

FONDO DE TITULARIZACIÓN DE INMUEBLES HENCORP VALORES CERRO VERDE CERO UNO – FTIHVCV01

Comité No. 175/2023		
Informe con EEFF no auditados al 30 de junio de 2023	Fecha de comité: 20 de octubre de 2023	
Periodicidad de actualización: Semestral	Originador perteneciente al sector Inmobiliario San Salvador, El Salvador	
Equipo de Análisis		
Adalberto Chávez achavez@ratingspcr.com	Osbaldo Hernández ohernandez@ratingspcr.com	(503) 2266-9471
HISTORIAL DE CLASIFICACIONES		
Fecha de información	dic-21	jun-23
Fecha de comité	05/12/2022	20/10/2023
Valores de Titularización- Títulos de Participación	Nivel-2	Nivel-2
Monto de la Emisión hasta US\$15,000,000.00		
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, se decidió **mantener** la clasificación de riesgo de **“Nivel- 2”** a los Valores de Titularización- Títulos de Participación del **Fondo de Titularización de Inmuebles Hencorp Valores Cerro Verde Cero Uno**, con perspectiva **“Estable”**, con información financiera al 30 de junio de 2023.

La clasificación se fundamenta en la capacidad del fondo para generar flujos de ingresos provenientes de los cánones de arrendamiento, los cuales son suficientes para generar retornos positivos a los inversionistas. Por su parte, se considera la baja probabilidad de pérdida de valor del inmueble debido a la localización estratégica. Finalmente, se toman en cuenta los resguardos legales que minimizan los riesgos del fondo.

Perspectiva

Estable

Resumen Ejecutivo

- **La Emisión está adecuadamente respaldada por su estructura legal y características del inmueble:** El Fondo de Titularización de Inmuebles Hencorp Valores Cerro Verde Cero Uno (FTIHVCV01), se crea con el objeto de desarrollar, financiar y brindar rendimiento al Proyecto de Construcción denominado “Cerro Verde - Santa Elena” y producto de ello generar rentabilidad a través de Dividendos para los Tenedores de los Valores de Titularización que se emitan con cargo al mismo. De acuerdo con las estimaciones, el proyecto contará con una fase de construcción, una vez integrado el Fondo de Titularización.
- **Estructura operativa permite garantizar el flujo de ingresos al Fondo:** Posterior a la emisión de los Valores de Titularización, los flujos percibidos por el Fondo de Titularización durante la fase de construcción provendrán de los desembolsos bancarios y los títulos de participación serán invertidos en el desarrollo del proyecto y demás obligaciones de la emisión. Posteriormente, el Fondo recibirá ingresos por los cánones de arrendamiento pagados por OneLink, S.A. de C.V. (“OneLink El Salvador”) y Centroamérica Comercial, S.A. de C.V. (CAMCO), cuyos lineamientos y operatividad estarán regidos bajo el contrato de arrendamiento suscrito.
- **Políticas y convenios mitigan parcialmente los riesgos asociados a la construcción y obligaciones del Fondo:** Durante el proceso de construcción y mientras los activos titularizados integren el Fondo de Titularización, los riesgos asociados al proyecto ante cualquier tipo de siniestro estarán mitigados con la contratación de una póliza de seguro contra todo tipo de riesgo. Por otra parte, ante potenciales desviaciones en el presupuesto de capital, los Inversionistas tendrán la facultad de realizar aportes adicionales al Fondo de Titularización, asimismo, la estructura presenta una holgura de emisión, monto que puede utilizarse para el financiamiento del proceso de construcción.
- **Resguardos operativos y financieros del Fondo:** Los respaldos legales con los que contará el fondo son un Contrato de Compraventa para la transferencia del inmueble, Convenio de Administración de Cuenta Bancaria y Contrato de Comisión para la Administración del Inmueble. Asimismo, como respaldo operativo la Titularizadora podrá constituir cuentas restringidas donde se podrán resguardar fondos como respaldo para el pago de las obligaciones con los Acreedores Financieros.
- **Experiencia del Comisionista:** Macrorent de El Salvador, S.A. de C.V. (“Macrorent”) es una compañía salvadoreña, dedicada a la compraventa, permuta, lotificación y explotación de bienes inmuebles, arrendamiento, alquiler y constitución de cualquier derecho real o de crédito sobre los bienes inmuebles que posee. Macrorent forma parte de Mobiliare Latam, S.A. desarrollador inmobiliario con más de 15 años de trayectoria. Se especializa en el desarrollo y administración de edificios de oficinas, edificios retail y activos de logística. Mobiliare Latam, S.A. cuenta con activos en México, Guatemala, El Salvador, Honduras, Nicaragua, Costa Rica, Colombia y Ecuador.
- **Experiencia y trayectoria del constructor designado para la ejecución del Proyecto:** Las labores de construcción del proyecto inmobiliario Cerro Verde – Santa Elena, están a cargo de la sociedad Concepto Cero, S.A. de C.V. y sus subcontratistas. Concepto Cero es una empresa que nace en 2018, siendo una entidad especializada en crear proyectos de arquitectura y construcción. La empresa también ofrece servicios de diseño de interiores y branding a sus clientes. Adicionalmente, posee alianzas con empresas colaboradoras, entre ellos Construcciones Nabla, quienes les apoyan en áreas de aplicación como Branding, Mercadeo, Arquitectura y Construcción. Dentro de las obligaciones del constructor contempladas en el contrato se encuentra la coordinación de actividades, diseño, logística, suministro de materiales, mano de obra, transporte, equipo, etc.
- **Crecimiento del sector inmobiliario se desacelera al primer semestre del año.** A la fecha de análisis, se presentó una tasa de crecimiento del PIB real del sector inmobiliario de 0.4%, menor a los resultados reportados a junio 2022 (3.4%), En términos nominales, el PIB de las actividades inmobiliarias se ubicó en US\$1,068.8 millones, reflejando un incremento de 5.1% respecto al año anterior y representando el 6.4% del PIB nominal, por lo que el sector muestra expectativas de crecimiento moderados considerando la diversidad de proyectos inmobiliarios que se encuentran en ejecución.

