

Clasificación	Actual
Solvencia	EA-
Perspectivas	Estables

\* Detalle de clasificaciones en Anexo

INDICADORES RELEVANTES			
	2023	2024	Jun 25
Ingresos	6.685	7.572	3.514
Ebitda	1.765	2.770	1.482
Deuda Financiera	14.729	12.394	14.692
Margen Ebitda	26,4%	36,6%	42,2%
Endeudamiento total	1,0	0,8	1,0
Endeudamiento financiero	0,8	0,7	0,8
Ebitda / Gastos Financieros	1,6	2,8	2,6
Deuda Financiera / Ebitda	8,3	4,5	5,5
Deuda Financiera Neta / Ebitda	8,1	4,4	4,9
FCNOA / Deuda Financiera	-5,8%	30,1%	4,0%

PERFIL DE NEGOCIOS: ADECUADO					
Principales Aspectos Evaluados	Débil	Vulnerable	Adecuado	Satisfactorio	Fuerte
Posición de mercado					
Niveles de vacancia					
Diversificación de activos y locatarios					
Evolución de las cuentas por cobrar y cobranza					
Contratos estructurados en el mediano plazo					
Industria competitiva, relativamente expuesta a ciclos económicos e intensiva en inversiones					
Exposición al riesgo de desarrollo de proyectos inmobiliarios					

POSICIÓN FINANCIERA: SATISFACTORIA					
Principales Aspectos Evaluados	Débil	Ajustada	Intermedia	Satisfactoria	Sólida
Rentabilidad					
Generación de flujos					
Endeudamiento					
Coberturas					
Liquidez					

## FUNDAMENTOS

Las clasificaciones asignadas a Inversiones Bolívar S.A. de C.V. (Inversiones Bolívar) responden a un perfil de negocios categorizado por Feller Rate como "Adecuado" y una posición financiera calificada como "Satisfactoria".

El "Adecuado" perfil de negocios de Inversiones Bolívar se fundamenta en su satisfactoria posición competitiva dentro del mercado local, tanto en el segmento de desarrollo inmobiliario como en el rentista. Esta posición le otorga una mayor diversificación operativa, respaldada por una marca de relevancia en la industria y una estrategia comercial conservadora. Dichos factores han permitido a la compañía mantener altos niveles de ocupación, contratos con plazos medianos y un componente fijo significativo. En el caso de los proyectos inmobiliarios, destaca un elevado nivel de promesas de compraventa al inicio de la construcción y un bajo índice de desistimientos al momento de la escrituración.

Por su parte, la "Satisfactoria" posición financiera de la entidad se sustenta en la estabilidad que genera el negocio de rentas, el cual ofrece márgenes adecuados que contribuyen a mantener parámetros crediticios con niveles satisfactorios de endeudamiento, cobertura y liquidez. No obstante, se considera el relevante plan de inversiones que la compañía está ejecutando, el cual podría generar presiones transitorias en sus principales ratios financieros.

Inversiones Bolívar S.A. de C.V. se dedica al desarrollo de proyectos inmobiliarios principalmente habitacionales como también a la renta de proyectos comerciales. En el caso de sus actividades en renta, la entidad cuenta con un adecuado portafolio considerando 6 activos con una superficie arrendable cercana a los 30.890 metros cuadrados.

Al primer semestre del presente año, los ingresos de la compañía se mantuvieron relativamente estables en comparación con igual período del año anterior, alcanzando US\$ 3.514 mil frente a US\$ 3.532 mil. Este comportamiento se explica por los mayores dividendos recibidos (US\$ 630 mil versus US\$ 270 mil), asociados principalmente a la escrituración de proyectos inmobiliarios, los cuales compensaron la disminución de un 38,0% interanual en ingresos por servicios –derivada de menores proyectos en desarrollo–, así como una leve caída en los ingresos por arrendamiento de propiedades de inversión debido a un mayor nivel de vacancia.

Por su parte, la estructura de costos evidenció un crecimiento interanual de 6,7%, explicado por mayores gastos de ventas (6,3%) y administración (10,8%), lo que ocasionó que la generación de Ebitda disminuyera en 6,6%, situándose en US\$ 1.482 mil. En consecuencia, el margen Ebitda se redujo a 42,2%, frente al 44,9% registrado a junio de 2024.

Al primer semestre de 2025 el stock de deuda financiera se situó en los US\$ 14.692 mil, mostrando un avance del 8,4% en comparación a igual periodo del año anterior, ante mayores necesidades de financiar capital de trabajo. Esta se encuentra concentrada en préstamos bancarios y en el largo plazo, coherente con su estructura financiera en la industria que participa.

En términos de *leverage* financiero tras mantenerse en torno a las 2,0 veces entre 2018 y 2021, dicho indicador se ha mantenido en un promedio de 0,7 veces, con un leve incremento a junio de 2025 hasta las 0,8 veces.

Los indicadores de cobertura se encuentran acorde con los rangos esperados para una categoría "Satisfactoria", considerando los niveles de actividad de la compañía, evolución de la deuda financiera, plan de inversiones y necesidades de capital de trabajo.

Analista: Felipe Pantoja  
felipe.pantoja@feller-rate.com

En particular, al primer semestre de 2025, el ratio de deuda financiera neta sobre Ebitda ajustado se situó en las 4,9 veces (5,6 veces a junio de 2024) y la cobertura de Ebitda ajustado sobre gastos financieros se incrementó hasta las 2,6 veces (2,0 veces a junio de 2024).

## PERSPECTIVAS: ESTABLES

ESCENARIO BASE: considera que el segmento rentista mantendrá una estrategia conservadora, orientada a la recolocación de inmuebles con vencimientos en el corto plazo, preservando adecuados indicadores de ocupación y un nivel de cobranza satisfactorio, junto con otros factores relevantes.

Para el negocio de desarrollos inmobiliarios, se espera un incremento en los niveles de actividad impulsado por el plan de inversiones. Este contempla un mayor endeudamiento para financiar el equity de los proyectos, lo que sería mitigado, en parte, por el incremento esperado en la distribución de dividendos desde las sociedades desarrolladoras hacia Inversiones Bolívar, en la medida que las operaciones alcancen una mayor rentabilización.

En particular, Feller Rate estima que el indicador deuda financiera neta / Ebitda podría alcanzar un máximo cercano a 8 veces, considerando el primer programa de emisiones por US\$ 14 millones. No obstante, en un escenario adverso, este parámetro podría llegar hasta 10 veces ante una menor generación de dividendos. En ambos casos, las presiones sobre el indicador serían transitorias, retornando a valores acordes con los rangos registrados en periodos anteriores.

ESCENARIO AL ALZA: Es poco probable en el corto plazo, considerando la reciente asignación inicial de clasificaciones por parte de Feller Rate. Sin embargo, podría materializarse si la entidad logra aplanar su calendario de vencimientos de contratos, mitigando la concentración y el riesgo asociado con un perfil de vencimientos de mediano plazo. Además, la rentabilización efectiva del plan de inversiones, sumado a lo anterior expuesto, respaldaría una mejora en la evaluación crediticia futura.

ESCENARIO DE BAJA: Se podría dar como consecuencia de un deterioro estructural de sus indicadores crediticios ante políticas financieras más agresivas o condiciones de mercado más complejas, que resulten en cambios estructurales en los niveles de vacancia por sobre lo considerado en el escenario base o ante un mayor riesgo relativo proveniente de su negocio de desarrollo inmobiliario.

## FACTORES SUBYACENTES A LA CLASIFICACIÓN

## PERFIL DE NEGOCIOS: ADECUADO

- Relevante posicionamiento de marca en el segmento de desarrollo inmobiliario.
- Activos de renta con una larga trayectoria y niveles de ocupación adecuados.
- Estrategia comercial incide en promesas más robustas y menores desistimiento.
- Contratos con clientes estructurados principalmente en el corto y mediano plazo, indexados al dólar de los Estados Unidos y con configuración íntegramente fija. Riesgo de recolocación de activos ante vencimientos relevantes en el corto plazo.
- Industria competitiva, relativamente expuesta a los ciclos económicos e intensiva en capital.
- Exposición a riesgo de construcción e inmobiliario.

## POSICIÓN FINANCIERA: SATISFACTORIA

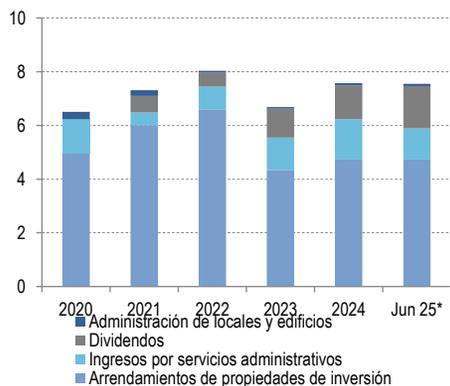
- Riesgos asociados al desarrollo inmobiliario, que considera, entre otros factores, altos requerimientos de capital de trabajo asociados al financiamiento del desarrollo se ven mitigado en parte, mediante estrategia de realizar estos en sociedades y que su construcción sea encargada a un tercero.
- Altos niveles de márgenes por su segmento rentista compensado en parte ante un menor margen proveniente del desarrollo inmobiliario.
- A pesar de los componentes fijos del segmento rentista la generación de flujos se ha visto presionada en algunos periodos por mayores niveles de capital de trabajo.
- Mejora en los niveles de endeudamiento de la entidad ante fortalecimiento del patrimonio y baja en los niveles de deuda, pero con mayores presiones a futuro ante plan de inversiones.
- Se esperan presiones transitorias en sus indicadores de cobertura, las cuales deberían ir disminuyendo en la medida que avance su relevante plan de inversiones.
- Satisfactoria posición de liquidez.

## ESTRUCTURA DE PROPIEDAD

La Compañía es una subsidiaria de Homarca, S.A. de C.V., domiciliada en la República de El Salvador, pertenece al Grupo de Sola.

