer trimestre de 2022.

La Cámara Salvadoreña de la Industria de la Construcción (Casalco) proyectó que la inversión pública y privada se acercaría a los USD1,200 millones para 2022. Lo anterior, en consideración a los retos internos que afronta el sector por la inflación, incrementos de hasta un 100% en algunas materias primas, limitaciones para acceder a deuda de parte del Gobierno y las tensiones en la economía global.

El IVAE del sector inmobiliario presentó un crecimiento sostenido durante el primer semestre del año, de 3.6% (junio 2021: +8.5%), impulsado por el aumento en la demanda en el rubro comercial y residencial. Lo anterior, derivado del incremento en la demanda por el déficit habitacional hacia los segmentos premium y conceptos integrados y nuevos proyectos de construcción.



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

No obstante, el sector inmobiliario presentó importantes efectos asociados al retraso en la finalización de proyectos, producto de la escasez en la cadena de suministros, y poca

oferta de crédito dirigida a ambas actividades. Los créditos para vivienda totalizan el 17.5% de la cartera crediticia de los bancos comerciales y, el 5.1% para construcción a junio de 2022. También, ha ponderado en contra la adopción del trabajo remoto, el cual reduce las necesidades de espacio de oficina, condición que eleva los niveles de competitividad de plaza.

Los efectos macroeconómicos a escala global originados por la continuidad del conflicto en el este europeo y los altos precios del petróleo, seguirá afectando a mediano plazo el suministro del acero y materiales de construcción, cuyos precios han mostrado una tendencia alcista. En opinión de la agencia Clasificadora, el sector de la construcción seguirá experimentando dificultades; en tal sentido, el ajuste de precios y márgenes será necesario para nuevos proyectos. Desarrollar planes de contingencia, será 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 de empleo directo e indirecto.

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.

Más información

www.scriesgo.com

Oficinas

Costa Rica
(506) 2552 5936

República Dominicana
(809) 792 5127

El Salvador
(503) 2243 7419

ENTIDAD NO REGISTRADA EN EL REGISTRO DE LA SUPERINTENDENCIA DEL SISTEMA FINANCIERO

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.

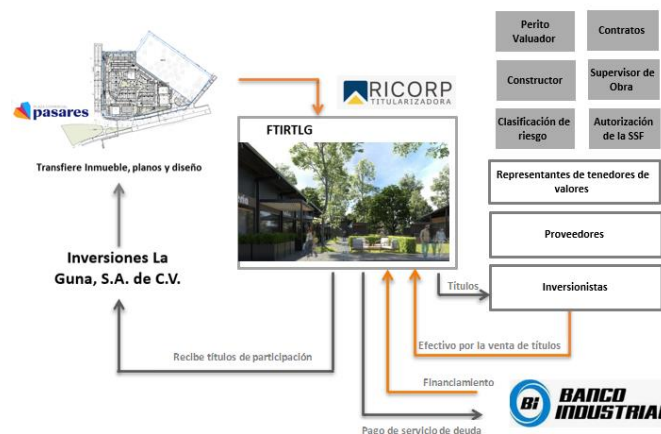
La Titularizadora cuenta con un plan estratégico dirigido al fortalecimiento integral, con el propósito de crear alternativas innovadoras de titularizaciones, consolidación de sus diferentes líneas de negocios y fortalecer alianzas estratégicas. El vínculo entre el Fondo en análisis, y la Sociedad Titularizadora 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 cederá al Fondo, el inmueble en desarrollo, el cual ya se encuentra en una etapa constructiva. Dichas transferencias se realizarán en virtud del contrato de permuta que a título oneroso suscribirán las partes interesadas. Por su parte, los permisos, planos y derechos y demás especialidades constructivas se efectuarán por medio de contrato de cesión de derechos.

Estructura Operativa de la Transacción



Fuente: Ricorp Titularizadora, S.A.

Más información

www.scriesgo.com

Oficinas

Costa Rica
(506) 2552 5936

República Dominicana
(809) 792 5127

El Salvador
(503) 2243 7419

ENTIDAD NO REGISTRADA EN EL REGISTRO DE LA SUPERINTENDENCIA DEL SISTEMA FINANCIERO

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 creará 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: será administrada por la Titularizadora, y concentrará todos los ingresos del Fondo, incluyendo los provenientes de la colocación de los títulos, según corresponda. Una vez el Fondo se encuentre en la fase operativa podrá ser alimentada con los ingresos operativos del inmueble. Su función será 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: será 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.

