

FONDO DE TITULARIZACIÓN DE INMUEBLES HENCORP VALORES PORTALES DEL BOSQUE CERO UNO - FTIHVPB CERO UNO

Comité No.247/2024			
Informe con EEFF no auditados al 30 de junio de 2024		Fecha de comité: 30 de octubre de 2024.	
Periodicidad de actualización: Semestral		Sector Inmobiliario / El Salvador	
Equipo de Análisis			
Rebeca Bonilla rbonilla@ratingspcr.com		Adalberto Chávez achavez@ratingspcr.com (+503) 2266-9471	
HISTORIAL DE CLASIFICACIONES			
Fecha de información		dic-22	mar-24
Fecha de comité		14/07/2023	04/09/2023
Valores de Titularización- Títulos de Participación			jun-24
Monto de la Emisión hasta US\$25,000,000.00		Nivel 2	Nivel 2
Perspectiva		Estable	Estable

Significado de la Clasificación

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

"Dentro de una escala de clasificación se podrán utilizar los signos "+" y "-", para diferenciar los instrumentos con mayor o menor riesgo dentro de su categoría. El signo "+" indica un nivel menor de riesgo, mientras que el signo menos "-" indica un nivel mayor de riesgo".

La información empleada en la presente clasificación proviene de fuentes oficiales; sin embargo, no garantizamos la confiabilidad e integridad de esta, por lo que no nos hacemos responsables por algún error u omisión por el uso de dicha información. La clasificación otorgada o emitida por PCR constituyen una evaluación sobre el riesgo involucrado y una opinión sobre la calidad crediticia, y la misma no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago de este; ni estabilidad de su precio y puede estar sujeta a actualización en cualquier momento. Asimismo, la presente clasificación de riesgo es independiente y no ha sido influenciada por otras actividades de la Clasificadora.

Racionalidad

En Comité de Clasificación de Riesgo, PCR decidió mantener la clasificación de **"Nivel 2"** a los Valores de Titularización – Títulos de Participación del **Fondo de Titularización de Inmuebles Hencorp Valores Portales del Bosque cero uno – FTIHVPB CERO UNO** con perspectiva **"Estable"**; con información no auditada al 30 de junio de 2024.

La clasificación se fundamenta en la muy buena capacidad del Fondo para originar ingresos por la venta de apartamentos, lo cual permitirá generar retorno a los inversionistas. Adicionalmente, se considera la amplia experiencia del constructor y desarrollador del proyecto; así como, la baja probabilidad de sufrir pérdida de valor debido a la localización del inmueble.

Perspectiva

Estable

Resumen Ejecutivo

- **La Emisión está adecuadamente respaldada por su estructura legal y características del inmueble.** El fondo de titularización inmobiliario (FTIHVPB01) es establecido para financiar y desarrollar el proyecto denominado “Portales del Bosque” emitiendo títulos de participación para su construcción y obtener rendimientos futuros a través de la venta de apartamentos que forman parte del completo. El proyecto incluye una torre que consta con once niveles y se integra con un total de 110 apartamentos. El complejo se ubica en Antiguo Cuscatlán, área desarrollada donde proyectos de vivienda experimentan un auge en los últimos años.
- **Desviaciones en el presupuesto de capital se encuentran parcialmente mitigadas con políticas y cartas de contratación de proveedores.** Se estima que los flujos que sustentan el funcionamiento del Fondo durante la construcción provendrán de desembolsos de deuda bancaria, cubriendo así los gastos de inversión en un escenario base. Sin embargo, PCR advierte que las presiones inflacionarias actuales podrían causar desviaciones en el presupuesto, aumentando los costos del proyecto. Estas desviaciones serían parcialmente mitigadas por las políticas y contratos con proveedores.
- **Política de financiamiento.** El Fondo de Titularización puede adquirir obligaciones con Acreedores Financieros hasta un 150% del Valor del Patrimonio Autónomo del mes anterior a la solicitud de financiamiento a junio de 2024 sus obligaciones representaron un 68.37% cumpliendo con la política. Además, si hay desviaciones en el presupuesto del Proyecto “Portales del Bosque”, el Originador deberá aportar recursos adicionales al Fondo.
- **El comisionista a cargo del Fondo cuenta con amplia experiencia en el segmento inmobiliario.** Para garantizar la operatividad de los activos del Fondo, se ha seleccionado a Inversiones Briko, S.A. de C.V. como Comisionista, debido a su experiencia en la administración de inmuebles habitacionales, comerciales y empresariales.
- **Alta expertiz por parte del constructor designado para la ejecución del Proyecto “Portales del Bosque”:** Las labores de construcción son realizadas por “QUALICONS, S.A. DE C.V.”, una empresa con una sólida reputación en el sector desde 2002, destacándose por su calidad en la construcción, cumplimiento de plazos y eficiencia administrativa en proyectos comerciales, residenciales e industriales, entre otros.
- **Estructura de fondeo con alta participación de financiamiento externo.** A junio de 2024, el fondo cuenta con activos por un total de US\$15.4 millones, de los cuales el 99.76% corresponde a activos titularizados a largo plazo. Por otro lado, los pasivos ascienden a US\$12.5 millones, representados en 96.4% por préstamos con instituciones bancarias. Finalmente, el patrimonio a la fecha resultó de US\$2.9 millones y está compuesto en su totalidad por participaciones en el fondo inmobiliario. Debido al comportamiento de las variables el apalancamiento patrimonial resultó en 4.14 veces.
- **Resultados del fondo acorde a lo proyectado por el modelo.** En cuanto a los resultados del fondo, hasta la fecha no se han generado ingresos, en línea con lo proyectado en el modelo financiero que establece que estos comiencen a recaudarse a partir de agosto de 2024. Por su parte, los gastos totalizaron US\$386 miles principalmente por el pago de servicios de deuda. En ese sentido, de acuerdo con la proyección, se espera que el fondo empiece a registrar utilidades en agosto de 2024.
- **Sector inmobiliario muestra moderada dinámica de crecimiento.** A la fecha de análisis, las actividades inmobiliarias generaron un PIB de US\$524 millones, reflejando un incremento del 4.61%, equivalente a US\$23 millones, en comparación con junio 2023, cuando se registraron US\$501 millones. En contraposición en términos nominales el PIB del sector construcción totalizó en US\$559 millones, reflejando una contracción de 7.13% (US\$43 millones) en comparación a junio 2023 (US\$602 millones).