## DIVERSIFICACIÓN DE INGRESOS CONSOLIDADOS

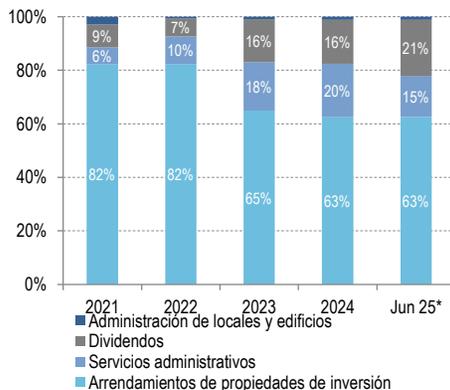
Cifras en millones de dólares



Fuente: Información entregada por la compañía.\* cifras anualizadas

## PARTICIPACIÓN DE LOS PRINCIPALES SEGMENTOS EN SUS INGRESOS

Cifras en porcentajes



Fuente: Información entregada por la compañía.

## PERFIL DE NEGOCIOS

### ADECUADO

Inversiones Bolívar S.A. de C.V., constituida en 1960 dedica al desarrollo de proyectos inmobiliarios principalmente habitacionales como también a la renta de proyectos comerciales.

## DESARROLLO INMOBILIARIO MEDIANTE SOCIEDADES PERMITE EN PARTE DISMINUIR LOS RIESGOS HACIA INVERSIONES BOLÍVAR A NIVEL INDIVIDUAL

La compañía mantiene su enfoque estratégico en el desarrollo de proyectos habitacionales de alta calidad, ubicados en zonas urbanas de elevado valor, posicionándose como un gestor relevante.

El desarrollo inmobiliario abarca etapas que incluyen el diseño arquitectónico, la gestión integral de los proyectos y la comercialización de las unidades. La construcción se delega a empresas especializadas mediante contratos, reduciendo riesgos operativos de la construcción y permitiendo concentrar los recursos internos en gestión y diseño.

El modelo de negocio contempla el desarrollo de proyectos tanto propios como en asociación con terceros, a través de sociedades constituidas para cada iniciativa o grupo de proyectos.

Este esquema tiene como objetivo limitar la exposición financiera directa de Inversiones Bolívar S.A. de C.V. Sin embargo, no elimina el riesgo reputacional, dado que eventuales incumplimientos de dichas sociedades podrían afectar la percepción del mercado y, en consecuencia, restringir el acceso a financiamiento para el grupo.

El modelo de negocio presenta un perfil de riesgo moderado, considerando la diversificación en la ejecución de proyectos y la externalización de la construcción. No obstante, la exposición a riesgos reputacionales, así como la dependencia de la correcta ejecución de las sociedades, representan factores que podrían incidir en la capacidad de financiamiento y en la evaluación crediticia de la compañía, en caso de materializarse contingencias operativas o contractuales.

## — ESCRITURACIÓN

En los últimos años los niveles de escrituración han estado de la mano de la evolución de la actividad de la entidad, considerando el avance en las respectivas obras, lo cual ha generado que estos fluctúen entre los US\$ 13 millones y US\$ 30 millones, alcanzando su peak en 2021 debido al proyecto de Casa 159.

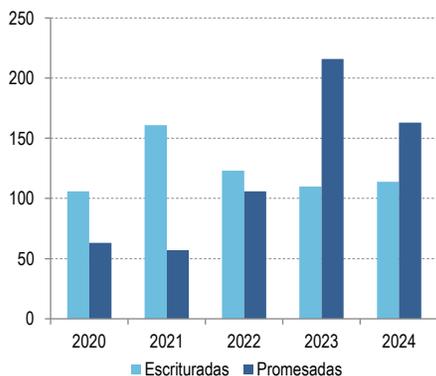
A diciembre de 2024 la escrituración alcanzó los US\$ 20,6 millones, debido a que finalizó la escrituración de las unidades restante de Avitat Link, proyecto de 78 departamentos ubicado en Antiguo Cuscatlán y del proyecto Tre Lum, que contaba con 70 apartamentos en Colonia La Mascota, San Salvador.

Además, se terminó la construcción e inició el proceso de escrituración de Avitat Lift, proyecto con 103 apartamentos (considera 9 niveles y 4 tipologías) en San Salvador.

Durante 2024 la entidad inició la construcción de los proyectos Avitat Unique y Duo con 15 y 12 niveles respectivamente, que forman parte de siete edificios de esta línea. Esto considera 85 apartamentos en el caso de Avitat Unique y 70 apartamentos en Avitat Duo, las cuales están ubicadas en San Salvador.

### EVOLUCIÓN DE LA ESCRITURACIÓN Y PROMESAS

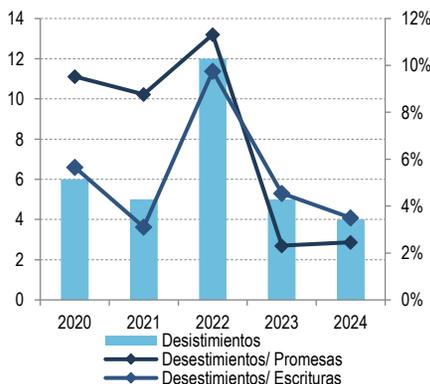
Cifras en unidades



Fuente: Información entregada por la compañía.

### EVOLUCIÓN DE LOS DESISTIMIENTOS

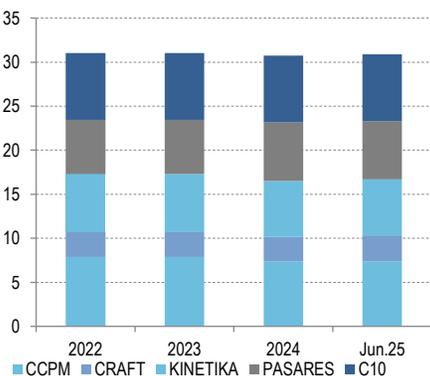
Cifras en unidades



Fuente: Información entregada por la compañía.

### DIVERSIFICACIÓN DE ACTIVOS DE RENTA

Cifras en miles de metros cuadrados



Fuente: Información entregada por la compañía.

Al momento de este informe, Avitat Duo presentaba un avance de obra cercano al 60%. Además, tanto Avitat Duo como Avitat Unique se espera su entrega para el primer semestre de 2026, los cuales presentan la totalidad de sus unidades prometadas. Estos proyectos cuentan con calificación Haus, debido a su diseño con criterios de construcción sostenible.

#### — PROMESAS

En los últimos años los niveles de promesa evidenciaron un relevante crecimiento promediando 160 unidades (163 a fines de 2024), coherente con el inicio de dos proyectos en 2023 (Avitat Link y Avitat Lift) y otros dos en 2024 (Avitat Unique y Avitat Duo).

A fines de 2024, la generación de promesas a pesar de evidenciar una caída en la cantidad de unidades prometadas registró un relevante crecimiento en los montos prometados alcanzando los US\$ 2,2 millones cifra relevantemente similar a la registrada en 2021.

#### — DESISTIMIENTOS

Parte de la estrategia conservadora de la entidad para comenzar con la construcción de los proyectos es contar con el 30%-40% del inmueble prometado. Esto, mediante contratos que contemplan entre el 10% y 20% de pie al momento de firmar y el porcentaje restante una vez entregada la unidad prometada.

La cantidad de desistimientos que ha mantenido la entidad es relativamente acotada considerando que durante 2020 y 2024 se escrituraron cerca de 614 unidades y solamente hubo 32 desistidos en igual periodo (144 y 4 unidades, respectivamente, durante 2024).

### RELEVANTE PLAN DE INVERSIONES EN EL SEGMENTO DE DESARROLLO INMOBILIARIO GENERARÍA PRESIONES TRANSITORIAS EN LA POSICIÓN FINANCIERA DE LA ENTIDAD

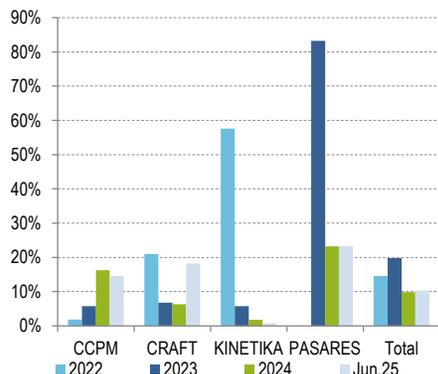
La entidad en los últimos años ha fortalecido su pipeline de proyectos para los próximos años. Esto considera que a diciembre de 2024 mantenía acuerdos firmados para el desarrollo de aproximadamente 2.100 unidades habitacionales durante los siguientes 7 años, las cuales están distribuidas en 7 proyectos habitacionales en diferentes zonas del país, con foco en ventas por más de US\$ 545 millones, sumándose a los proyectos en desarrollo que actualmente mantiene la entidad.

Lo anterior considera proyectos como Hacienda Belén en Lourdes, proyecto horizontal con 700 unidades y Montecarmelo en Soyapango el cual incorpora 500 unidades enfocadas en un nuevo segmento para la entidad.

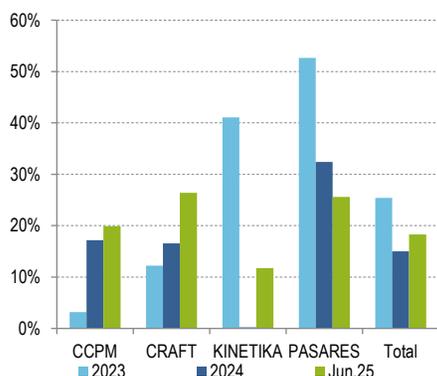
El plan de inversiones inmobiliarias considera que Inversiones Bolívar en el corto plazo realice aportes de capital en las distintas sociedades para desarrollar dichos proyectos. Esto, considera la incorporación de nueva deuda estructural para el financiamiento de los aportes de capital lo cual presionaría de forma transitoria los indicadores de cobertura de la compañía a la espera de la rentabilización de las inversiones.