Más información

www.scriesgo.com

Oficinas

Costa Rica
(506) 2552 5936

República Dominicana
(809) 792 5127

El Salvador
(503) 2243 7419

ENTIDAD NO REGISTRADA EN EL REGISTRO DE LA SUPERINTENDENCIA DEL SISTEMA FINANCIERO

7.3 Prelación 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.

Más información

www.scriesgo.com

Oficinas

Costa Rica
(506) 2552 5936

República Dominicana
(809) 792 5127

El Salvador
(503) 2243 7419

ENTIDAD NO REGISTRADA EN EL REGISTRO DE LA SUPERINTENDENCIA DEL SISTEMA FINANCIERO

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 Kinética (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 Bolivar 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 desarrollará un moderno 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 utilizará un área de 26,961.39 mts² equivalente al 61% del terreno. El resto (17,343.35 mts²) quedaría para una fase 2, cuyo uso dependerá de las decisiones estratégicas del Grupo según las demandas y estudios de la zona. 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

Más información

www.scriesgo.com

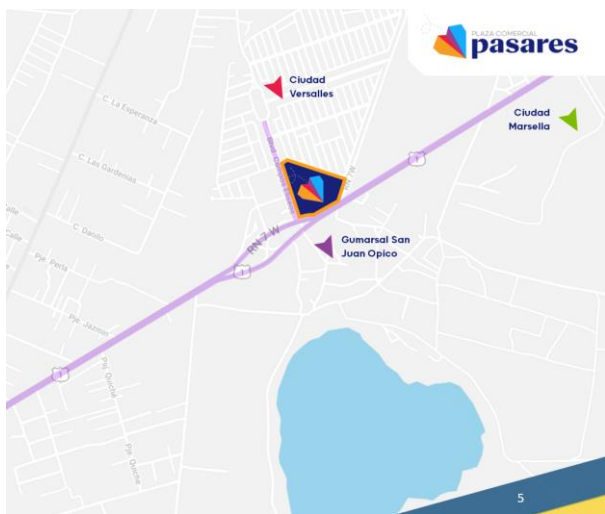
Oficinas

Costa Rica
(506) 2552 5936

República Dominicana
(809) 792 5127

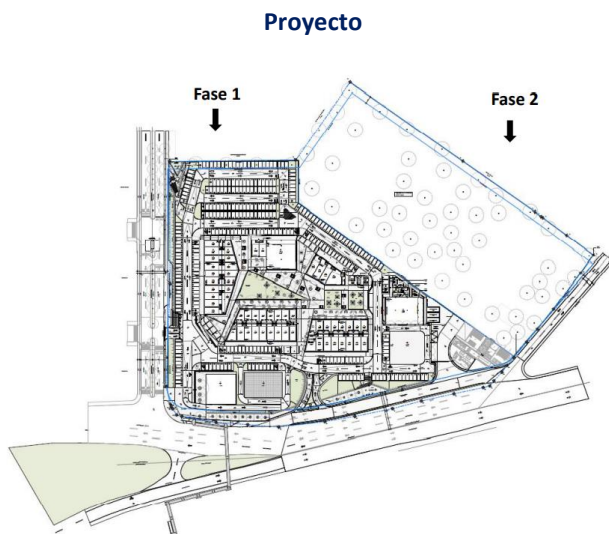
El Salvador
(503) 2243 7419

ENTIDAD NO REGISTRADA EN EL REGISTRO DE LA SUPERINTENDENCIA DEL SISTEMA FINANCIERO



Fuente: Información proporcionada por el Originador

El desarrollo contará con 63 locales, 325 estacionamientos y diversas amenidades. En su totalidad la construcción en áreas rentables será de 6,136 mts², zona verde 2,295.10 mts², aceras y circulaciones 1,904.79 mts². En metros cuadrados los comercios y comidas tendrán una participación del 50.9%, seguido de Pad (29.3%); Ancla (18.6%); y Kioscos (1.2%). La posibilidad de completar el número de arrendatarios en el corto plazo es alta debido al atractivo del proyecto y la demanda creciente de la zona.