Factores Claves

Factores que podrían llevar a un incremento en la clasificación.

- Excedentes de flujos de caja los cuales permitan un mayor pago de dividendos.

Factores que podrían llevar a una reducción en la clasificación.

- Atrasos en el proyecto debido a fallas en la cadena de suministros lo cual conlleve a un incremento en los costos del proyecto.
- Desviaciones significativas a las proyecciones que afecten a la rentabilidad.
- Reducción significativa de los precios de venta y baja colocación de apartamentos.

Metodología utilizada

La opinión contenida en el informe se ha basado en la aplicación de la Metodología de calificación de riesgo de financiamiento estructurado y titularizaciones (PCR-SV-MET-P-050, El Salvador), vigente desde el 06 de noviembre de 2023 y la Metodología de calificación de riesgo para fondos de titularizaciones de inmuebles (PCR-SV-MET-P-082, El Salvador), vigente desde el 06 de noviembre de 2023. Normalizada bajo los lineamientos del Art.8 y 9 de la “NORMAS TÉCNICAS SOBRE OBLIGACIONES DE LAS SOCIEDADES CLASIFICADORAS DE RIESGO” (NRP-07), emitidas por el Comité de Normas del Banco Central de Reserva de El Salvador.

Información utilizada para la clasificación

- **Perfil de la Titularizadora:** Reseña y Gobierno Corporativo.
- **Información financiera del Fondo de Titularización:** Modelo Financiero de la Emisión y Estados Financieros no auditados al 30 de junio del 2024.
- **Documentos legales:** Contrato de Titularización FTIHVPB01, Contratos de pólizas de seguros, Contrato de www.ratingspocr.com

Construcción de edificios de Portales del Bosque y supervisión de este, Prospecto de Emisión FTIHVPB01, Plan Maestro del Proyecto.

Limitaciones Potenciales para la clasificación

Limitaciones encontradas: Durante el período de análisis, no se dispone del informe del avance de la obra, por lo tanto, carecemos de evidencia sobre la finalización del proyecto de construcción. A su vez, no se tiene una actualización en el contrato de seguro todo riesgo a la fecha, el cual tenía una vigencia original hasta el 31 de marzo del 2023.

Limitaciones potenciales:

- PCR dará seguimiento a la capacidad del Fondo para obtener los flujos adecuados que permitan el pago de dividendos, así como el cumplimiento de los aspectos legales establecidos en el Contrato de Titularización.
- Impacto de la inflación en el precio de los costos de los materiales de construcción.

Panorama Internacional

Según las *Perspectivas económicas mundiales* del Banco Mundial, se prevé una moderación del crecimiento económico estimado para 2024, el cual se ubicaría en 2.6% en 2024, y continuando con la tendencia de desaceleración por tercer año consecutivo. Esta tendencia es resultado de varios factores, incluyendo la prolongación de conflictos geopolíticos, tensiones comerciales y políticas monetarias más estrictas. A pesar de estos desafíos, a inicios de 2024, la actividad global se fortaleció, impulsada por un crecimiento más robusto de la economía de Estados Unidos. Las tasas de interés de referencia han iniciado un descenso más lento de lo previsto debido a las presiones inflacionarias persistentes en economías clave.

Adicionalmente, se prevé que la inflación mundial descienda a 4.5% en 2024, lo que ayudaría a que se cumplan con los objetivos de los bancos centrales, aunque a un ritmo más lento de lo previsto inicialmente. La alta inflación sigue siendo impulsada por los precios elevados de productos básicos y los choques de oferta, especialmente en el sector de alimentos. Aunque se proyecta una disminución de la inflación, la persistencia de fenómenos climáticos extremos y otros factores externos podrían generar volatilidad en los precios de los productos básicos.

El fenómeno climático “La Niña” sigue siendo una de las problemáticas más importantes en la región para las economías en 2024. Se estima que continúe afectando las condiciones meteorológicas con una mayor probabilidad de sequías en algunas regiones y lluvias intensas en otras, lo que podría generar interrupciones en la producción agrícola y elevar los precios de los alimentos. Es importante destacar que, los datos disponibles al cierre de 2023 y al 30 de junio de 2024 indican que “La Niña” ha sido el principal fenómeno climático con mayor influencia en las condiciones económicas globales.

Con respecto a la región de América Latina y el Caribe, se prevé que su crecimiento disminuirá hasta un 1.8% en 2024, para repuntar a 2.7% en 2025. Los efectos persistentes de la restricción monetaria seguirán influyendo en el crecimiento a corto plazo; sin embargo, se pronostica que la disminución de la inflación permitirá a los bancos centrales reducir las tasas de interés, lo que podría estimular la inversión y ser beneficioso para la región. Por su parte, entre los riesgos que persisten se encuentran condiciones financieras mundiales más restrictivas, elevados niveles de deuda local y desaceleración de la economía de China, que afectaría a las exportaciones de la región, aunado al efecto por el cambio climático. En contraposición, si Estados Unidos presenta una actividad económica más sólida podría contrarrestar los efectos negativos y tener un impacto positivo en América Central y el Caribe.

En comparación con otros países de la región, República Dominicana se destaca por liderar el mayor crecimiento proyectado, alcanzando un 5.1% en 2024 atribuido a una reducción en su inflación y un aumento en las actividades económicas, particularmente en el sector turístico. Le sigue de cerca Costa Rica con una tasa de 3.9%, mostrando crecimiento más moderado con un fuerte enfoque en exportaciones de servicios y turismo. Por su parte, para Nicaragua se pronostica un crecimiento en 2024 de 3.7% impulsado por la continuidad de inversiones y estabilidad económica; a pesar de desafíos políticos. Honduras se proyecta en 3.4%, manteniendo una relativa estabilidad macroeconómica y supeditado a una moderación de la inflación.; mientras que, El Salvador crecería en 3.2%, ante reformas económicas y fiscales estructurales. Adicionalmente, Guatemala estima un crecimiento de 3%, registrando un crecimiento moderado en remesas y estabilidad económica general. Finalmente, Panamá es el país que presenta mayores desafíos para su crecimiento con una tasa estimada de 2.5%, explicada por el cierre de la mina Cobre Panamá y la reducción del tráfico en el Canal de Panamá.