Factores Claves

Factores que podrían llevar a un incremento en la clasificación.

- Excedentes de flujos de caja que permitan un mayor pago de dividendos.

Factores que podrían llevar a una reducción en la clasificación.

- Atrasos en la etapa de construcción que conlleven a un incremento en los costos del proyecto.
- Menor nivel de ingresos provenientes de los cánones de arrendamientos que puedan limitar o reducir de manera importante la capacidad del pago de dividendos a los inversionistas.
- Desviaciones significativas en las proyecciones que afecten a la rentabilidad.

Metodología utilizada

La opinión contenida en el informe se ha basado en la aplicación de la Metodología de calificación de riesgo para fondos de titularizaciones de inmuebles (PCR-SV-MET-P-082, El Salvador) y la Metodología de calificación de riesgo de instrumentos de deuda de corto, mediano y largo plazo, acciones preferentes y emisores (PCR-MET-P-012, El Salvador), vigentes desde el 25 de noviembre de 2021. Normalizadas 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:** Estados Financieros no Auditados al 30 de junio de 2023 y Modelo Financiero de la Emisión.
- **Documentos legales:** Contrato de Titularización FTIHVCV01, Contrato de Compraventa FTIHVCV01, Contrato de Comisión FTIHVCV01, Prospecto de Emisión FTIHVCV01, Estudio de Factibilidad Técnico Económico.

Limitaciones Potenciales para la clasificación

Limitaciones encontradas: A la fecha de análisis, PCR no tuvo a la vista un informe actualizado de avance de la obra, por lo que no es posible concluir sobre el cumplimiento del cronograma de entrega del inmueble.

Limitaciones potenciales: PCR dará seguimiento a la capacidad del fondo para obtener los flujos adecuados que permitan el pago de dividendos, así como cualquier cumplimiento de los aspectos legales establecidos en el contrato de titularización. Asimismo, un incremento en los costos de construcción y acabados que provoquen desviaciones sustanciales en las proyecciones de la emisión, podrían llevar a una revisión de la clasificación.

Panorama Internacional

Según las Perspectivas económicas mundiales del Banco Mundial, en su edición más reciente a junio de 2023, se pronostica una desaceleración del crecimiento global desde 3.1% en 2022 hasta 2.1% en 2023, producto de la alta inflación, políticas monetarias restrictivas y condiciones crediticias más limitadas; mientras que para 2024 se prevé una ligera recuperación, alcanzando una tasa de crecimiento de 2.4%. Se estima un crecimiento en la región de Asia oriental y el Pacífico a medida que China avance en la reapertura económica y genere una recuperación y mejores perspectivas de crecimiento en otras economías. Por otra parte, se espera un crecimiento moderado en las otras regiones debido a la escasa demanda externa, las severas condiciones financieras mundiales y la inflación, que frenarán la actividad económica.