### EVOLUCIÓN DE LA VACANCIA

Cifras en porcentaje medida por metros cuadrados



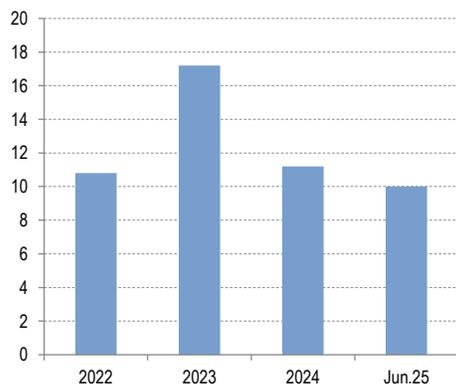
Cifras en porcentaje medida por potencial de ingresos



Fuente: Información entregada por la compañía.

### DURACIÓN REMANENTE DE LOS CONTRATOS

Cifras en meses



Fuente: Información entregada por la compañía.

## DIVERSIFICADO PORTAFOLIO DE RENTA CON ACTIVOS MADUROS

En el caso de sus actividades en renta, la entidad cuenta un adecuado portafolio considerando 6 activos (Kinetika, Plaza Comercial Pasares, Plaza Merliot, Craft Basilea, C10, Telus). Al respecto, los activos Telus y Pasares se encuentran en fondos inmobiliarios.

Plaza Merliot entró en operación en 1994, ubicado en Santa Tecla (ciudad Merliot), donde este cuenta con más de 200 comercios en sus cuatro niveles y una superficie arrendable cercana a los 6.461 metros cuadrados. Su mix comercial considera tiendas de *food court*, servicios, deportes, librerías, belleza y comercios varios.

En el caso del Centro de Negocios Kinetika, su operación partió en 2017 con una torre con 8 niveles de oficinas nivel B+ y cerca de 6,4 mil metros cuadrados. Crasft Basilea cuyo inicio fue en 2021 cuenta con dos niveles con 18 locales en un espacio arrendable de aproximadamente 2.895 metros cuadros bajo un formato "lifestyle", mientras que Plaza Comercia Pasares entró en 2022 con 65 locales en un nivel en una superficie arrendable por 6.145 metros cuadrados.

Además, la entidad cuenta con el activo Complejo Plaza Merliot (Ex canal 25) ubicado en Merliot, que incorpora estacionamientos y oficinas C10 al portafolio de productos desde 2022.

A junio del presente año, a nivel consolidado, la entidad cuenta con una superficie arrendable cercana a los 30.890 metros cuadrados cuyos activos de mayor envergadura son C10 (24,5%), seguido por Plaza Merliot (23,9%), Pasares (21,4%) y Kinetika (20,6%).

## CONCENTRACIÓN DE INGRESOS EN EL SEGMENTO DE RENTISTA

Durante el periodo analizado los ingresos de la compañía han estado concentrados en arrendamientos de propiedades de inversión superando el 60% (62,5% a diciembre de 2024).

En segundo lugar, se encuentran los ingresos por servicios administrativos, principalmente enfocado en el desarrollo inmobiliario, cuya incidencia ha fluctuado entre un 6% y 20% (19,9% a fines de 2024).

En el caso de los dividendos estos han presentado una tendencia creciente en los últimos años situándose en torno a 16% (16,4% en 2024), coherente con los mayores niveles de escrituración mientras que los ingresos de administración de locales y edificios se mantiene por debajo del 2% en los últimos tres años.

## MODELO DE NEGOCIOS RENTISTA PERMITE MITIGAR, EN PARTE, LA EXPOSICIÓN AL CICLO ECONÓMICO

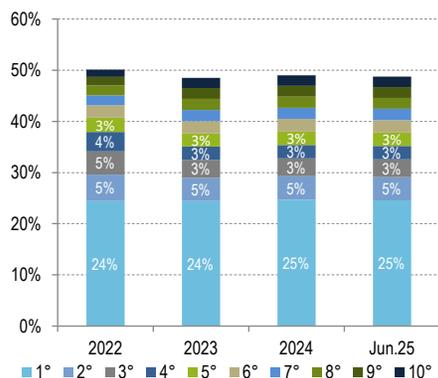
Las operaciones de rentas inmobiliarias como el alquiler de centros comerciales, están influenciadas por el desempeño de la economía nacional. En particular, en periodos adversos del ciclo la industria puede verse potencialmente afectada por mayores tasas de desocupación y alzas en la morosidad por parte de los clientes.

Para mitigar lo anterior, las entidades suelen estructurar los contratos de alquiler en el mediano y largo plazo, lo que genera una mayor capacidad de predicción para los flujos de la operación.

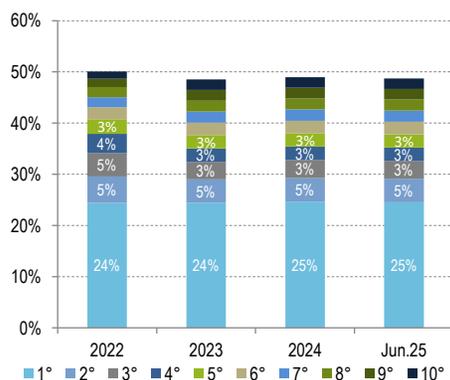
En el caso de la compañía, los contratos cuentan con duración dispar fluctuando desde su inicio entre uno y diez años, con un promedio de 2,3 años en 2024. Sin embargo, el plazo remanente de los contratos en los últimos años ha mostrado una tendencia a la baja

## COMPOSICIÓN DE LOS PRINCIPALES CLIENTES EN EL SEGMENTO DE RENTAS

Cifras en porcentaje medida por metros cuadrados



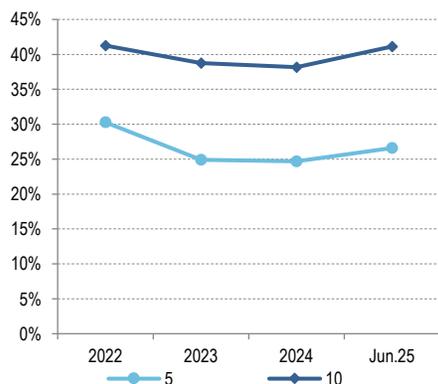
Cifras en porcentaje medida por potencial de ingresos



Fuente: Información entregada por la compañía.

## EVOLUCIÓN DE LA CONCENTRACIÓN DE LOS PRINCIPALES LOCATARIOS

Cifras en porcentajes medidas sobre ingresos



Fuente: Información entregada por la compañía.

pasando de 17,2 meses en 2023 hasta los 10 meses a junio de 2025, generando un vencimiento relevante para lo que queda de 2025 y 2026.

Actualmente, la compañía lleva una gestión activa para la recolocación o renegociación de contratos para mantener sus niveles de actividad similares a periodos anteriores. Esto considera la capacidad que ha demostrado la entidad de mantener adecuados niveles de ocupación durante el periodo evaluado.

Otro aspecto que entrega una relativa mayor predictibilidad a los flujos de la compañía, son las cláusulas a la salida de los clientes, estipuladas en los diferentes contratos. Asimismo, un factor relevante a considerar en la industria es la cobertura del riesgo inflacionario, ante lo cual la entidad mantiene contratos estipulados a tarifa fija con un reajuste anual mediante condiciones estipuladas con el foco de mitigar, parcialmente, las presiones inflacionarias internas.

## ADECUADOS NIVELES DE VACANCIA EN SUS PRINCIPALES ACTIVOS DE RENTA

El portafolio de activos inmobiliarios rentistas de la entidad ha mostrado un comportamiento heterogéneo en sus niveles de vacancia durante el período evaluado. En 2024, la vacancia se redujo hasta 9,9% medida por metros cuadrados arrendables y 15,0% considerando los ingresos potenciales (frente a 19,8% y 25,4%, respectivamente, a diciembre de 2023).

A diciembre de 2024, los activos con mayor nivel de vacancia correspondían a Pasares, con 23,2%, a pesar de registrar una significativa mejora respecto del 83,2% observado en 2023. Por su parte, Plaza Merliot evidenció un incremento de vacancia, alcanzando 16,3%, frente al 5,8% del año anterior. El resto de los activos mantuvo niveles acotados, por debajo del 7%.

Al primer semestre de 2025, la vacancia consolidada mostró un leve incremento hasta un 10,4%, en comparación con el cierre de 2024. Este aumento se debió principalmente al mayor nivel de superficie libre en el activo Craft, que pasó de 6,3% a 18,2%. En contraste, Merliot y Kinetika registraron disminuciones, alcanzando 14,6% y 0,8%, respectivamente.

Feller Rate continuará monitoreando la evolución de estos indicadores, considerando la cantidad relevante de contratos de alquiler con vencimiento en el corto plazo y su posible impacto en los resultados operativos de la entidad. Al respecto, se espera que la compañía mantenga una estrategia activa y conservadora para sostener niveles de vacancia en línea con los observados en periodos recientes.

## ADECUADA DIVERSIFICACIÓN DE LOCATARIOS CON CONTRAPARTES DE BUENA CALIDAD CREDITICIA

En los últimos periodos la entidad ha mostrado una concentración de los diez principales locatarios del 48,8% promedio (48,7% a junio de 2025) medido por metros cuadrados, mientras que por ingresos su promedio se situó en un 39,3% (41,1% al primer semestre de 2025).

Esta tendencia se mantiene al analizar los principales cinco locatarios cuyo promedio se situó en un 37,8% y 25,4%, en el mismo orden dado (37,8% y 26,6%, respectivamente a junio de 2025).

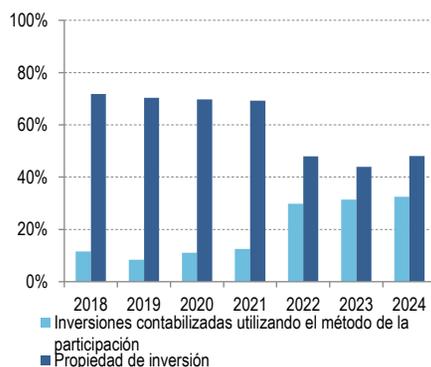
### PRINCIPALES INDICADORES DE LA CARTERA DE CUENTAS POR COBRAR

	2022	2023	2024
Cuentas por cobrar/ Ingresos	8,8%	49,1%	12,1%
Cuentas por cobrar/ Ebitda	20,9%	186,1%	33,1%
Cuentas comerciales/ Ingresos	5,5%	3,9%	4,0%
Mora mayor a 90 días/ Ingresos	0,3%	1,2%	0,3%
Cuentas por cobrar a empresas relacionadas / Ingresos	35,2%	45,8%	36,7%
Cuentas por cobrar a empresas relacionadas / Ebitda	84,2%	173,6%	100,3%

Fuente: Información entregada por la compañía.