Fuente: Información proporcionada por el Originador

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.

El análisis incorpora la capacidad del centro comercial Pasares para generar un flujo de caja estable basado en el apoyo de la vasta trayectoria de Grupo De Sola, a través de inversiones Bolívar desarrollando inmobiliarios para arrendamiento. SCRiesgo, 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,

Más información

www.scriesgo.com

Oficinas

Costa Rica
(506) 2552 5936

República Dominicana
(809) 792 5127

El Salvador
(503) 2243 7419

ENTIDAD NO REGISTRADA EN EL REGISTRO DE LA SUPERINTENDENCIA DEL SISTEMA FINANCIERO

seguridad, diversas amenidades, amplio espacio en áreas verdes, y alto número de parqueos 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), ya 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. En dicho documento, el plazo de ejecución de las obras está para el 31 de diciembre de 2022, aunque 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.

Más información

www.scriesgo.com

Oficinas

Costa Rica
(506) 2552 5936

República Dominicana
(809) 792 5127

El Salvador
(503) 2243 7419

ENTIDAD NO REGISTRADA EN EL REGISTRO DE LA SUPERINTENDENCIA DEL SISTEMA FINANCIERO

Avance del proyecto

Fase I

En abril de 2022, se dio la orden de inicio para la construcción del proyecto, el plazo de ejecución del primer tramo constructivo (2,874 mts²) de la fase 1, culminará a principios de diciembre 2022. El segundo tramo constructivo (3,263 mts²) tiene fecha de finalización en abril de 2023. 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. A la fecha del reporte, el avance físico general de la obra es cercano al 50%.

Comercialización

La empresa comercializadora será Inversiones Bolivar S.A. de C.V. Durante el primer año de operaciones el Fondo tendría un nivel de ocupación alto, esto considerando el entorno operativo debilitado. A la fecha de este análisis, de los 6,136 mts² que se comercializarán en las dos etapas constructivas de la primera fase del proyecto, el reporte del equipo de ventas indicaba que se habían firmado contratos por 2,278 mts², en reserva otros 1,359 mts² y 1,195 mts² en evaluación de potenciales inquilinos.

10. ANÁLISIS DEL FONDO

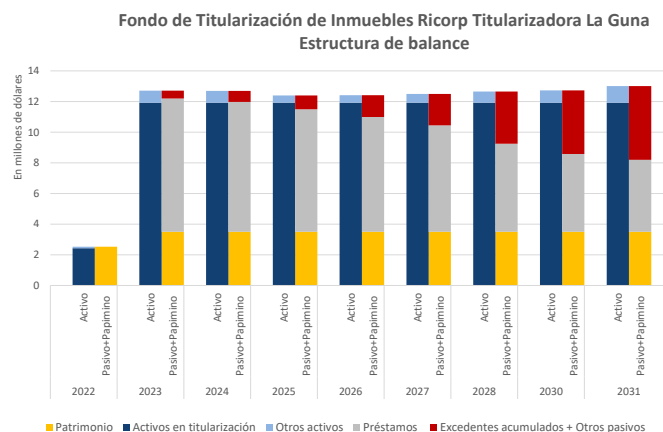
10.1 Análisis financiero

Estructura financiera

La clasificación del Fondo refleja la vasta trayectoria de Grupo Bolivar 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, el crecimiento poblacional urbano, un buen flujo de remesas destinadas al consumo, y la resiliencia del sector de centros comerciales en periodos de turbulencia económica; lo cual fue evidenciado con una recuperación rápida luego de la reactivación económica; alcanzando en el corto plazo niveles de ocupación óptimos. En contra pondera, la alta competitividad de la plaza, un entorno de incertidumbre económica, inflación creciente, lenta recuperación del empleo y un débil posicionamiento de marca.