En 2022, la inflación presionó a la mayoría de las economías del mundo, donde la mediana de la inflación global superó el 9% en la segunda mitad del año, alcanzando su nivel más alto desde 1995. En las economías emergentes y en desarrollo (EMDEs), ésta alcanzó casi el 10%, el nivel más alto desde 2008; mientras que en las economías avanzadas un poco más del 9.0%, la más alta desde 1982; la alta inflación es producto de factores tanto de oferta como de demanda. Por parte de la demanda, se destaca el crecimiento acelerado por el efecto rebote posterior a la crisis sanitaria de 2020, así como los impactos retardados de las políticas macroeconómicas aplicadas. Mientras que, por el lado de la oferta, la escasez de productos básicos, profundizada por la invasión de Rusia a Ucrania contribuyó sustancialmente al incremento del precio de la energía y los alimentos. La inflación aún se mantiene por encima del objetivo de los bancos centrales en la mayoría de economías. A abril de 2023, la mediana de la inflación global aún se mantenía en 7.2% respecto a abril de 2022, pero por debajo de su punto más alto de 9.4% en julio de 2022.

En ese sentido, se espera que para 2023 la inflación se modere, pero aún será un factor determinante que sumado a las demás condiciones adversas que enfrenta la economía global, provocarán una ralentización del crecimiento económico. Se prevé que la inflación mundial se mantenga por encima de su promedio 2015-2019 y aún por un periodo más largo de lo que se estimaba a inicios de 2023. A pesar de la mejora evidenciada en la cadena de suministro y la reducción en los precios de la energía, la demanda sigue determinando los altos niveles de inflación, aunque también la capacidad de la oferta podría representar algunos inconvenientes para reducir los niveles de inflación global.

Para la región de América Latina y el Caribe, se estima que el crecimiento económico podría disminuir desde un 3.7% en 2022 hasta 1.5% en 2023. Un crecimiento más débil de las economías avanzadas afectará a las exportaciones de esas economías, en conjunto con políticas monetarias restrictivas y la persistencia de inflación interna aún elevada podrían impedir la flexibilización de las condiciones financieras para lograr una mayor recuperación económica. En Centroamérica se estima que el crecimiento económico se modere desde el 5.4% de 2022 hasta un 3.6% en 2023. Se espera que el ritmo de crecimiento de las remesas sea más lento, pero manteniendo una buena dinámica soportada en un mercado laboral más activo en Estados Unidos y que las actividades de turismo contribuyan a la actividad económica en 2023. Panamá lidera el crecimiento de la región apoyado en las exportaciones de servicios y la inversión; mientras que en El Salvador el crecimiento se moderaría, pero alcanzaría aún niveles superiores al crecimiento histórico promedio. Por otra parte, la inflación en la región aún se mantiene alta, principalmente en Honduras y Nicaragua, motivada por el aumento en los precios de los alimentos. Adicionalmente, tanto Guatemala como Costa Rica proyectan un crecimiento más moderado respecto a 2022; mientras que, en el Caribe, República Dominicana estima un crecimiento de 4.1% (4.9% en 2022), impulsado en buena medida por un fuerte crecimiento de las exportaciones.

El endurecimiento de la política monetaria en Estados Unidos, al incrementar las tasas de interés por medio de la FED como respuesta a la alta inflación, plantea fuertes retos a las economías emergentes y en desarrollo. Por una parte, se afectan a las exportaciones de estas economías hacia Estados Unidos al ralentizar su dinámica comercial y, por otro lado, se incrementan los costos del servicio de deuda al elevar el pago de intereses. Adicionalmente, las condiciones

de endeudamiento de muchas economías emergentes y en desarrollo ya se dirigían hacia un camino de vulnerabilidad y dadas las presiones económicas globales es probable que la sostenibilidad fiscal se erosione aún más debido a las perspectivas de crecimiento menores y al aumento de los costos de la deuda. El escenario de bajo crecimiento, sumado a las medidas de los gobiernos para proteger a las poblaciones más vulnerables por medio de subsidios y recortes a los impuestos de consumo han tensado aún más los presupuestos fiscales de muchos países que ya cuentan con elevados niveles de deuda pública, lo cual restringe aún más el acceso a los mercados financieros internacionales.

Finalmente, el cambio climático plantea retos adicionales a los países con dependencia de las actividades de agricultura y minería, principalmente en Centroamérica y el Caribe. Fenómenos como El niño y La niña pueden llegar a causar sequías e inundaciones y que en conjunto con la infraestructura inadecuada profundizan los efectos de los desastres naturales. En el mediano y largo plazo, se estima que estos eventos puedan influir directamente en los niveles de desarrollo y crecimiento económico de los países de la región al afectar a sus principales sectores e industrias e impactar en su productividad.