Estados Unidos desempeña un papel importante en la dinámica económica global, teniendo un impacto significativo en la región de Centroamérica y el Caribe. Las exportaciones e importaciones estadounidenses son fundamentales para el comercio mundial, y cualquier cambio en la política comercial de Estados Unidos, como la imposición de aranceles y restricciones, puede alterar significativamente las cadenas de suministro globales. Se espera que a medida la FED continúe con el proceso de reducción en las tasas de interés de referencia, la economía estadounidense alcance una mayor dinámica de crecimiento.

Las perspectivas para 2024-2025 presentan un crecimiento moderado y desafíos persistentes, manteniendo riesgos geopolíticos, tensiones comerciales y efectos adversos por el cambio climático, que continuarán siendo factores

determinantes ante la dinámica económica global y regional. Las economías emergentes son las que pueden salir más afectadas por lo que deben estar preparadas para un entorno económico complejo, buscando estrategias que le permitan mantener el crecimiento y mitigar los riesgos.

Desempeño económico de El Salvador

Al primer semestre de 2024 la actividad económica del país, medida a través del Índice de Volumen de la Actividad Económica (IVAE), presentó un decrecimiento al registrar una variación anual de -2.08%. Este comportamiento ha sido influenciado por menor actividad en rubros fundamentales para la economía, como el sector construcción, que muestra una variación interanual negativa de 16.1%. Por su parte, el Producto Interno Bruto (PIB) registró un aumento de 2.6%, al primer trimestre del año, por debajo del rango proyectado por el Banco Central de Reserva para 2024 (3.0% - 3.5%).

Por su parte, la inflación medida a través del Índice de Precios al Consumidor (IPC) se ha moderado y colocado en niveles controlados, posterior al efecto inflacionario global. Aunque el índice general ha bajado hasta colocarse en 1.48% a junio de 2024; algunos sectores aún permanecen en niveles altos, como el de restaurantes y hoteles (5.53%), alimentos y bebidas no alcohólicas (3.63%) y salud (2.53%). El pronóstico del BCR para 2024 es que el índice oscile entre 0.5% y 1.0% debido a factores como el comportamiento del precio internacional del petróleo y sus derivados, la continuidad de proyectos de diversificación de la matriz energética impulsados por recursos renovables, lo que permitirá mantener bajos los precios de la electricidad, así como una moderada disminución en los precios de los alimentos.

Con respecto al sistema financiero regulado, la cartera de préstamos neta registró un crecimiento de 5.69% (US\$999 millones), totalizando los US\$18,558 millones, similar al crecimiento promedio de los últimos cinco cierres anuales (5.73%). En cuanto a los depósitos, totalizaron en US\$19,011 millones, con un aumento interanual de 4.15% (US\$758 millones); mientras que, el spread financiero se ubicó en 2.51%, mayor respecto a junio de 2023 (2.20%).

En cuanto a la situación fiscal del país, el Sector Público No Financiero (SPNF) a junio de 2024 registró un déficit fiscal de US\$157.0 millones, mayor al registrado a junio de 2023 (US\$34.2 millones). Cabe aclarar que el déficit a junio de 2024 no incluye la deuda previsional, dado que a partir de la reforma al sistema de pensiones en abril de 2023 se dejó de incluir como parte del SPNF. El comportamiento del déficit se explica por el aumento de los gastos y concesión neta de préstamos que registraron un incremento de 12.1% debido al aumento de gastos corrientes (12.0%) y gastos de capital (12.7%). Por su parte, los ingresos corrientes registraron un incremento de (8.9%), impulsados por los ingresos tributarios netos (11.0%) y por el superávit de operación de Empresas Públicas (33.5%).

Adicionalmente, la balanza comercial reportó un déficit de US\$4,580 millones, aumentando en 5.4% (US\$232.8 millones) como resultado del ligero incremento en las importaciones (+0.04%) y la reducción en las exportaciones (6.7%). El comportamiento en las exportaciones ha estado influenciado por la industria manufacturera de maquila con una disminución de 26.5%, aunado al comportamiento estable de las importaciones, que fueron impulsadas principalmente por las industrias manufactureras (+2.2%).

En cuanto a aspectos sociales, el país ha tenido avances significativos en términos de seguridad y control de la criminalidad, lo que genera un ambiente propicio para el desarrollo de negocios; sin embargo, se han tenido retrocesos en temas como transparencia, percepción de la corrupción y confianza en sistemas democráticos. Adicionalmente, se necesita mantener un crecimiento económico sostenible que permita continuar con la lucha por la erradicación de la pobreza y la alta vulnerabilidad frente a eventos climáticos.

Finalmente, las expectativas de crecimiento económico se mantienen moderadas. Para 2024, el BCR proyecta una tasa de crecimiento real del PIB en un rango del 3.0% al 3.5%, que será impulsado principalmente por la inversión privada y pública, y el turismo que es promovido por un ambiente de seguridad y certidumbre para personas y empresas, así como la demanda externa, que se espera favorezca a las exportaciones. El Salvador tiene como uno de los principales desafíos controlar los niveles de endeudamiento y robustecer los niveles de liquidez del país para afrontar sus compromisos financieros.

Análisis del Sector Inmobiliario

El sector inmobiliario engloba todas las actividades relacionadas con bienes inmuebles, como terrenos y edificios, abarcando desde su construcción hasta su comercialización. Esto incluye el trabajo de arrendadores, agentes y corredores dedicados a la compra, venta, alquiler y otros servicios inmobiliarios. Según los datos más recientes del Banco Central de Reserva (BCR) actualizados a junio 2024, el Producto Interno Bruto (PIB) del sector construcción alcanzó los US\$559 millones, experimentando una contracción del 7.13% respecto a junio de 2024, cuando se reportaron US\$602 millones, lo que equivale a una disminución de US\$43 millones. En contraste, las actividades inmobiliarias generaron un PIB de US\$524 millones, reflejando un incremento del 4.61%, equivalente a US\$23 millones, en comparación con el periodo anterior, cuando se registraron US\$501 millones.