De acuerdo a cifras proyectadas, durante el primer año de operaciones el Balance del Fondo reflejará activos por USD12.7 millones, favorecido por la evolución de los activos en

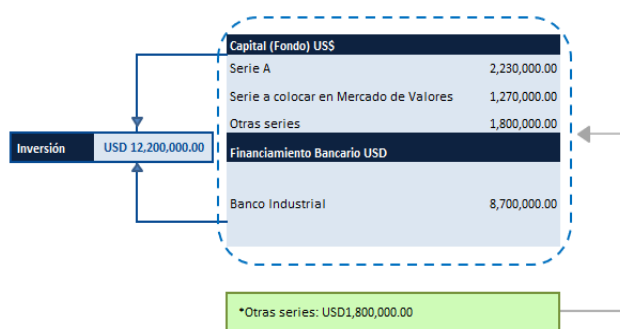
titularización (proyección a diciembre 2023: 93.8% del balance). Dicha concentración promediará para los próximos 10 años un 94.0% de los activos totales. En menor medida, se presupuestan los destinados a caja y equivalentes de efectivo, que en promedio figuran con un 5.0% durante el primer año (2023). En dicha partida se mantendrán 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

El grado de compromiso del Originador con el proyecto a desarrollar por el Fondo es evidenciado por el aporte inicial a la estructura financiera, cediendo al fondo los terrenos y permisos, así mismo una inversión en efectivo. El pasivo total acumulará durante el primer año USD9.1 millones; 72.1% de la estructura financiera. Dentro de sus proyecciones iniciales, el Fondo no contempla incorporar más deuda dentro de un futuro próximo.

Estructura financiera Proyecto Centro Comercial Pasares



Fuente: Modelo financiero FTIRTLG

El patrimonio lo conformarán las participaciones emitidas. Inicialmente, colocará USD2.3 millones de la serie A. Luego

Más información

www.scriesgo.com

Oficinas

Costa Rica
(506) 2552 5936

República Dominicana
(809) 792 5127

El Salvador
(503) 2243 7419

ENTIDAD NO REGISTRADA EN EL REGISTRO DE LA SUPERINTENDENCIA DEL SISTEMA FINANCIERO

proyecta la colocación de la serie B: USD300.0 mil y en otras series USD970.0 mil, para consolidar un saldo de USD3.5 millones en participaciones. 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

Los activos en titularización poseen un buen potencial de plusvalía. Las instalaciones modernas, 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 será clave para generar los flujos necesarios para la viabilidad del Fondo. En su conjunto, de acuerdo a lo pronosticado el inmueble mantiene un nivel de ocupación óptimo durante los primeros 10 años de operaciones que supera el 90%. Se espera que estos factores de ocupación promedien un 82% durante el primer año y luego mejorarían de forma gradual.

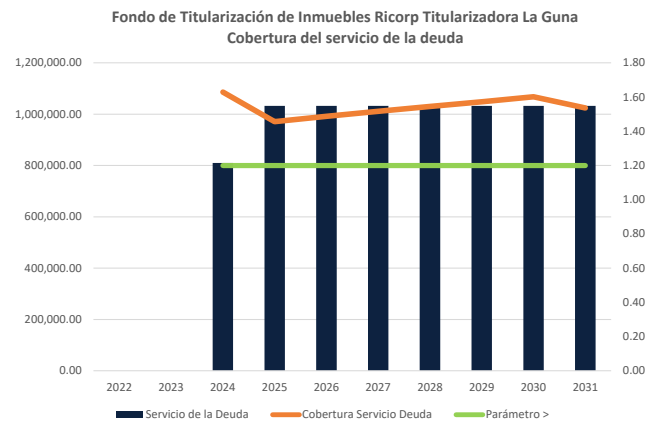
Los niveles de ocupación proyectados podrán alcanzarse si la estrategia comercial responde de manera favorable a los retos del entorno y a los estándares competitivos de la plaza. Contrario, podrían afectarse debido a una desaceleración del ingreso, intensificación de los efectos post pandémicos, contracción del salario real, una disminución del tráfico de visitantes y una reducción de los flujos de remesas destinadas al consumo. Desarrollar ventajas competitivas y posicionar los aspectos diferenciadores serán necesarios para responder al entorno competitivo. En nuestro análisis, identificamos que son factores preponderantes para mantener los flujos operativos y la viabilidad del negocio.