### PARTICIPACIÓN DE LAS INVERSIONES SOBRE LOS ACTIVOS TOTALES

Cifras en porcentajes



Fuente: Información entregada por la compañía.

### PRINCIPALES INVERSIONES DE LA COMPAÑÍA

	Por segmento	Participación
Inversiones Sostenibles, S. A. de C. V.	Rentista	99%
Inversiones La Guna, S. A. de C. V.	Rentista	99%
Inmobiliaria El Sitio, S. A. de C. V.	Desarrolladora	99%
Administradora de Inmuebles, S. A. de C. V.	Desarrolladora	99%
Inmobiliaria Montealegre, S. A. de C. V.	Desarrolladora	40%
Inmobiliaria Torre Campestre, S. A. de C. V.	Desarrolladora	98%
Desarrollos Avitat, S. A. de C. V.	Desarrolladora	96%
Craft San Benito, S. A. de C. V.	Rentista	99%
Inversiones Bolívar Costa Rica, S. A.	Desarrolladora	100%
Inversiones del Bosque, S. A. de C. V.	Desarrolladora	20%
Inversiones El Condado, S. A. de C. V.	Desarrolladora	20%

Fuente: Información entregada por la compañía.

Lo anterior, considera que el principal locatario ha mantenido una participación relevante del 24% en términos de superficie y del 9,6% al medidor por ingresos. Este corresponde a una entidad gubernamental. El resto de los locatarios mantiene una incidencia por debajo del 5,2%, evidenciando una mayor diversificación en las fuentes de ingresos.

### ADECUADO MANEJO DE CARTERA DE TERCEROS, PERO CON UNA RELEVANTE CARGA DE CUENTAS POR COBRAR A RELACIONADOS DADA LA ESTRUCTURA DE LA ENTIDAD

Durante el período evaluado, las cuentas por cobrar promediaron US\$ 951 mil, exceptuando 2023, cuando se registró un incremento transitorio significativo hasta US\$ 3.284 mil, asociado principalmente a GCH Hospitality, S.A. de C.V. por US\$ 2.499,9 mil debido a la venta de activos realizada en el periodo. Al cierre de 2024, las cuentas por cobrar se situaron en US\$ 917 mil.

A igual fecha, la composición de estas partidas se distribuía de la siguiente manera: 39,7% proveniente del Fondo de Titularización de Inmuebles, 32,7% correspondiente a cuentas comerciales y 12,8% a otras cuentas por cobrar.

Según lo informado por la entidad, las cuentas por cobrar comerciales se conforman de sus operaciones recurrentes con clientes cuya trayectoria de cumplimiento ha sido históricamente satisfactoria, sin existir indicios objetivos de aumento en el riesgo crédito, entre otros factores.

En función de lo anterior, y conforme al juicio profesional de la alta gerencia, se ha determinado que no corresponde registrar una pérdida esperada por deterioro al cierre del ejercicio, en atención al principio de materialidad y al soporte histórico de la cartera. No obstante, la compañía mantendrá un monitoreo continuo de esta evaluación en línea con los requerimientos normativos.

Al analizar la incidencia de las cuentas por cobrar sobre los ingresos de la compañía, descontando el efecto de GCH hospitality en 2023, se observa que esta en los últimos años se ha mantenido por debajo del 15% (12,1% a fines de 2024), mientras que en términos de Ebitda esta fluctúa entre un 20% y 44% (33,1% a diciembre de 2024).

En esta misma línea al analizar las cuentas comerciales con mora mayor a 90 días sobre el total esta ha mantenido una tendencia dispar entre un 8% y 26% (25,8% a diciembre de 2024), pero con una acotada incidencia sobre los ingresos por debajo del 2%.

En el caso de las cuentas por cobrar a empresas relacionadas, en términos de montos, durante los últimos años han promediado los US\$ 3.618 mil, con una baja hasta su menor valor en 2024 (US\$ 2.778 mil).

A fines de 2024, estas cuentas estaban concentradas en Inversiones Monte Cuarzo, S.A., Pitagoras, S.A. de C.V., Inversiones La Guna, S.A. de C.V., Inversiones Bolívar Costa Rica, S.A. y Desarrollos Avitat, S.A. de C.V., con una participación del 27,4%, 20,0%, 15,9%, 13,1%, respectivamente.

Estas cuentas por cobrar han mostrado una relevante incidencia sobre los ingresos y Ebitda de la compañía, promediando el 44,8% y 117,4%, respectivamente (36,7% y 100,3% en el mismo orden a fines de 2024) en línea con los niveles de actividad que mantiene la entidad en sociedades que no consolidan.

No obstante, será fundamental monitorear la evolución de estas cuentas, considerando que un eventual incremento podría aumentar las necesidades de capital de trabajo y afectar la posición financiera de la entidad dependiendo de su incidencia y otros factores.

## MODELO DE NEGOCIO INCORPORA UNA PARTICIPACIÓN RELEVANTE EN INVERSIONES EN ACCIONES Y PARTICIPACIONES

La entidad durante el periodo analizado mantiene una relevante inversión en asociadas, acciones y participaciones, la cual ha crecido desde los US\$ 4,4 millones en 2018 hasta los US\$ 10,4 millones a fines de 2024 (US\$ 11,1 millones en 2023) incrementando su incidencia en los activos totales desde un 11,5% hasta un 32,6%, en igual periodo.

A fines de 2024 esta estaba compuesta por 13 sociedades asociadas a su negocio tanto rentista como de desarrolladora, sobre las cuales en 9 mantienen una participación accionaria por sobre el 50% por lo cual deberían consolidar en el balance de la entidad.

Además, cuenta con un Fondo de Titularización que representa el 37,5% del total de las inversiones. Respecto al restante porcentaje se separa un 35,6% en rentistas, cuyas sociedades más relevantes corresponden a Inversiones La Guna, S. A. de C. V. y Craft San Benito, S. A. de C. V. con el 24,0% y 9,9% sobre el total, mientras que el 26,9% asociado a desarrollo, proviene mayoritariamente por la sociedad Desarrollos Avitat, S. A. de C. V. con el 24,0%.

Feller Rate considera que las sociedades donde la entidad tenga participación relevante con control administrativo común sobre las mismas deberían estar incorporadas en un estado financiero consolidado. No obstante, se espera que en el caso de las sociedades de desarrollo inmobiliario mantengan su estructura hacia Inversiones Bolívar y se pueden aislar al momento de su análisis.

Esto, con el foco de evaluar una sociedad que aísla el riesgo de desarrollo en una sociedad aparte, la cual es responsable de sus obligaciones financieras durante el desarrollo del proyecto, mientras que, en el caso de Inversiones Bolívar, este sería visto como un gestor inmobiliario.

## CONTEXTO DE MERCADO SALVADOREÑO

La industria de Ingeniería y Construcción (I&C) e Inmobiliaria presentan una alta correlación a las condiciones macroeconómicas. Contracciones provocan postergación en grandes inversiones del sector y así, variables como acceso al financiamiento, tasa de desempleo, inflación y expectativas económicas condicionan fuertemente la actividad del sector.

Según estimaciones basadas en el Boletín Estadístico Mensual del Banco Central de Reserva (BCR) de El Salvador, la actividad económica, medida a través del Producto Interno Bruto (PIB) bajo volúmenes encadenados y serie desestacionalizada (año base 2014), mantiene un desempeño positivo, aunque con una desaceleración en su tasa de crecimiento. Esta pasó de un 11,9% en 2021 –impulsada por la recuperación postpandemia– a un 3,5% en 2023, y posteriormente a un 2,6% al cierre de 2024. Durante el último año, este comportamiento se asocia, entre otros factores, a un incremento en el consumo de los hogares y a mayores niveles de actividad en las importaciones y exportaciones.

En el caso de las actividades de construcción e inmobiliarias, la trayectoria ha sido similar: registraron crecimientos del 12,6% y 3,5% en 2022, respectivamente, para luego desacelerar hasta un 1,1% y 0,8% en 2024. En los últimos diez años, la participación promedio de ambos sectores en el PIB ha sido de 5,7% y 6,9%, respectivamente (frente al 6,7% y 6,4% en 2024).

Al primer trimestre de 2025, el PIB presentó un crecimiento interanual del 2,3%, impulsado por un comportamiento positivo en diversas actividades económicas.

## EVOLUCIÓN DEL PIB

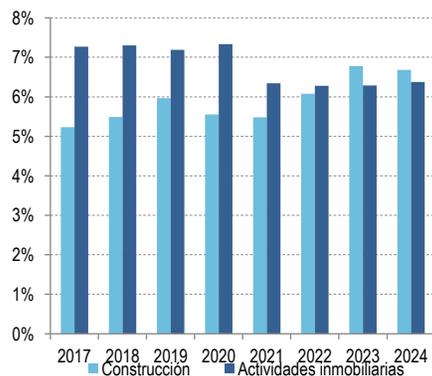
Crecimiento anual



Fuente: Banco Central De Reserva De El Salvador.

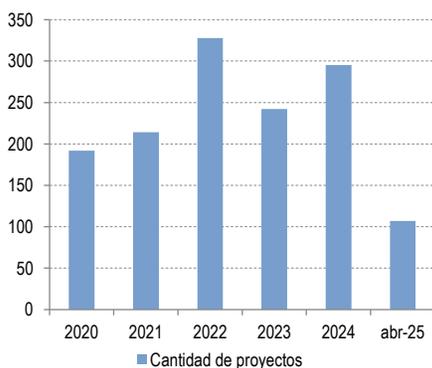
## PARTICIPACIÓN DE CONSTRUCCIÓN Y ACTIVIDADES INMOBILIARIAS EN EL PIB

Cifras en porcentajes



Fuente: Banco Central De Reserva De El Salvador.