En cuanto a la representación del sector construcción y actividades inmobiliarias con respecto al Índice de Volumen de la Actividad Inmobiliaria (IVAE) a junio de 2024 mostraron un comportamiento levemente decreciente en el caso de las actividades de construcción y ligeramente al alza en cuanto a las actividades inmobiliarias en comparación a sus resultados de junio de 2023. El sector construcción refleja una disminución pasando de un IVAE de 159.22 en junio 2023 a un valor de 133.52 y las actividades inmobiliarias pasaron de 106.92 a 108.81 en junio de 2024.

Las actividades inmobiliarias representaron en un 5.88% el total del PIB reflejando un crecimiento del 0.03% con respecto a junio 2023 (5.86%). En cuanto a las actividades de construcción, representaron en un 6.28% del PIB, registrando un leve decrecimiento del 0.76% (junio 2023: 7.04%). Por otra parte, según los datos a marzo 2024 del Instituto Salvadoreño del Seguro Social (ISSS), la construcción y las actividades inmobiliarias han mostrado un crecimiento significativo del 9.7% y del 7.89%, respectivamente; mientras que los empleos directos en estos sectores sumaban aproximadamente 30,600 empleos directos y 7,700 empleos indirectos.

El sector de la construcción en El Salvador, a pesar de enfrentar desafíos como el aumento de costos en combustibles y materias primas, así como la escasez de mano de obra, muestra una tendencia positiva. La Cámara Salvadoreña de la Construcción (CASALCO) destaca que proyectos como el viaducto de los Chorros y diversas obras públicas generarán unos 150,000 empleos directos e indirectos.

La Oficina de Planificación del Área Metropolitana de San Salvador (OPAMSS) indica que la construcción y las actividades inmobiliarias representan el 40% de la inversión nacional. Esta inversión se impulsa por estrategias para mejorar la demanda habitacional y el ordenamiento comercial. Además, se ha propuesto un incentivo fiscal para proyectos inmobiliarios de más de 35 pisos. Las proyecciones de la Cámara de Comercio e Industria de El Salvador apuntan a que la construcción y el turismo serán motores clave de la economía este año, mostrando resiliencia a pesar de crisis globales. La demanda de proyectos habitacionales y mejoras en la tramitación de permisos han facilitado un ambiente favorable para la inversión. Para 2024, CASALCO prevé un crecimiento superior al de 2023, gracias a megaproyectos en áreas como telecomunicaciones, salud y medio ambiente. Estas iniciativas no solo fomentarán el crecimiento del sector, sino que también contribuirán a un desarrollo integral y sostenible, mejorando la estabilidad económica y laboral en el país.

Instrumento clasificado – FTIHVPB 01

TRAMOS EMITIDOS DEL FONDO DE TITULARIZACIÓN INMOBILIARIA

Tramos	Monto Colocado	Fecha de Colocación	Fecha de Vencimiento o Redención	Monto Ofertado	Amortización de Capital	Saldo
1	US\$2,000,000	1/3/2024	1/3/2034	US\$2,000,000	US\$00.00	US\$2,000,000
2	US\$779,000	09/04/2024	09/04/2025	US\$779,000	US\$00.00	US\$779,000
3	US\$155,000	08/05/2024	08/05/2025	US\$155,000	US\$00.00	US\$155,000

Fuente: Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora / Elaboración: PCR

RESUMEN DE LA ESTRUCTURA DE LA TITULARIZACIÓN.

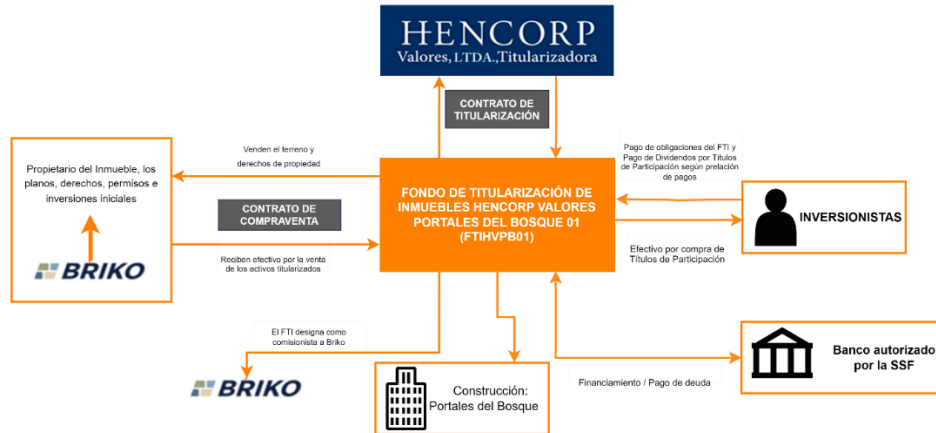
Concepto	Descripción
Denominación de la Emisión:	Valores de Titularización — Títulos de Participación con cargo al FONDO DE TITULARIZACIÓN DE INMUEBLES HENCORP VALORES PORTALES DEL BOSQUE CERO UNO, cuya abreviación es "VTHVPB CERO UNO".
Denominación del Originador:	BRIKO, S.A. DE C.V., en su calidad de propietario de planos, diseños, permisos y del inmueble donde será desarrollado el Proyecto de Construcción.
Monto de la Emisión:	Hasta US\$25,000,000.00
Valor mínimo de contratación.	Mil (US\$ 1,000.00) y Múltiplos de mil dólares de los Estados Unidos de América (US\$1,000.00).
Moneda de negociación:	Dólares de los Estados Unidos de América.
Plazo de la emisión	Un plazo de hasta DIEZ años, contados a partir de la fecha de colocación.
Respaldo de la Emisión:	El pago de dividendos de los Valores de Titularización, conforme a la Política de Distribución de Dividendos, estará respaldado por el patrimonio del Fondo de Titularización, constituido como un patrimonio independiente del patrimonio del Originador y de la Titularizadora.
Destino de los Fondos.	El Fondo de Titularización es constituido con el propósito principal de desarrollar el Proyecto de Construcción para generar rendimientos a ser distribuidos a prorrata como Dividendos entre el número de Títulos de Participación en circulación, según la Prelación de Pagos establecida en el Contrato de Titularización.
Naturaleza del Activo y Valor Total:	El Inmueble que inicialmente integrará el Fondo de Titularización está compuesto por siete porciones de terreno de forma irregular, marcados como PORCIÓN II, PARCELA III-A, LOTE 3-A1, LOTE 3-A2, LOTE III-B, LOTE III-B DOS y LOTE III-B TRES; posee una extensión conjunta superficial de 37,271.03 m ² . El inmueble ha sido valuado por Perito Valuador de Inmuebles Ingeniero Luis Guifarro, bajo el asiento PV-0112-2011, en un monto de VEINTITRÉS MILLONES OCHOCIENTOS CINCUENTA Y UN MIL DOSCIENTOS NOVENTA Y DOS DÓLARES DE LOS ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA CON OCHENTA Y SIETE CENTAVOS (US\$ 23,851,292.87). La Sociedad Titularizadora como Administradora del Fondo de Titularización abrirá, como mínimo tres cuentas:
Cuentas bancarias Relacionadas con el Fondo de Titularización:	<p>i) Cuenta Colectora: Se abrirá una cuenta corriente a nombre del Fondo de Titularización en un banco autorizado, administrada por la Titularizadora. Esta cuenta recibirá fondos de operaciones, ventas, financiamientos y otros ingresos relacionados con el Fondo, con el objetivo exclusivo de coleccionar dichos fondos.</p> <p>ii) Cuenta Discrecional: Se abrirá una cuenta bancaria a nombre del Fondo de Titularización, administrada por la Titularizadora, que recibirá mensualmente los ingresos del Fondo y de la colocación de títulos. Su función será mantener los fondos para pagar a proveedores, acreedores financieros y tenedores de valores, siguiendo el orden de prelación del contrato de titularización.</p> <p>iii) Cuenta Comisionista: Se abrirá una cuenta bancaria a nombre del Fondo de Titularización en un banco autorizado, con firma indistinta de la Comisionista y la Sociedad Titularizadora. En esta cuenta se podrán realizar abonos periódicos y se cargarán gastos relacionados con el desarrollo y mantenimiento del Proyecto de Construcción, como inversiones, pago de proveedores y adquisición de equipo y materiales.</p>