De acuerdo a los proyectos de contrato de arrendamiento el local se entregará 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 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. Se valora en nuestro análisis el apoyo del Originador, de absorber futuros incrementos no programados en los costos de construcción.

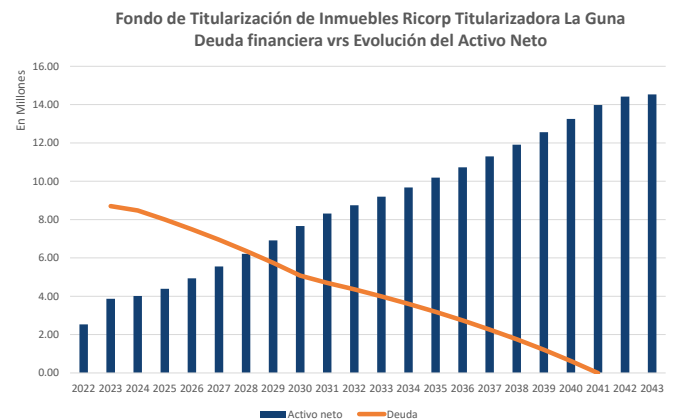


Fuente: Información proporcionada por Ricorp Titularizadora.
*Cifras proyectadas. 2 años de periodo de gracias.

Según datos proyectados, 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.

Endeudamiento

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, SCRiesgo 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.

Más información

www.scriesgo.com

Oficinas

Costa Rica
(506) 2552 5936

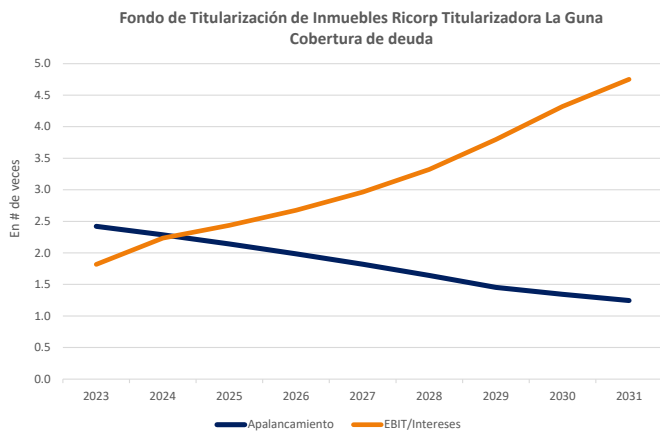
República Dominicana
(809) 792 5127

El Salvador
(503) 2243 7419

ENTIDAD NO REGISTRADA EN EL REGISTRO DE LA SUPERINTENDENCIA DEL SISTEMA FINANCIERO

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 3.0 veces a lo largo de diez años denotando una mejora creciente. Iniciaré en el año 1 con 2.0 veces y finalizaría en el año 10 con 4.8 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

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. Lo anterior, una vez el Fondo este constituido.

Financiamiento bancario	Aspectos generales
Banco	Banco Industrial S.A.
Monto	Hasta por USD8,700,000.00
Destino	Financiar el desarrollo de proyecto: Pasares
Plazo	20 años, 2 años periodo de gracia
Tasa de Interés Nominal	1-18 meses, tasas fija 6.25% 19-35 meses, tasa fija 6.75% Apartir del 4º año tasa variable sobre saldos ajustables
Tasa mora	5% arriba de la tasa nominal sobre saldos vencidos.
Forma de desembolso	Parciales de acuerdo a sus necesidades hasta 24 meses para desembolsar

Fuente: Información proporcionada por Ricorp Titularizadora.

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.

Fondo de Titularización Inmuebles Ricorp Titularizadora La Guna										
Deuda	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Apalancamiento	2.5	2.4	2.3	2.1	2.0	1.8	1.6	1.5	1.3	1.2
Activo/patrimonio	3.6	3.6	3.5	3.5	3.6	3.6	3.6	3.6	3.7	3.7
Ingresos total/Intereses	2.7	2.4	2.8	3.1	3.4	3.8	4.2	4.8	5.5	6.1
EBIT/Intereses	2.0	1.8	2.2	2.4	2.7	3.0	3.3	3.8	4.3	4.8

Fuente: Información proporcionada por Ricorp Titularizadora

*Cifras proyectadas.