## EVOLUCIÓN DE LA CANTIDAD DE PERMISOS DE CONSTRUCCIÓN APROBADOS



Fuente: OPAMSS.

Destacan construcción (+17,3%), actividades financieras y seguros (+7,2%), transporte (+6,2%), servicios profesionales (+3,9%) y actividades inmobiliarias (+2,2%).

El dinamismo en construcción se explica por proyectos privados en vivienda, comercio e infraestructura productiva, así como por el desarrollo de obras públicas estratégicas, como el Aeropuerto del Pacífico y proyectos viales.

Las actividades de comercio, transporte, hoteles y restaurantes también registraron expansiones relevantes, vinculadas a una mayor demanda y un incremento en el consumo interno.

Para 2025, la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) proyecta un crecimiento del PIB de 2,4%, inferior al año previo, debido a la desaceleración del consumo y la inversión, a pesar del impulso derivado de las remesas. Por su parte, el Fondo Monetario Internacional (FMI) estima un crecimiento cercano al 2,5%.

En términos sectoriales, datos de la Oficina de Planificación del Área Metropolitana de San Salvador (OPAMSS) evidencian una tendencia creciente en el número de permisos de construcción desde 2021, con un repunte extraordinario en 2022 que favoreció la dinámica de 2023. Al cierre de 2024, el número de proyectos alcanzó los 295 (frente a 242 en 2023), y en los primeros cuatro meses de 2025 se registraron 107 permisos aprobados, manteniendo la tendencia positiva. En este periodo, los proyectos habitacionales han representado más del 65% del total.

Asimismo, información de la Cámara Salvadoreña de la Industria de la Construcción (CASALCO) muestra un crecimiento interanual del consumo aparente de cemento de 29,6% a marzo de 2025. Los montos de financiamiento para construcción de vivienda también han evidenciado un alza en los últimos años, con un impulso adicional en los primeros meses de 2025, coherente con la expectativa de mayor actividad sectorial. En contraste, los créditos destinados a la adquisición de vivienda se han mantenido dentro de los rangos observados entre 2022 y 2024, registrando una leve disminución en abril de 2025.

Feller Rate continuará monitoreando el desempeño macroeconómico y sectorial, tanto a nivel global como local, y su efecto en el perfil de negocios y la posición financiera de la compañía.

## ACTOR CON ADECUADO POSICIONAMIENTO EN UNA INDUSTRIA DE RENTA QUE ES COMPETITIVA, INTENSIVA EN INVERSIONES Y RELATIVAMENTE EXPUESTA AL CICLO ECONÓMICO

La industria de rentas inmobiliarias no habitacionales es competitiva, concentrada en pocos grandes centros urbanos, una baja cantidad de malls medianos, siendo la mayoría locales comerciales independientes.

Dentro de los principales competidores se encuentran Agrisal (dueño de Plaza Mundo) y Grupo Roble (Metrocentro, Multiplaza), entre otros. Este mercado cuenta con activos tales como Metrocentro San Salvador del grupo Roble como el activo más grande (240.000 metros cuadrados, 2.500 parqueos y 760 locales), seguido de Plaza Mundo (56.000 m<sup>2</sup> en su área comercial), Las Cascadas (93.500 m<sup>2</sup> de superficie total) y Multiplaza Panamericana (155.000 metros cuadrados de superficie total), entre otros.

Asimismo, la industria presenta importantes barreras de entrada y a la salida para estos formatos, favoreciendo el negocio de los actuales participantes. El elevado nivel de inversión en capital, la necesidad de bancos de terreno de gran tamaño con buen acceso y una adecuada ubicación dificultan la entrada de nuevos competidores.

Por otra parte, los contratos de mediano plazo, sus cláusulas de salida y el costo de las inversiones realizadas en el acondicionamiento y habilitación del espacio también limitan la salida de estos operadores, disminuyendo el incentivo a nuevos participantes.

Adicionalmente, los distintos segmentos pertenecientes a la industria de rentas inmobiliarias no habitacionales presentan diversas exposiciones al ciclo económico. Los cuales, en períodos adversos, pueden verse potencialmente afectados por mayores tasas de desocupación, alzas en la morosidad de contratos y bajas en las tarifas pactadas con locatarios.

Por lo anterior, y como una medida de protección y estabilización de los flujos, las compañías suelen asignar un fuerte componente fijo dentro de sus contratos de arriendo a largo plazo.

### DESTACADA PARTICIPACIÓN EN LA INDUSTRIA DE DESARROLLO INMOBILIARIO CON ALTA EXPOSICIÓN AL CICLO ECONÓMICO Y CON FUERTES REQUERIMIENTOS DE CAPITAL DE TRABAJO

La industria inmobiliaria en El Salvador presenta una alta sensibilidad al ciclo económico, con una demanda fuertemente influida por el costo y acceso a financiamiento hipotecario, la tasa de desempleo, la inflación y las expectativas económicas de los compradores. Los oferentes, por su parte, son sensibles al costo de construcción, la disponibilidad de mano de obra e insumos y al acceso a financiamiento bancario para la ejecución de proyectos.

El largo ciclo productivo de los proyectos inmobiliarios, que puede extenderse entre 2 y 5 años en desarrollos de altura o comerciales, genera un desfase relevante entre las decisiones de inversión y la materialización de la venta de unidades, provocando desbalances temporales entre la oferta y la demanda real. En proyectos de vivienda social, los ciclos suelen ser más cortos, lo que reduce este riesgo.

El desarrollo de proyectos habitacionales requiere montos considerables de recursos financieros para la compra de terrenos y para capital de trabajo durante la construcción. Normalmente, el financiamiento se realiza mediante financiamiento externo, cuya amortización depende de la escrituración de las unidades vendidas y del acceso de los compradores a créditos hipotecarios locales. Por lo tanto, situaciones de ralentización en las ventas o concentraciones de oferta en nichos específicos, como apartamentos de lujo en zonas exclusivas de San Salvador, pueden afectar directamente la velocidad de pago de las líneas de crédito y aumentar los costos financieros, limitando la flexibilidad financiera de las empresas desarrolladoras.

En la medida que los proyectos no generen deudas estructurales cuya capacidad de pago dependa de flujos no sustentados por las utilidades generadas, la presión sobre la flexibilidad financiera ante una caída en la actividad será menor. Sin embargo, empresas con estructuras de capital fuertemente apalancadas, especialmente aquellas con planes agresivos de desarrollo que incluyen compras de terrenos o adquisiciones mediante alto uso de financiamiento externo, pueden ver su flexibilidad financiera restringida ante cambios adversos en las condiciones del mercado.

Finalmente, en términos de concentración y exposición financiera en el sector es importante destacar que el mercado habitacional de segmentos altos en El Salvador está concentrado en pocos actores clave, como Inversiones Bolívar, Grupo Roble y Urbánica, mientras que la vivienda media y social presenta un mercado más atomizado.

## FACTORES ESG CONSIDERADOS EN LA CALIFICACIÓN

### — AMBIENTALES

Parte del pacto social de la entidad considera el cuidado del medioambiente, por lo cual la entidad se comprometa a evaluar el impacto medioambiental de sus proyectos para actuar de forma responsable. En línea con ello en mayo de 2024 la entidad obtuvo su certificación como empresa B.

Dentro de las practicas realizadas por la entidad se encuentran planes de manejo ambiental y seguridad industrial, prevención de contaminación, gestión integral de residuos, uso eficiente del agua y energía, entre otros.

### — SOCIALES

Los principales actores sociales vinculados a la empresa son sus trabajadores. Al respecto, la compañía aplica la regulación laboral vigente de la industria en consideración al vínculo o relación laboral existente entre la entidad y sus empleados.

### — GOBIERNOS CORPORATIVOS

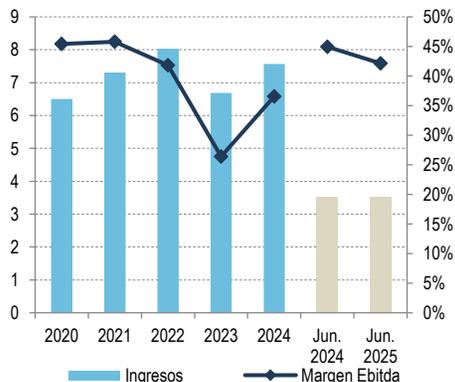
La junta directiva está compuesta por tres directores principales (Diego de Sola, Juan Francisco de Sola, y Rogelio José Muyshondt de Sola) además de tres directores suplentes (Lucia de Sola, Alicia Helene Gerrits de Sola, David de Sola). Estos miembros estarán en sus cargos por un periodo de dos años a contar de su fecha de inscripción (15 de agosto de 2024).

Adicionalmente, la arquitectura organizacional de la compañía contempla un modelo organizativo clásico que ordena a los empleados en niveles jerárquicos, desde los de mayor rango hasta los de menor rango, consistente con el tipo de negocio.

Se destaca la alta experiencia por parte de toda la administración considerando un alto nivel de carreras laborales en los puestos de alta gerencia junto con un *track record* de trabajo.

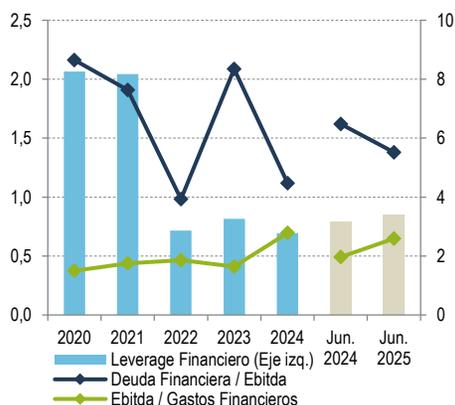
### EVOLUCIÓN DE INGRESOS Y MÁRGENES

Ingresos en millones de dólares



Fuente: Estados Financieros.