Fuente: Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora / Elaboración: PCR

Estructura de Titularización

El Fondo de Titularización de Inmuebles Hencorp Valores Portales del Bosque cero uno tiene como objetivo administrar fondos para el desarrollo y financiamiento del proyecto de construcción “Portales del Bosque”, generando dividendos para los tenedores de valores emitidos. Este proyecto incluye una torre de 11 niveles con 110 apartamentos en Nuevo Cuscatlán, La Libertad. Los títulos de participación están destinados a inversionistas dispuestos a asumir riesgos y con un horizonte de inversión a largo plazo, sin la expectativa de ingresos fijos.

ESTRUCTURA OPERATIVA FONDO DE TITULARIZACIÓN DE INMUEBLES HENCORP VALORES PORTALES DEL BOSQUE 01



Fuente: Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora / Elaboración: PCR

Administración del Inmueble en el Periodo de Construcción:

La Sociedad Titularizadora contrató como Comisionista a INVERSIONES BRIKO, S.A. DE C.V., quien tiene la facultad, de acuerdo al Contrato de Comisión para la Administración del Inmuebles. Además, se entienden comprendidas las actividades que durante la etapa de construcción sea necesario realizar referentes a la comercialización, mercadeo, promoción y, en general, todas aquellas acciones que permitan que el Proyecto de Construcción pueda empezar a generar ingresos una vez se haya finalizado.

Administración del Inmueble, una vez construido, por cuenta del Fondo de Titularización:

El Fondo contempla que la administración del Proyecto será por cuenta del Fondo de Titularización, que en uso de las facultades que le confiere la Ley de Titularización de Activos. La administración incluye la facultad del Administrador de ejercer labores de procesamiento de información, de recaudación de flujos generados por la operación del Inmueble, de contabilización, de registro de pagos y otros de naturaleza análoga sobre dichos flujos, por cuenta del Fondo de Titularización. La entrega en administración del Inmueble podrá ser total o parcial.

Estructura de Financiamiento

El Fondo de Titularización, previa autorización de la Junta General Extraordinaria de Tenedores de Valores, podrá adquirir préstamos bancarios u obtener liquidez indirectamente a través del mercado de capitales, posterior a la emisión de Valores de Titularización - Títulos de Participación, conforme a las condiciones y tasas de mercado.

Análisis del Activo

Características Generales del activo que integrará el FTIHVPB CERO UNO

Para completar el traslado de activos al Fondo de Titularización, se requiere un avalúo de un perito registrado. El inmueble inicial del fondo consiste en siete porciones de terreno irregulares, con una superficie total de 37,271.03 m². Ha sido valuado por el Ingeniero Luis Guifarro en \$23,851,292.87.

ACTIVOS A ADQUIR POR EL FTIHVPB CERO UNO (US\$ MILES)	
DESCRIPCIÓN	MONTO
Valor del Terreno	US\$23,851
Total	US\$23,851

Fuente: Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora / Elaboración: PCR

Características del complejo habitacional “Portales del Bosque”

El Proyecto de Construcción comprende el desarrollo de una torre de apartamentos de 11 niveles con un total de 110 unidades habitacionales. Se estimaba que el período de construcción tomaría alrededor de 21 meses, comenzando en enero de 2022. Este proyecto se ejecutaría en una única fase, que incluye el 100% del desarrollo, como los niveles de estacionamiento, áreas comunes y la distribución arquitectónica de los apartamentos.

Durante el proceso constructivo, Hencorp Valores, Ltda., como Administradora del Fondo de Titularización, pone el inmueble a disposición del constructor para llevar a cabo los trabajos. Además, Hencorp Valores mantiene comunicación periódica con el supervisor de obra para recibir actualizaciones sobre el avance de la construcción.

Grado de concentración y desarrollo urbanístico

El proyecto inmobiliario se ubica en el municipio de Nuevo Cuscatlán, presentando buena plusvalía y un aumento en proyectos habitacionales, además de contar con gasolineras, colegios privados y una zona comercial. Está cerca de la carretera al Puerto de La Libertad y otras áreas de desarrollo comercial y urbanístico, con buena calidad en servicios básicos e infraestructura.

Se destacan estrategias para impulsar la economía, la inversión y los negocios. Según un estudio de factibilidad técnico, el sector inmobiliario muestra crecimiento en los últimos años debido a diversos factores que favorecen el desarrollo de proyectos comerciales y de vivienda.