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 promediaria arriba del 15.0%

Más información

www.scriesgo.com

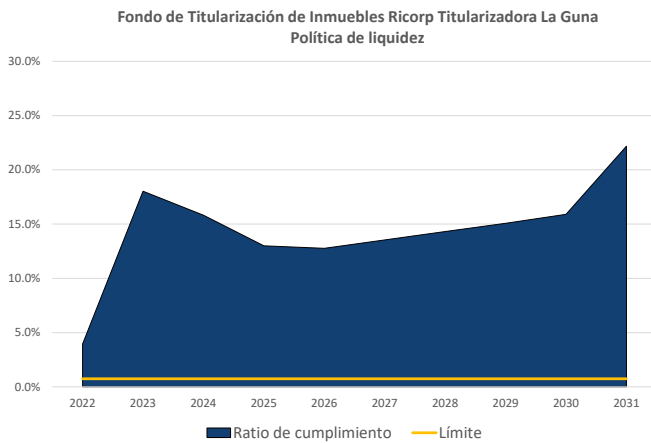
Oficinas

Costa Rica
(506) 2552 5936

República Dominicana
(809) 792 5127

El Salvador
(503) 2243 7419

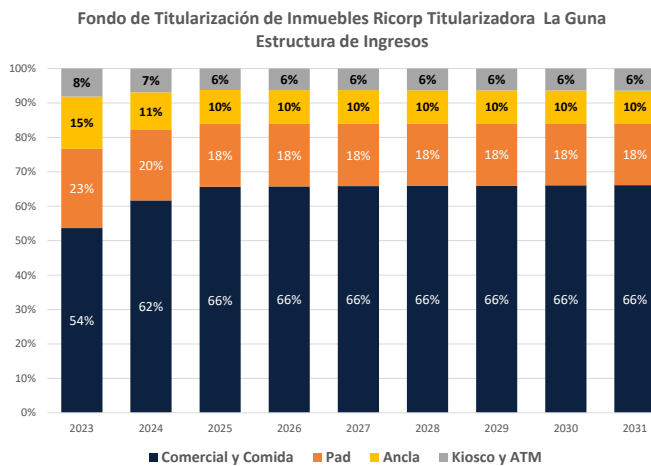
ENTIDAD NO REGISTRADA EN EL REGISTRO DE LA SUPERINTENDENCIA DEL SISTEMA FINANCIERO



Fuente: Información proporcionada por Ricorp Titularizadora

Rentabilidad

Los flujos del Fondo estarán altamente 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. Se espera que exista una alta renovación de los contratos debido a que el centro comercial albergará un alto número de marcas consumibles. 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.



Fuente: Información proporcionada por Ricorp Titularizadora
*Cifras proyectadas

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.

Fondo de Titularización Inmuebles Ricorp Titularizadora La Guna										
Rentabilidad	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Gastos operativos/ingresos	26.7%	23.1%	20.9%	20.8%	20.7%	20.9%	21.2%	21.4%	21.6%	21.7%
Costo del Fondo/ingresos	7.2%	4.5%	4.0%	3.9%	3.8%	4.0%	4.2%	4.4%	4.7%	4.8%
Margen operativo	73.3%	76.9%	79.1%	79.2%	79.3%	79.1%	78.8%	78.6%	78.4%	78.3%
Excedente Neto	35.9%	34.6%	43.7%	46.7%	49.6%	52.4%	55.2%	58.0%	60.3%	61.8%

Fuente: Información proporcionada por Ricorp Titularizadora
*Cifras proyectadas.

Análisis de sensibilidad

SCRiesgo realizó un análisis de la suficiencia de flujos durante la vida económica, aplicando escenarios de estrés sobre los supuestos más sensibles a los rendimientos del proyecto, considerando principalmente los niveles de ocupación. La sensibilización reproduce diversos escenarios que podrían afectar el desempeño estimado del Fondo. El modelo busca reproducir de manera independiente lo que pasaría con los flujos y su impacto de no alcanzar niveles de ocupación arriba del 90%.