Desempeño Económico

Según datos del Banco Central de Reserva de El Salvador (BCR), la actividad económica se ha moderado, pero aún muestra un comportamiento ligeramente por encima de niveles prepandemia. A mayo de 2023, la actividad económica del país, medida a través del Índice de Volumen de la Actividad Económica (IVAE), registró un crecimiento interanual de 3.7%. La actividad económica se ha visto presionada por las condiciones inflacionarias globales por el aumento de precios de alimentos y energía, y la subida en los tipos de interés por parte de la FED. Los sectores que muestran un mayor dinamismo son Construcción con 10.6%, Actividades financieras y de seguros con 9.6%, Actividades Profesionales con 8.2% y Actividades Industriales y de manufactura con 5.2%. Por su parte, al analizar el comportamiento del PIB por el enfoque del gasto, a marzo de 2023, se observa un aumento del consumo privado de 7.2%; mientras que el consumo público registró un incremento de 8.8%.

Por su parte, los niveles de inflación se han moderado, pero aún se mantienen altos, dado que el Índice de Precios al Consumidor (IPC) a junio de 2023 experimentó una variación de 3.8%, marcando una tendencia a la baja desde su máximo alcanzado en junio de 2022, donde se situó en 7.76%. Dicho comportamiento está asociado con los elevados niveles de inflación global que se registraron en 2022, sumado a la alta dependencia de productos de consumo importados, en su mayoría relacionados con alimentos que provienen de Estados Unidos. A pesar de la reducción, la inflación aún se mantiene elevada, afectando principalmente al sector de alimentos y bebidas no alcohólicas (6.9%). Otros de los sectores que mantienen un aumento considerable son Restaurantes y Hoteles con 7.0%, Bienes y Servicios diversos con 5.9% y el de Bebidas alcohólicas y tabaco con 5.1%.

Respecto al Sistema financiero, este ha registrado un crecimiento moderado en un contexto de desaceleración de la economía. En ese orden, la cartera neta del sistema reportó un crecimiento de 4.7%, alcanzando los US\$17,560 millones, pero ralentizada respecto al crecimiento observado al cierre de 2022 (7.5%). En cuanto a depósitos, estos alcanzaron los US\$18,253 millones con una tasa de crecimiento interanual de 4.27%. Por otra parte, bajo el contexto internacional de subida en las tasas de interés por parte de la FED, las tasas de interés locales han experimentado aumentos que han elevado el spread financiero el cual se ubicó en 2.2%, mayor en 0.5 p.p., respecto a junio de 2022 (1.7%). Este comportamiento responde al aumento de la tasa de interés activa para préstamos hasta un año plazo que se situó en 7.6% (jun 2022: 6.2%), mientras que la tasa de interés pasiva para depósitos de 180 días se fijó en 5.4%, evidenciando un incremento desde junio de 2022 (4.5%).

Al analizar la situación fiscal del país, los niveles de endeudamiento se mantienen altos, a pesar de una reducción en el déficit fiscal. El Sector Público No Financiero (SPNF) a junio de 2022 presenta un superávit global de US\$18.7 millones, menor al superávit obtenido en junio de 2022 de US\$78.7 millones. Este comportamiento se debe a un incremento en los gastos y concesión de préstamos que crecieron en 3.10% (+US\$129.2 millones), principalmente por gastos de capital en inversión bruta (+US\$205.8 millones). Por su parte, los ingresos corrientes registraron un crecimiento de 1.79%, motivados por aumentos en las transferencias de financieras públicas (+US\$52.1), Ingresos no tributarios (+US\$46.8 millones) y Contribuciones a la seguridad social (+US\$27.4 millones). Al cierre de 2022, el déficit fiscal cerró en 2.5% respecto al PIB, denotando una mejora respecto al año anterior (5.6%); mientras que para 2023 se estima que representará un 2.7% del PIB proyectado. Al cierre de 2022, el nivel de endeudamiento se situó en 78% del PIB según las cifras del BCR, denotando una mejora respecto al cierre de 2021 (83.9%).

En cuanto a Comercio Exterior, el panorama económico global ha afectado los niveles de mercancías transadas, dado que en el primer semestre de 2023 El Salvador realizó un total de exportaciones FOB por US\$3,439 millones, que representa una disminución interanual de 7.2% (US\$268 millones) debido a reducciones en la Industria de manufactura de maquila (-US\$123 millones) e Industrias manufactureras (-US\$160 millones). Respecto a las importaciones, estas alcanzaron un monto de US\$7,786 millones a junio de 2023, correspondiente a una disminución interanual de 10.1% (US\$872 millones), principalmente por la reducción en industrias manufactureras por US\$822 millones y de maquilas en US\$81.5 millones. En ese sentido, debido a la mayor reducción en las importaciones con respecto a las

exportaciones, se reportó un menor déficit de la balanza comercial que se ubicó en US\$4,347 millones, menor en 12.2% (US\$604 millones) al reportado en junio de 2022.