Principales perfiles del proyecto Portales del Bosque

Perfil del constructor

Según el contrato de Titularización del Fondo, el Constructor es la firma responsable de las labores de construcción del proyecto inmobiliario, que debe demostrar experiencia y trayectoria verificable en el sector. El proyecto "Portales del Bosque" es ejecutado por "QUALICONS, S.A. DE C.V.", una empresa con sólida reputación en construcción desde 2002, conocida por su calidad, eficiencia administrativa y cumplimiento de plazos en diversos tipos de proyectos.

La Titularizadora debe asegurar el inmueble durante todo el proceso, incluyendo la construcción, y solicitar al Constructor garantías de cumplimiento del contrato, buena inversión de anticipo y buena obra para mitigar riesgos. Según las políticas del fondo, el Constructor debe presentar una garantía de cumplimiento no menor al 10% del valor pendiente de ejecución.

Perfil del supervisor del Proyecto

Según el contrato de Titularización, el Supervisor es la persona o sociedad encargada de supervisar la construcción del proyecto "Portales del Bosque". La Titularizadora, como Administrador del Fondo, contrató al supervisor, quien debe tener al menos cinco años de experiencia y no estar vinculado a la empresa constructora ni al Representante de Tenedores. La empresa seleccionada para la supervisión es "R. D. Consultores S. A. de C. V.", una firma salvadoreña con más de 30 años de experiencia en consultoría en construcción, especializada en diseño y supervisión de proyectos. R.D. Consultores colabora con socios estratégicos en áreas como geología, geofísica, geotecnia y estudios medioambientales.

Perfil de la Titularizadora

Reseña

El 17 de diciembre de 2007, se publicó la Ley de Titularización de Activos, aprobada por la Asamblea Legislativa de la República de El Salvador. Posteriormente, el 24 de junio de 2008, el Grupo Hencorp estableció en El Salvador una Sociedad Titularizadora bajo el nombre de Hencorp Valores, S.A., Titularizadora, siendo la primera entidad de su tipo en el país. El 29 de diciembre de 2016, la Superintendencia del Sistema Financiero autorizó la transformación de Hencorp Valores, S.A. Titularizadora a una Sociedad de Responsabilidad Limitada, cambiando su denominación a Hencorp Valores, Limitada, Titularizadora.

La titularizadora Hencorp Valores, LTDA., demuestra el compromiso del Grupo Hencorp con el desarrollo de los mercados de capitales en El Salvador y la región. Fundada siguiendo los valores del grupo y con asesoría de expertos internacionales en titularización, su objetivo principal es proporcionar liquidez a activos del sector corporativo salvadoreño, regional y del sector público.

Esto se logra mediante la conexión de dichos activos con el mercado de capitales, ofreciendo un mecanismo adicional de financiamiento y generando nuevos instrumentos bursátiles con niveles de riesgo aceptables. Por lo tanto, hasta la fecha de análisis, la entidad gestiona 26 de las 45 titularizaciones activas dentro del mercado de valores salvadoreño, lo que representa una participación del 57.8%.

Gobierno Corporativo

Producto del análisis efectuado, PCR considera que Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora reconoce la importancia de contar con un adecuado Gobierno Corporativo y Código de ética que oriente la estructura y funcionamiento de sus diferentes departamentos en interés de la sociedad y sus accionistas, así como el apoyo en la toma de decisiones por parte de los diversos Comités.

La estructura de Gobierno Corporativo se soporta a través de:

- Código de Ética y Conducta.
- Código de Gobierno Corporativo.
- Manuales de Políticas, Normas y Procedimientos.
- Comités: Auditoría, Administración Integral de Riesgos, Prevención de Lavado de Dinero y Activos y demás Comités de apoyo.
- Junta Directiva y Alta Gerencia.
- La Misión, Visión, Valores y Objetivos corporativos.

Estructura Organizacional

En opinión de PCR, Hencorp Valores, LTDA, Titularizadora posee una estructura organizacional adecuada y su administración de riesgos se encuentra acorde a su modelo de negocio.

Accionistas y Concejo de Gerentes

En el siguiente cuadro se detallan los principales Participantes Sociales y Concejo de Gerentes de Hencorp Valores, LTDA, Titularizadora, con una vigencia de la estructuración de cinco años:

PARTICIPANTES SOCIALES		CONCEJO DE GERENTES ¹	
Accionista	Participación	Cargo	Nombre
Hencorp V Holding, S. de R.L.	99.99%	Gerente Presidente	Eduardo Arturo Alfaro Barillas
Eduardo Alfaro Barillas	00.01%	Gerente Secretario	Roberto Arturo Valdivieso Aguirre
Total	100%	Gerente Administrativo	Víctor Manuel Henríquez
		Gerente Administrativo	José Adolfo Galdámez Lara
		Gerente Suplente	Felipe Holguín
		Gerente Suplente	José Miguel Valencia Artiga
		Gerente Suplente	Gerardo Mauricio Recinos Avilés
		Gerente Suplente	Gerardo Miguel Barrios Herrera

Fuente: Hencorp Valores, Ltda, Titularizadora / Elaboración: PCR

Gestión de riesgos

Para reducir los riesgos asociados al desempeño de sus actividades económicas y en cumplimiento de las Normas para la Gestión Integral de Riesgos de las Entidades Bursátiles (NPR-11) emitidas por el Banco Central de Reserva de El Salvador (BCR), Hencorp Valores ha desarrollado un Manual de Gestión de Riesgos. Este tiene como objetivo identificar, medir, controlar, monitorear y comunicar los riesgos, así como las metodologías y herramientas utilizadas en los distintos procesos y líneas de negocio de Hencorp Valores y sus fondos administrados. Hencorp Valores cuenta con una Auditoría Externa, regulada por el Banco Central de Reserva y supervisada por la Superintendencia del Sistema Financiero, para garantizar un manejo adecuado de los riesgos que puedan afectar a la empresa.

Resultados financieros

Debido a la naturaleza del negocio de la Titularizadora, es crucial evaluar el riesgo de liquidez de la compañía. En este contexto, a junio de 2024, Hencorp ha registrado un leve incremento en su razón corriente frente a su comparativo interanual, alcanzando 3.6 veces (junio 2023: 3.4 veces). Este incremento refleja una sólida capacidad financiera para cumplir con sus obligaciones de corto plazo.