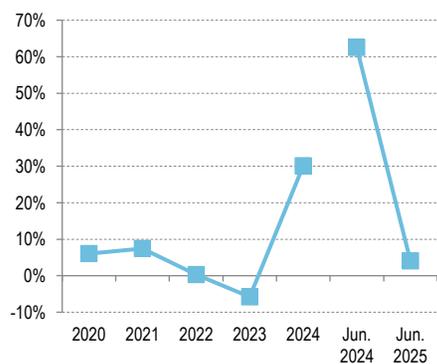
### EVOLUCIÓN ENDEUDAMIENTO E INDICADORES DE SOLVENCIA



Fuente: Estados Financieros.

### INDICADOR DE COBERTURA

FCNOA / Deuda Financiera (%)



Fuente: Estados Financieros e información enviada por la compañía.

## POSICIÓN FINANCIERA

SATISFACTORIA

## RESULTADOS Y MÁRGENES

Márgenes altos debido a su segmento rentista

La compañía participa en una industria rentista, caracterizada por la generación de altos márgenes operacionales y una fuerte estabilidad, incluso en periodos de desaceleración económica. Este desempeño se encuentra asociado principalmente a la estructura contractual de arriendos, que incorpora un elevado componente fijo, así como a los niveles de ocupación sostenidos.

En cuanto a los ingresos por dividendos, estos se encuentran directamente relacionados con los niveles de actividad, principalmente, de los proyectos de desarrollo inmobiliario, al igual que los ingresos por servicios administrativos, los cuales responden a la estructura del negocio desarrollador que mantiene la entidad.

A diciembre de 2024, los ingresos consolidados alcanzaron US\$ 7.572 mil, reflejando un crecimiento anual de 13,3%. Este desempeño se explica principalmente por un incremento de 25,3% en los ingresos por servicios administrativos, impulsado por una mayor actividad en el segmento de desarrollo inmobiliario; un aumento de 8,9% en los arriendos de propiedades de inversión, asociado a mayores niveles de ocupación y ajustes de tarifas; y un crecimiento anual de 16,0% en los dividendos recaudados durante el periodo.

Por el lado de los costos, los gastos operacionales presentaron una disminución de 1,2% (2,4% sin considerar depreciación), lo que se explica por menores gastos en propiedades de inversión (-3,8%), compensando el aumento en los gastos de ventas (1,9%).

En consecuencia, la generación de Ebitda mostró una fuerte recuperación, alcanzando US\$ 2.770 mil, equivalente a un aumento de 56,9% respecto de 2023. Sin embargo, este nivel aún se sitúa por debajo del promedio observado entre 2018 y 2022 (US\$ 3.593 mil).

En términos de rentabilidad, los márgenes operacionales se han mantenido en niveles altos, aunque con una tendencia decreciente entre 2018 y 2023, periodo en el cual el margen Ebitda descendió desde 53,1% (2018) hasta 26,4% (2023), producto de mayor actividad en desarrollo inmobiliario con menores márgenes que el negocio rentista, venta de activos y otros factores. No obstante, a diciembre de 2024, el margen Ebitda se incrementó hasta 36,6%, reflejando mejores resultados, aunque manteniéndose por debajo del promedio histórico de 43,9%.

Al primer semestre del presente año, los ingresos de la compañía se mantuvieron relativamente estables en comparación con igual período del año anterior, alcanzando US\$ 3.514 mil frente a US\$ 3.532 mil. Este comportamiento se explica por los mayores dividendos recibidos (US\$ 630 mil versus US\$ 270 mil), asociados principalmente a la escrituración de proyectos inmobiliarios, los cuales compensaron la disminución de 38,0% interanual en ingresos por servicios –derivada de menores proyectos en desarrollo–, así como una leve caída en los ingresos por arrendamiento de propiedades de inversión debido a un mayor nivel de vacancia.

Por su parte, la estructura de costos evidenció un crecimiento interanual de 6,7%, explicado por mayores gastos de ventas (6,3%) y administración (10,8%), lo que ocasionó que la generación de Ebitda disminuyera en 6,6%, situándose en US\$ 1.482 mil. En

consecuencia, el margen Ebitda se redujo a 42,2%, frente al 44,9% registrado a junio de 2024.

Las características de la industria de renta comercial, junto con los niveles de cobranza, la actividad y la estrategia corporativa de recolocación de activos, respaldan la capacidad de la compañía para mantener una generación de flujos operacionales creciente. Sin embargo, las necesidades asociadas al desarrollo inmobiliario pueden generar presiones temporales sobre dichos flujos.

La generación de flujos de caja neto de la operación ajustado (FCNOA) mostró un comportamiento disímil en años previos, con presiones relevantes en 2022 y 2023. En este último, el FCNOA fue deficitario por US\$ 853 mil, debido principalmente al incremento de las cuentas por cobrar (US\$ 2.581 mil), originado por un evento transitorio vinculado a una cuenta pendiente con GCH Hospitality, S.A. de C.V. por US\$ 2.499 mil. Descontando dicho efecto, el FCNOA habría alcanzado US\$ 1.646 mil, aunque aún por debajo del promedio de US\$ 1.941 mil registrado entre 2018 y 2021.

A fines de 2024, el FCNOA experimentó una recuperación significativa, alcanzando US\$ 3.726 mil, cifra superior a los rangos históricos del período evaluado, impulsada por la normalización de las cuentas por cobrar previamente mencionadas. Este desempeño, junto con una reducción sostenida de la deuda financiera, permitió que el indicador FCNOA sobre deuda financiera se elevara a 30,1%, frente al promedio de 7,6% registrado entre 2018 y 2021.

Al primer semestre del presente año la generación de FCNOA presentó una caída que ocasionó que el indicador de cobertura disminuyera hasta un 4,0%.

Feller Rate espera que la entidad mantenga una gestión activa en su negocio rentista, que le permita recolocar oportunamente los activos con vencimiento en el corto plazo, junto con aquellos que actualmente se encuentran desocupados. Esto facilitaría sostener los resultados observados en períodos anteriores.

Asimismo, se espera un crecimiento en la actividad de desarrollo inmobiliario, impulsado por el inicio de construcción de diversos proyectos en los próximos períodos. En la medida en que estos proyectos se rentabilicen, deberían compensar los mayores gastos incurridos durante su fase de construcción.

## ENDEUDAMIENTO Y COBERTURAS

Ratios financieros se verán presionados de forma transitoria ante plan de inversiones

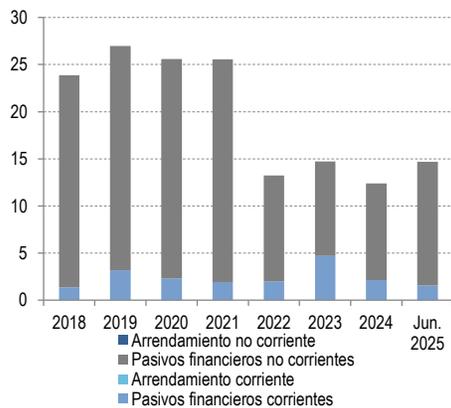
En los últimos años la estrategia financiera de la compañía contempló una disminución relevante en sus niveles de deuda pasando de un promedio de US\$ 25.490 mil entre 2018 hasta 2021 para mantenerse posteriormente en un promedio de US\$ 13.447 mil (US\$ 12.394 mil a fines de 2024).

Al primer semestre de 2025 el stock de deuda financiera se situó en los US\$ 14.692 mil, mostrando un avance del 8,4% en comparación a igual periodo del año anterior, ante mayores necesidades de financiar el capital de trabajo. Esta se encuentra concentrada en préstamos bancarios y un 10,7% en el corto plazo, coherente con su estructura financiera acorde a la industria en la que participa.

La base patrimonial alcanzó su peak en 2022 (US\$ 18.460 mil) para posteriormente disminuir lentamente hasta los US\$ 17.872 mil a fines de 2024 a raíz de repartos de dividendos por sobre la utilidad de cada periodo (US\$ 1.859 mil en 2023 y US\$ 1.148 mil

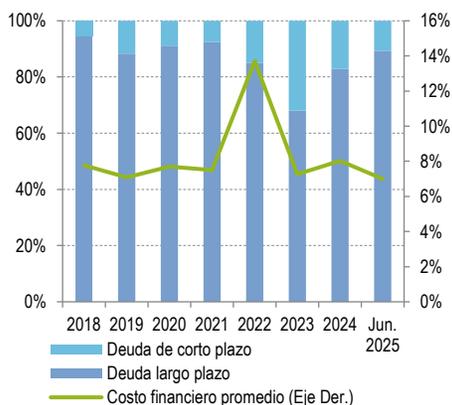
### EVOLUCIÓN DE LA DEUDA FINANCIERA

Stock de deuda financiera; cifras en millones de dólares



Fuente: Estados Financieros.

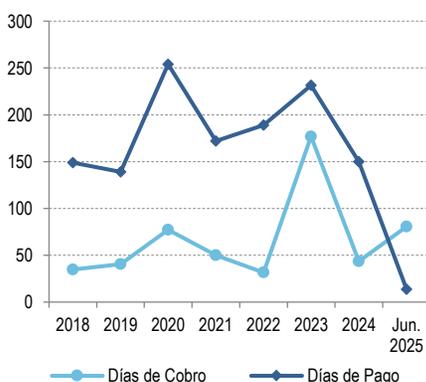
### VENCIMIENTO FINANCIEROS CONCENTRADOS EN EL CORTO PLAZO



Fuente: Estados Financieros. \*Costo financiero estimado por Feller Rate considerando gastos financieros en su totalidad.

### EVOLUCIÓN DE LOS DÍAS DE COBRO, PAGO E INVENTARIO

Indicadores calculados bajo la metodología de Feller Rate



Fuente: Estados Financieros. Bajo los cálculos de Feller Rate.

en 2024). En esta misma línea a junio de 2025 la base patrimonial disminuyó hasta los US\$ 17.398 mil.

En términos de leverage financiero tras mantenerse en torno a las 2,0 veces entre 2018 y 2021, dicho indicador se ha sostenido en un promedio de 0,7 veces, con un leve incremento a junio de 2025 hasta las 0,8 veces.