Escenarios

La variable sensibilizada son los niveles de ocupación. Para el escenario base el proyecto genera una tasa interna de retorno (TIR) del 15.2%, un rendimiento (Yield) de 25.4% y los flujos generan una cobertura promedio del servicio de la deuda de 1.5 veces calculada para un promedio de 8 años a partir del 2021 (límite: mayor a 1.2 veces). Lo anterior, considerando que las estimaciones proyectadas se cumplirán según lo estimado en el modelo financiero proporcionado por la sociedad Titularizadora. Para los siguientes escenarios, se tomaron en cuenta niveles promedios totales de ocupación del 85% y 75%.

Más información

www.scriesgo.com

Oficinas

Costa Rica
(506) 2552 5936

República Dominicana
(809) 792 5127

El Salvador
(503) 2243 7419

ENTIDAD NO REGISTRADA EN EL REGISTRO DE LA SUPERINTENDENCIA DEL SISTEMA FINANCIERO

Pasares	Escenario base	Escenario (85%)	Escenario (75%)
TIR	15.2%	13.4%	11.2%
Rentabilidad	25.4%	20.5%	15.7%
ICSD	1.5 veces	1.4 veces	1.3 veces
Deuda/EBITDA	5.0 veces	5.5 veces	5.5 veces

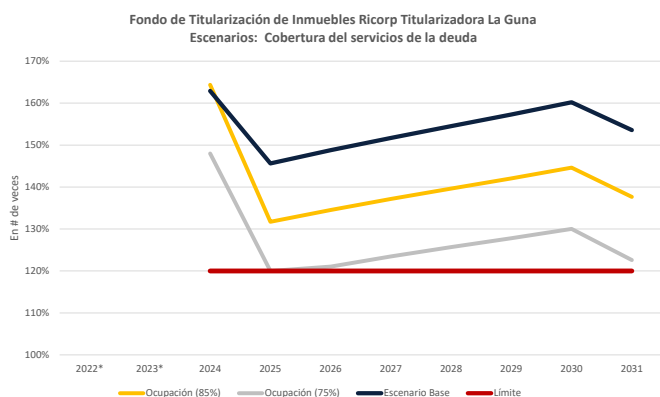
Tasa Interna Retorno (TIR) a 25 años.

Cobertura del Servicios de la deuda (CSD) promedio 8 años

Deuda neta/EBITDA. Promedio 8 años

Fuente: Elaboración propia con datos proporcionados por Ricorp Titularizadora.

En cada uno de los escenarios descritos, la estructura de la transacción fue suficiente para cubrir el servicio de la deuda (capital e intereses). Cabe señalar que este análisis de sensibilidad solo incluye las variables de niveles ocupacionales.



Fuente: Elaboración propia con datos proporcionados por Ricorp Titularizadora.

*Periodo de gracia.

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 valuator 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.

SCRiesgo da clasificación de riesgo a este emisor desde 2022. Toda la información contenida en el informe que presenta los fundamentos de clasificación se basa en información obtenida de los emisores y suscriptores y otras fuentes consideradas confiables por SCRiesgo. SCRiesgo 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.

"SCRiesgo considera que la información recibida es suficiente y satisfactoria para el correspondiente análisis."

"La clasificación expresa una opinión independiente sobre la capacidad de la entidad calificada de administrar riesgos"