Liquidez	LIQUIDEZ (VECES)					
	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	jun-23	jun-24
Razón Corriente	3.3	3.0	3.2	3.0	3.4	3.6

Fuente: Hencorp Valores, LTDA., Titularizadora / Elaboración: PCR

Por otra parte, las utilidades netas reportadas a junio 2024 alcanzaron los US\$1,317 miles, mostrando una contracción de 5.15% (-US\$71.5 miles) respecto a junio 2023, como efecto de la disminución en los ingresos de explotación en un -6.81% (-US\$210 miles). Lo anterior influyó en un ajuste de los indicadores de rentabilidad al reportar un retorno sobre activos (ROA) de 66.4% (junio 2023: 67.4%). Asimismo, el retorno patrimonial (ROE) se ubicó en 92.1%, evidenciando una ligera contracción de 3.9 p.p en comparación a junio 2023. La titularizadora continúa mostrando niveles de rentabilidad altos, por encima de su promedio de los últimos cuatro años.

Rentabilidad	ROA Y ROE (%)					
	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	jun-23	jun-24
ROA	32.8%	37.7%	40.5%	42.0%	67.4%	66.4%
ROE	47.2%	56.2%	58.9%	62.6%	96.0%	92.1%

Fuente: Hencorp Valores, LTDA., Titularizadora / Elaboración: PCR

Análisis Financiero de FTIHVPB01

Los activos del Fondo a junio de 2024 totalizaron US\$15,391 miles, los cuales están representados por activos corrientes que sumaron US\$31.3 miles y activos no corrientes que presentan un valor de US\$15,359 miles, integrados por los activos titularizados a largo plazo y gastos de colocación. En cuanto a los pasivos, presentaron un valor de US\$12,486 miles, los cuales son mayormente representados por préstamos con instituciones bancarias a corto plazo. Finalmente, el patrimonio del Fondo está totalmente representado por participaciones que a la fecha de análisis tienen un valor de US\$2,904 miles. El apalancamiento patrimonial a junio de 2024 resultó en 4.14 veces.

El FTIHVPB01 ha realizado proyecciones financieras que abarcan tanto la etapa de construcción como el proceso de venta de apartamentos. Según estas proyecciones, el financiamiento del proyecto se obtendrá mediante un préstamo bancario y la colocación de valores de participación. En el modelo inicial se proyectaba percibir ingresos en junio de 2024; sin embargo, de acuerdo con la última actualización del modelo, los ingresos se comenzarían a percibir a partir de agosto del mismo año y se estima que el proceso de venta de apartamentos concluirá en octubre de 2024.

¹ Concejo de Gerentes electo el 17 de enero 2022; con Credencial de Elección del Registro de Comercio al número 58 del Libro 4506 del Registro de Sociedades, del Folio 322 al 324. Fecha de inscripción: 20 de enero 2022

EXPRESADO EN MILES DE US\$

Componente	REAL	PROYECTADO	
	jun-24	jun-24P	2024P
Ingresos	-	-	23,320.00
Gastos	386.23	386.23	22,801.61
Utilidad neta	- 386.23	-386.23	518.39
EBITDA/servicio de la Deuda	-	-	2.10
ROE	-13.30%	-13.30%	25.92%

*Fuente: Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora / **Elaboración: PCR***

Estados Financieros no Auditados FTIHVPB01

BALANCE GENERAL FONDO DE TITULARIZACIÓN DE INMUEBLES HENCORP VALORES PORTALES DEL BOSQUE 01 (US\$ MILES)

COMPONENTE	mar-24	jun-24
BANCOS	64.5	31.4
CUENTAS Y DOCUMENTOS POR COBRAR	522.5	-
ACTIVO CORRIENTE	586.9	31.4
ACTIVOS EN TITULARIZACIÓN LARGO PLAZO	13,407.0	15,353.4
ACTIVO NO CORRIENTE	13,407.0	15,359.2
TOTAL ACTIVO	13,993.9	15,390.6
DOCUMENTOS POR PAGAR	16.0	826.6
PRÉSTAMOS CON INSTITUCIONES BANCARIAS O DE CRÉDITO	12,000.0	12,031.2
HONORARIOS PROFESIONALES POR PAGAR	29.0	14.0
OTRAS CUENTAS POR PAGAR	10.5	0.5
PASIVO CORRIENTE	12,055.5	12,872.3
PASIVO NO CORRIENTE	-	-
EXCENDETE DEL EJERCICIO	-	386.2
TOTAL PASIVO	11,993.9	12,486.0
PARTICIPACIONES EN FONDOS INMOBILIARIOS	2,000.0	2,904.6
TOTAL PATRIMONIO	2,000.0	2,904.6
TOTAL PASIVO + PATRIMONIO	13,993.9	15,390.6

Fuente: Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora / Elaboración: PCR

ESTADO DE RESULTADOS FONDO DE TITULARIZACIÓN DE INMUEBLES HENCORP VALORES PORTALES DEL BOSQUE 01 (US\$ MILES)

COMPONENTES	mar-24	jun-24
INGRESOS DE OPERACIÓN Y ADMINISTRACION	-	-
INGRESOS POR INVERSIONES	-	-
OTROS INGRESOS	-	-
TOTAL INGRESOS	-	-
POR ADMINISTRACION Y CUSTODIA	18.0	29.2
POR CLASIFICACION DE RIESGO	12.0	14.5
POR AUDITORIA EXTERNA Y FISCAL	2.0	2.0
POR SERVICIO DE VALUACIÓN	5.0	5.0
POR HONORARIOS PROFESIONALES	20.0	22.5
GASTOS DE ADMÓN. Y OPERACIÓN	57.0	380.3
INTERESES VALORES TITULARIZACIÓN	-	-
GASTOS POR OBLIGACIONES CON INSTITUCIONES BANCARIAS	-	-
GASTOS FINANCIEROS	-	-
OTROS GASTOS	4.6	6.0
TOTAL GASTOS	61.6	386.2
EXCEDENTE DEL EJERCICIO	-	386.2

Fuente: Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora / Elaboración: PCR