Los indicadores de cobertura se encuentran acorde con los rangos esperados para una categoría "satisfactoria", considerando los niveles de actividad de la compañía, evolución de la deuda financiera, plan de inversiones y necesidades de capital de trabajo.

En particular, el ratio de deuda financiera neta sobre Ebitda durante el periodo analizado ha fluctuado entre las 3,1 veces y 8,3 veces (2020), situándose en las 4,4 veces a fines de 2024; mientras que la cobertura de Ebitda ajustado sobre gastos financieros se ha movido entre las 1,5 veces (2020) y 2,8 veces a diciembre de 2024 (1,6 veces en 2023).

Al primer semestre de 2025, los indicadores de cobertura se mantuvieron acorde con los rangos estructurales. Ello, considerando que el ratio de deuda financiera neta sobre Ebitda ajustado se situó en las 4,9 veces (5,6 veces a junio de 2024) y la cobertura de Ebitda ajustado sobre gastos financieros se incrementó hasta las 2,6 veces (2,0 veces a junio de 2024).

Feller Rate considera que el segmento rentista mantendrá una estrategia conservadora, orientada a la recolocación de inmuebles con vencimientos en el corto plazo, preservando indicadores de ocupación relativamente altos y un nivel de cobranza satisfactorio, junto con otros factores relevantes.

Para el negocio de desarrollos inmobiliarios, se espera un incremento en los niveles de actividad impulsado por el plan de inversiones. Este contempla un mayor endeudamiento para financiar el equity de los proyectos, así como un incremento en la distribución de dividendos desde las sociedades desarrolladoras hacia Inversiones Bolívar, en la medida que las operaciones se vayan rentabilizando.

Con todo, Feller Rate estima que el indicador deuda financiera neta / Ebitda podría alcanzar un máximo cercano a 8 veces, considerando el primer programa de emisiones por US\$14 millones. No obstante, en un escenario adverso, este parámetro podría llegar hasta 10 veces ante una menor generación de dividendos. En ambos casos, las presiones sobre el indicador serían transitorias, retornando a valores acordes con los rangos registrados en periodos anteriores.

### LIQUIDEZ: SATISFACTORIA

A junio de 2025, la compañía contaba con una liquidez calificada como "Satisfactoria" por Feller Rate. Ello, en consideración a un nivel de caja y equivalente por US\$ 1.469 mil y una generación de flujos de la operación que, considerando 12 meses, alcanzaba los US\$ 2.549 mil. En contrapartida, considera vencimientos de deuda financiera en el corto plazo por US\$ 1.565 mil.

Adicionalmente, se considera el plan de inversiones en curso, sumado al pago de dividendos y acceso al mercado financiero que mantiene la entidad.

## PROGRAMA DE EMISIÓN DE PAPELES BURSÁTILES PBBOLIVAR1

Clasificado en “A-/N-2/Estable”

Inversiones Bolivar está inscribiendo el programa PBBOLIVAR1, cuyo monto total asciende a los US\$ 14 millones y tendrá un plazo de hasta once años contados a partir de la fecha del otorgamiento del asiento material en el Registro Público Bursátil. Dentro de este plazo el emisor podrá realizar colocaciones sucesivas de títulos: A) Desde quince días hasta tres años. B) Los valores se pueden emitir a descuento o valor par. Dentro de los años de autorización para su negociación, el emisor podrá realizar colocaciones sucesivas de valores con un plazo no mayor al establecido y sin exceder el monto máximo autorizado en el programa. Ningún tramo de la emisión podrá tener vencimiento posterior al plazo de la emisión.

Los fondos que se obtengan por la negociación de esta emisión serán invertidos por INVERSIONES BOLÍVAR, S.A. DE C.V., para financiamiento del capital de trabajo o inversión en activos requeridos para la realización de sus actividades comerciales, y/o reestructuración de pasivos.

Cabe destacar que el programa de emisión no cuenta con garantía específica ni restricciones del tipo *covenants* financieros.

Asimismo, se prevé la posibilidad de redención de los valores anticipadamente previo a las fechas de vencimiento establecidas siempre y cuando en el aviso de colocación de cada tramo se establezca tal facultad y se hayan cumplido veinticuatro meses después de su colocación.

En opinión de Feller Rate, la clasificación otorgada se sustenta en las características estipuladas en los contratos de emisión, las cuales se consideran como suficientes y no establecen ningún tipo de condición que amerite una clasificación de riesgo distinta a la solvencia del emisor.

Al 30 de junio de 2025, Inversiones Bolívar mantenía la totalidad del programa disponible para colocación, lo cual le agrega flexibilidad financiera adicional a través de eventuales colocaciones.

Clasificaciones	Actuales
Solvencia	EA-
PBBOLIVAR1 (Largo plazo)	A-
PBBOLIVAR1 (Corto plazo)	N-2
Perspectivas	Estables

### RESUMEN FINANCIERO CONSOLIDADO

Cifras en miles de dólares bajo IFRS

	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	jun-24	jun-25
Ingresos Operacionales	8.137	6.508	7.310	8.032	6.685	7.572	3.532	3.514
Ebitda <sup>(1)</sup>	4.130	2.957	3.347	3.362	1.765	2.770	1.587	1.482
Resultado Operacional	2.747	1.522	1.908	2.055	889	1.844	728	507
Ingresos Financieros	82	26	17	15	47	22		
Gastos Financieros	-1.911	-1.971	-1.916	-1.811	-1.071	-995	-488	-521
Ganancia (Pérdida) del Ejercicio	713	-327	120	6.961	1.481	939	289	146
Flujo Caja Neto de la Operación (FCNO)	2.193	1.549	1.896	38	-853	3.726	3.332	196
Flujo Caja Neto de la Operación Ajustado (FCNOA) <sup>(2)</sup>	2.193	1.549	1.896	38	-853	3.726	3.332	196
FCNO Libre de Intereses Netos y Dividendos Pagados <sup>(3)</sup>	2.193	1.549	1.896	38	-853	3.726	3.332	196
Inversiones en Activos Fijos Netas	-3.587	-1.468	-2.598	13.363	-1.182	-378	-426	-1.036
Inversiones en Acciones								
Flujo de Caja Libre Operacional	-1.394	81	-702	13.400	-2.035	3.347	2.906	-840
Dividendos Pagados	-286	-200		-1.000	-1.859	-1.148	-1.091	-559
Flujo de Caja Disponible	-1.680	-119	-702	12.400	-3.894	2.199	1.815	-1.400
Movimiento en Empresas Relacionadas								
Otros Movimientos de Inversiones	-1.274	885	275				1.800	
Flujo de Caja Antes de Financiamiento	-2.954	767	-428	12.400	-3.894	2.199	3.615	-1.400
Variación de Capital Patrimonial								
Variación de Deudas Financieras	3.092	-1.381	-25	-12.337	935	-1.724	-1.731	1.701
Otros Movimientos de Financiamiento							-301	
Financiamiento con Empresas Relacionadas				2.085	566	-564		-564
Flujo de Caja Neto del Ejercicio	137	-615	-452	2.148	-2.393	-88	1.583	-263
Caja Inicial	1.607	1.744	1.124	677	2.825	432	293	1.876
Caja Final	1.744	1.129	672	2.825	432	344	1.877	1.613
Caja y Equivalentes	1.744	1.129	677	2.825	432	344	1.876	1.613
Cuentas por Cobrar Clientes	917	1.397	1.013	703	3.284	917	1.141	1.691
Cuentas por Cobrar a Empresas Relacionadas	4.820	3.902	4.239	2.831	3.064	2.778	2.359	3.080
Inventario								
Deuda Financiera	26.960	25.579	25.554	13.217	14.729	12.394	13.555	14.692
Activos Totales	41.866	40.846	40.653	34.555	35.305	32.004	33.081	34.055
Pasivos Totales	28.960	28.466	28.154	16.096	17.224	14.131	15.858	16.656
Patrimonio + Interés Minoritario	12.906	12.379	12.499	18.460	18.082	17.872	17.223	17.398

n.d.: no disponible

(1) Ebitda = Resultado Operacional + depreciación y amortizaciones.

(2) Flujo de caja de la operación antes de intereses netos.

(3) Cifras estimadas por Feller Rate sobre la base de reportes de flujo de caja neto operacional presentado por la compañía antes de los dividendos pagados y descontado los intereses netos del periodo.

## PRINCIPALES INDICADORES FINANCIEROS

	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	jun-24*	jun-25*
Margen Bruto (%)	63,5%	53,7%	54,3%	56,2%	54,0%	60,9%	55,6%	53,1%
Margen Operacional (%)	33,8%	23,4%	26,1%	25,6%	13,3%	24,3%	20,6%	14,4%
Margen Ebitda (%)	50,7%	45,4%	45,8%	41,9%	26,4%	36,6%	44,9%	42,2%
Rentabilidad Patrimonial (%)	5,5%	-2,6%	1,0%	37,7%	8,2%	5,3%	11,3%	4,6%
Costo/Ventas	36,5%	46,3%	45,7%	43,8%	46,0%	39,1%	44,4%	46,9%
Gav/Ventas	29,7%	30,3%	28,2%	30,6%	40,7%	36,6%	35,0%	38,7%
Días de Cobro	40,6	77,3	49,9	31,5	176,9	43,6	57,7	80,6
Días de Pago	138,9	254,0	172,0	189,0	231,5	149,8	113,3	13,8
Días de Inventario	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Endeudamiento Total	2,2	2,3	2,3	0,9	1,0	0,8	0,9	1,0
Endeudamiento Financiero	2,1	2,1	2,0	0,7	0,8	0,7	0,8	0,8
Endeudamiento Financiero Neto	2,0	2,0	2,0	0,6	0,8	0,7	0,7	0,8
Deuda Financiera / Ebitda (vc)	6,5	8,7	7,6	3,9	8,3	4,5	6,5	5,5
Deuda Financiera Neta / Ebitda (vc)	6,1	8,3	7,4	3,1	8,1	4,4	5,6	4,9
Ebitda / Gastos Financieros (vc)	2,2	1,5	1,7	1,9	1,6	2,8	2,0	2,6
FCNOA / Deuda Financiera (%)	8,1%	6,1%	7,4%	0,3%	-5,8%	30,1%	62,5%	4,0%
FCNOA / Deuda Financiera Neta (%)	8,7%	6,3%	7,6%	0,4%	-6,0%	30,9%	72,5%	4,5%
FCNOA/ Deuda Corriente	69,5%	68,0%	98,8%	1,9%	-18,1%	176,0%	538,0%	37,7%
Liquidez Corriente (vc)	1,5	1,2	1,3	1,3	0,9	1,0	1,6	2,2

n.d.: no disponible

(\*) Indicadores anualizados donde corresponda.