Más información

www.scriesgo.com

Oficinas

Costa Rica
(506) 2552 5936

República Dominicana
(809) 792 5127

El Salvador
(503) 2243 7419

ENTIDAD NO REGISTRADA EN EL REGISTRO DE LA SUPERINTENDENCIA DEL SISTEMA FINANCIERO

Anexo 1

Fondo de Titularización de Inmuebles Ricorp Titularizadora La Guna												
Balance General (USD)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
ACTIVO												
Efectivo y Equivalentes	99,854	638,300	511,377	218,596	186,724	214,456	241,853	268,726	297,483	613,374	644,626.06	674,391.25
Inversiones financieras		146,813	258,070	258,070	258,070	258,070	258,070	258,070	258,070	161,875	161,875	161,875
Cuentas por Cobrar												
Activos en titularización	2,430,146	11,923,395	11,923,395	11,923,395	11,923,395	11,923,395	11,923,395	11,923,395	11,923,395	11,923,395	11,923,395	11,923,395
Otros Activos					48,149	97,480	148,030	199,835	252,933	307,362	363,163	420,376
TOTAL ACTIVO	2,530,000	12,708,507	12,692,841	12,400,060	12,416,337	12,493,400	12,571,348	12,650,026	12,731,880	13,006,006	13,093,058	13,180,037
PASIVO												
Préstamo		8,700,000	8,474,333	7,999,563	7,491,735	6,948,548	6,367,541	5,746,079	5,081,345	4,699,216	4,358,500	3,994,061
Depósitos en garantía		159,847	206,492	212,687	219,067	225,639	232,409	239,381	246,562	253,959	261,578	269,425
Excedentes acumulados del Fondo		348,660	512,016	687,810	1,205,535	1,819,212	2,471,399	3,164,566	3,903,972	4,552,830	4,972,980	5,416,550
TOTAL PASIVO	0	9,208,507	9,192,841	8,900,060	8,916,337	8,993,400	9,071,348	9,150,026	9,231,880	9,506,006	9,593,058	9,680,037
PATRIMONIO												
Títulos de Participación	2,530,000.00	3,500,000.00	3,500,000.00	3,500,000.00	3,500,000	3,500,000	3,500,000	3,500,000	3,500,000	3,500,000	3,500,000	3,500,000
Ganancias no realizadas												
TOTAL PATRIMONIO	2,530,000	3,500,000	3,500,000	3,500,000	3,500,000	3,500,000	3,500,000	3,500,000	3,500,000	3,500,000	3,500,000	3,500,000
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	2,530,000	12,708,507	12,692,841	12,400,060	12,416,337	12,493,400	12,571,348	12,650,026	12,731,880	13,006,006	13,093,058	13,180,037
Activo neto	2,530,000	3,848,660	4,012,016	4,187,810	4,705,535	5,319,212	5,971,399	6,664,566	7,403,972	8,052,830	8,472,980	8,916,550

Fuente: Fuente: Estados financieros proyectados

Fondo de Titularización de Inmuebles Ricorp Titularizadora La Guna												
Estados de Determinación de Excedentes (USD)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Ingresos totales del Fondo	0.00	969,916.93	1,380,307.94	1,574,413.00	1,612,696.63	1,652,128.76	1,692,743.86	1,734,577.41	1,777,665.97	1,819,401.83	1,864,874.00	1,911,958.03
Ingresos Alquileres		768,669.95	1,106,235.09	1,276,120.84	1,314,404.46	1,353,836.60	1,394,451.69	1,436,285.24	1,479,373.80	1,523,755.02	1,569,467.67	1,616,551.70
Ingresos Financieros		2,745.94	6,351.37	7,742.09	7,742.09	7,742.09	7,742.09	7,742.09	7,742.09	5,096.74	4,856.25	4,856.25
Ingresos CAM		198,501.04	267,721.48	290,550.08	290,550	290,550.08	290,550.08	290,550.08	290,550.08	290,550.08	290,550.08	290,550.08
Egresos totales	0	621,257	903,158	886,603	859,421	831,870	805,022	777,827	747,395	723,031	712,138	700,009
Gastos Operativos		48,359	68,698	78,334	80,248	82,219	84,250	86,342	88,496	90,715	93,001	95,355
Gastos de Administración		116,061	164,875	188,001	192,595	197,326	202,200	207,220	212,391	217,717	223,202	228,852
Comercialización		24,763	23,322	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Gastos del Fondo		69,575	62,166	62,761	62,128	63,233	67,302	73,449	78,963	85,098	89,151	92,741
Gastos financieros		362,500	584,097	557,508	524,450	489,091	451,271	410,816	367,545	329,500	306,784	283,061
Excedente del Ejercicio	0	348,660	477,150	687,810	753,276	820,258	887,721	956,750	1,030,271	1,096,371	1,152,736	1,211,949

Fuente: Fuente: Estados financieros proyectados

Más información

Oficinas

www.scriesgo.com

Costa Rica
(506) 2552 5936

República Dominicana
(809) 792 5127

El Salvador
(503) 2243 7419

ENTIDAD NO REGISTRADA EN EL REGISTRO DE LA SUPERINTENDENCIA DEL SISTEMA FINANCIERO