Estados Financieros de Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora

BALANCE GENERAL						
HENCORP VALORES, LTDA., TITULARIZADORA (US\$ MILES)						
COMPONENTE	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	jun-23	jun-24
EFFECTIVO Y SUS EQUIVALENTES	0	0	0	0	0	0
BANCOS E INTERMEDIARIOS FINANCIEROS NO BANCARIOS	2,543	3,580	4,350	1,741	3,468	2,771
INVERSIONES FINANCIERAS	143	143	222	2,372	122	472
CUENTAS Y DOCUMENTOS POR COBRAR	1,045	1,008	528	1,633	373	546
CUENTAS Y DOCUMENTOS POR COBRAR RELACIONADAS	92	71	91	129	94	113
RENDIMIENTOS POR COBRAR	19	-	1	10	1	1
IMPUESTOS	54	92	97	94	50	47
ACTIVO CORRIENTE	3,897	4,894	5,289	5,980	4,108	3,950
MUEBLES	10	10	13	12	10	13
ACTIVO NO CORRIENTE	10	10	13	12	10	13
TOTAL ACTIVO	3,907	4,904	5,301	5,992	4,118	3,963
CUENTAS POR PAGAR	497	703	755	887	631	467
CUENTAS POR PAGAR RELACIONADAS	147	121	-	-	-	70
IMPUESTOS POR PAGAR	544	792	907	1,082	595	567
DIVIDENDOS POR PAGAR	-	-	-	-	-	-
PASIVO CORRIENTE	1,188	1,616	1,663	1,969	1,226	1,104
PASIVO NO CORRIENTE	-	-	-	-	-	-
TOTAL PASIVO	1,188	1,616	1,663	1,969	1,226	1,104
CAPITAL	1,200	1,200	1,254	1,254	1,254	1,254
RESERVAS DE CAPITAL	235	240	251	251	251	251
RESULTADOS	1,284	1,848	2,134	2,518	1,388	1,354
RESULTADOS ACUMULADOS DE EJERCICIOS ANTERIORES	0	-	-	-	-	38
RESULTADOS DEL PRESENTE PERIODO	1,283	1,848	2,134	2,518	1,388	1,316
TOTAL PATRIMONIO	2,719	3,288	3,639	4,023	2,893	2,859
TOTAL PASIVO MÁS PATRIMONIO	3,907	4,904	5,301	5,992	4,118	3,963
CUENTAS CONTINGENTES DE COMPROMISO DEUDORAS	654,915	786,028	948,633	1,078,593	990,500	1,101,516
OTRAS CONTINGENCIAS Y COMPROMISOS	654,915	786,028	948,633	1,078,593	990,500	1,101,516
TOTAL	654,915	786,028	948,633	1,078,593	990,500	1,101,516
CUENTAS CONTINGENTES Y DE COMPROMISOS	654,915	786,028	948,633	1,078,593	990,500	1,101,516
RESPONSABILIDAD POR OTRAS CONTINGENCIAS Y COMPROMISOS	654,915	786,028	948,633	1,078,593	990,500	1,101,516
TOTAL	654,915	786,028	948,633	1,078,593	990,500	1,101,516

Fuente: Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora / Elaboración: PCR

ESTADO DE RESULTADOS						
HENCORP VALORES, Ltda., TITULARIZADORA (US\$ MILES)						
COMPONENTE	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	jun-23	jun-24
INGRESOS DE EXPLOTACIÓN	3,055	5,102	5,651	5,737	3,084	2,874
INGRESOS POR TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS	3,055	5,102	5,651	5,737	3,084	2,874
COSTOS DE EXPLOTACIÓN	1,290	2,546	2,659	2,250	1,170	1,029
GASTOS DE OPERACIÓN POR TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS	15	900	700	158	94	1
GASTOS GENERALES DE ADMINISTRACIÓN Y DE PERSONAL DE OPERACIONES DE TITULARIZACIÓN	1,272	1,642	1,956	2,089	1,075	1,027
GASTOS POR DEPRECIACIÓN, AMORTIZACIÓN Y DETERIORO POR OPERACIONES CORRIENTES	3	3	3	3	1	1
RESULTADOS DE OPERACIÓN	1,765	2,556	2,991	3,487	1,914	1,845
INGRESOS FINANCIEROS	65	84	71	112	68	39
INGRESOS POR INVERSIONES FINANCIERAS	24	2	36	99	59	28
INGRESOS POR CUENTAS Y DOCUMENTOS POR COBRAR	41	82	35	13	9	11
OTROS INGRESOS FINANCIEROS	-	0	0	-	-	-
GASTOS FINANCIEROS	7	0	10	0	0	0
GASTOS POR OBLIGACIONES CON INSTITUCIONES FINANCIERAS	-	-	-	-	-	-
GASTOS POR CUENTAS Y DOCUMENTOS POR PAGAR	0	0	0	0	0	0
OTROS GASTOS FINANCIEROS	7	-	10	-	-	-
PÉRDIDAS EN VENTA DE ACTIVOS	-	-	-	-	-	-
RESULTADOS ANTES DE IMPUESTOS	1,823	2,640	3,052	3,599	1,981	1,884
IMPUESTO SOBRE LA RENTA	540	792	907	1,082	595	567
RESULTADOS DESPUÉS DE IMPUESTOS	1,283	1,848	2,145	2,517	1,387	1,317
INGRESOS EXTRAORDINARIOS	-	-	-	1	1	-
RESULTADOS NETOS DEL PERIODO	1,283	1,848	2,145	2,518	1,388	1,317

Fuente: Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora / Elaboración: PCR

Nota sobre información empleada para el análisis

La información que emplea PCR proviene directamente del emisor o entidad calificada. Es decir, de fuentes oficiales y con firma de responsabilidad, por lo que la confiabilidad e integridad de esta le corresponden a quien firma. De igual forma en el caso de la información contenida en los informes auditados, la compañía de Auditoría o el Auditor a cargo, son los responsables por su contenido.

Con este antecedente y acorde a lo dispuesto en la normativa vigente, PCR es responsable de la opinión emitida en su calificación de riesgo, considerando que en dicha opinión PCR se pronuncia sobre la información utilizada para el análisis, indicando si esta es suficiente o no para emitir una opinión de riesgo, así como también, en el caso de evidenciarse cualquier acción que contradiga las leyes y regulaciones en donde PCR cuenta con mecanismos para pronunciarse al respecto. PCR, sigue y cumple en todos los casos, con procesos internos de debida diligencia para la revisión de la información recibida.