(1) Ebitda = Resultado Operacional + depreciación y amortizaciones.

(2) Flujo de caja de la operación antes de intereses netos.

## CARACTERÍSTICAS DE LOS INSTRUMENTOS

### Emisión de Papeles Bursátiles

### Programa PBBOLIVAR1

Monto de la emisión	US\$ 14 millones
Moneda	Dólares de los estados Unidos de América
Fecha de registro	08-2025
Plazo de vencimiento	Tendrá un plazo de hasta once años contados a partir de la fecha del otorgamiento del asiento material en el Registro Público Bursátil
Pago de Capital	El capital se pagará al vencimiento, mensual, trimestral, semestral o anualmente a partir de la fecha de colocación, a través del procedimiento establecido por la Central De Depósito De Valores, S.A. de C.V. (CEDEVAL, S.A. de C.V.).
Pago de Intereses	Los intereses se pagarán mensual, trimestral, semestral o anualmente, a partir de la fecha de colocación, a través del procedimiento establecido por la Central De Depósito De Valores, S.A. de C.V. (CEDEVAL, S.A. de C.V.).
Redención Anticipada	Podrá redimir anticipadamente previo a las fechas de vencimiento establecidas siempre y cuando en el aviso de colocación de cada tramo se establezca tal facultad y se hayan cumplido veinticuatro meses después de su colocación.
Covenants	No Contempla
Conversión	No Contempla
Resguardos	No Contempla
Garantía	No Contempla

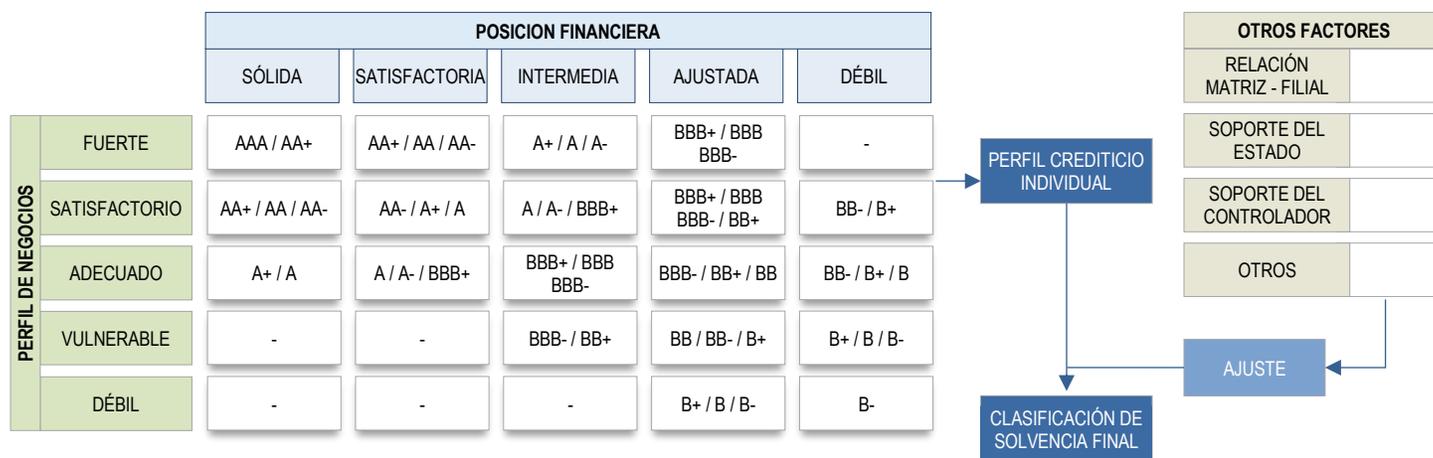
EMISIONES DE PAPELES VIGENTES	Serie 1	Serie 2	Serie 3
Al amparo del programa	PBBOLIVAR1	PBBOLIVAR1	PBBOLIVAR1
Monto de la emisión	US\$ 1.000.000.	US\$ 1.000.000.	US\$ 150.000
Fecha de colocación	29-08-2025	29-08-2025	29-08-2025
Fecha de vencimiento	29-08-2026	29-08-2028	29-08-2028
Tasa de Interés Anual	7,5%	8,0%	8,0%
Amortización de Capital	Al vencimiento	Al vencimiento	Al vencimiento
Conversión	No Contempla	No Contempla	No Contempla
Resguardos	Suficientes	Suficientes	Suficientes
Garantía	No tiene	No tiene	No tiene

## DESCRIPTORES DE LIQUIDEZ

- **Robusta:** La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite, incluso ante un escenario de stress severo que afecte las condiciones económicas, de mercado u operativas, cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses.
- **Satisfactoria:** La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite cumplir con holgura el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses. Sin embargo, ésta es susceptible de debilitarse ante un escenario de stress severo que afecte las condiciones económicas, de mercado u operativas.
- **Suficiente:** La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses. Sin embargo, ésta es susceptible de debilitarse ante un escenario de stress moderado que afecte las condiciones económicas, de mercado u operativas.
- **Ajustada:** La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite mínimamente cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses. Sin embargo, ésta es susceptible de debilitarse ante un pequeño cambio adverso en las condiciones económicas, de mercado u operativas.
- **Insuficiente:** La empresa no cuenta con una posición de liquidez que le permita cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses.

## MATRIZ DE RIESGO CREDITICIO INDIVIDUAL Y CLASIFICACIÓN FINAL

La matriz presentada en el diagrama entrega las categorías de riesgo indicativas para diferentes combinaciones de perfiles de negocio y financieros. Cabe destacar que éstas se presentan sólo a modo ilustrativo, sin que la matriz constituya una regla estricta a aplicar.



### EQUIPO DE ANÁLISIS:

- Felipe Pantoja - Analista principal
- Esteban Sánchez - Analista secundario
- Jose Manuel Escalona - Analista secundario
- Nicolás Martorell - Director Senior

**Conforme a las regulaciones vigentes de rigor, se informa lo siguiente:**

Fecha del Consejo de Clasificación Ordinario: 9 de septiembre de 2025

Tipo de reporte: Revisión Semestral con EEFF referidos al 30 de junio de 2025.

- Para este análisis se utilizaron los estados financieros auditados al 31 de diciembre de 2018, 2019, 2020, 2021, 2022, 2023 y 2024. Además, de los estados financieros interinos a junio 2023, 2024 y 2025

Clasificadora Feller Rate El Salvador, S.A de C.V.

<https://www.feller-rate.com/sv>

Entidad		Clasificación asignada
Inversiones Bolívar S.A. de C.V	Solvencia	EA-
	PBBOLIVAR1 (Largo plazo)	A-
	PBBOLIVAR1 (Corto plazo)	N-2
	Perspectivas	Estable

NOTA: La clasificación de riesgo no constituye una sugerencia o recomendación para comprar, vender, mantener un determinado valor o realizar una inversión, ni un aval o garantía de una inversión y su emisor.

Más información sobre esta clasificación en: <https://www.feller-rate.com/sv>

## METODOLOGÍA DE CLASIFICACIÓN

La metodología utilizada fue la Metodología de Clasificación de Corporaciones y Proyectos. Esta se encuentra disponible en <https://www.feller-rate.com/clasificacion/metodologia/sv/>

## NOMENCLATURA DE CATEGORÍAS ASIGNADAS

- Categoría EA: Corresponde a aquellas entidades que cuentan con una buena capacidad de pago de sus obligaciones en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en la entidad, en la industria a que pertenece o en la economía. Los factores de protección son satisfactorios.
- Categoría A: Corresponde a aquellos instrumentos en que sus emisores cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible a deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Nivel 2 (N-2): Corresponde a aquellos instrumentos cuyos emisores cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible a deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

Para más información sobre el significado detallado de todas las categorías de clasificación visite <https://www.feller-rate.com/clasificacion/nomenclatura/sv/>

## DESCRIPCIÓN GENERAL DE LA INFORMACIÓN EMPLEADA EN EL PROCESO DE CLASIFICACIÓN

La evaluación practicada por Feller Rate se realizó sobre la base de un análisis de la información pública de la compañía y de aquella provista voluntariamente por ella. Feller Rate considera como satisfactoria la calidad de información utilizada. Específicamente, en este caso se consideró la siguiente información:

- Administración y estructura organizacional
- Propiedad
- Características de los negocios e industria en la que se desenvuelve el emisor.
- Informes de control
- Características de la cartera de créditos (evolución)
- Tecnología y operaciones
- Información financiera (evolución)

También incluyó reuniones con la administración superior y con unidades comerciales, operativas, de riesgo y control. Cabe mencionar, que no es responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de los antecedentes.

*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. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información pública remitida a la Superintendencia del Sistema Financiero, a las bolsas de valores y en aquella que voluntariamente aportó el emisor, no siendo responsabilidad de la clasificadora la verificación de la autenticidad de la misma.*

*La información presentada en estos análisis proviene de fuentes consideradas altamente confiables. Sin embargo, dada la posibilidad de error humano o mecánico, Feller Rate no garantiza la exactitud o integridad de la información y, por lo tanto, no se hace responsable de errores u omisiones, como tampoco de las consecuencias asociadas con el empleo de esa información. Las clasificaciones de Feller Rate son una apreciación de la solvencia de la empresa y de los títulos que ella emite, considerando la capacidad que ésta tiene para cumplir con sus obligaciones en los términos y plazos pactados.*