Las condiciones económicas globales ajustan las expectativas de crecimiento económico, dado que para el año 2023 el Banco Mundial proyecta una tasa de crecimiento de 2.3% para El Salvador, por debajo de lo reportado en 2022 de 2.6%. El crecimiento económico estará soportado por el consumo privado, la inversión pública y el turismo. Adicionalmente, el flujo de remesas ha tenido también una desaceleración respecto a años anteriores, pero sigue siendo un factor determinante para la actividad económica. A pesar del contexto económico global complejo y las afectaciones en materia climática, los esfuerzos en materia de seguridad, la inversión en turismo y el flujo de remesas podrían ser factores importantes para impulsar el crecimiento económico del país.

Finalmente, en cuanto a aspectos sociales, a abril de 2023 El Salvador registra una buena dinámica de colocación de empleos (+6.4%), comparada con 2022, como consecuencia de la estabilidad en la actividad económica. Adicionalmente, es de destacar la reducción en la tasa de homicidios en el país, que desde 2015 ha pasado de 103 homicidios por cada 100 mil habitantes a 2022 con 7.8. La tendencia esperada para 2023, a espera de cifras oficiales, se proyecta a la baja. Por otra parte, se han tenido algunos retrocesos en aspectos políticos y de gobernanza, ya que se muestra un leve deterioro en cuanto a la percepción de la transparencia con datos a 2022, donde el Índice de Percepción de la corrupción ubica al país en el ranking 116 de 180 países con un puntaje de 33/100; siendo 0 el nivel de mayor corrupción y 100 el de menor corrupción (Ranking 115 en 2021).

Análisis del Sector inmobiliario

De acuerdo con el Sistema de Cuentas nacionales de El Salvador (SCNES) utilizado por el Banco Central de Reserva de El Salvador (BCR), el sector inmobiliario se define como “todas aquellas actividades de arrendadores, agentes y/o corredores dedicados a la compra o venta de bienes raíces, alquiler de bienes raíces y prestación de otros servicios inmobiliarios”. A la fecha de análisis, se presentó una tasa de crecimiento del PIB real del sector inmobiliario de 0.4%, menor a los resultados reportados a junio 2022 (3.4%), y al crecimiento mostrado por el sector construcción. En términos nominales, el PIB de las actividades inmobiliarias se ubicó en US\$1,068.8 millones, reflejando un incremento de 5.1% respecto al año anterior y representando el 6.4% del PIB nominal, por lo que el sector muestra expectativas de crecimiento considerando la diversidad de proyectos inmobiliarios que se encuentran en ejecución.

Por el lado del sector construcción, para el segundo trimestre se observó un crecimiento sustancial del 22.8% en términos reales respecto a los resultados del periodo anterior, no obstante, esta recuperación puede verse limitada por el encarecimiento de los costos asociados a los procesos de producción en los rubros de combustibles, energía eléctrica, materia prima y los costos de logística. Cabe destacar que el sector construcción representó un 6.3% del PIB nominal, alcanzando los US\$1,045.4 millones a junio de 2023, según datos disponibles del BCR. En orden a lo anterior, de acuerdo con las cifras del Instituto Salvadoreño del Seguro Social (ISSS), las actividades económicas de los patronos afiliados al ISSS con mayor crecimiento a marzo 2023 son las de Construcción con un 9.7% e inmobiliarias en 7.9%; de igual manera, la actividad económica de los empleados cotizantes del ISSS que mayor dinamismo presentó fue la de construcción con un 29.2% respecto al año anterior; mientras que los empleos de las Actividades Inmobiliarias incrementaron en 10.2% comparadas con marzo 2022. Cabe destacar que a marzo 2023 los empleos del sector construcción e inmobiliario totalizaron alrededor de 30,600 y 7,700 empleos directos e indirectos respectivamente.

Por otra parte, de acuerdo con la información proporcionada por la Superintendencia del Sistema Financiero (SSF), a junio 2023 los créditos otorgados para los sectores de vivienda y construcción muestran un crecimiento del 2.6% y 12.1% respectivamente, totalizando en conjunto un incremento de US\$174 millones, que representa un 13.7% del aumento total de la cartera del Sistema Financiero.

Actualmente se están llevando a cabo importantes proyectos públicos y privados en el país que contribuyen a dinamizar al sector de construcción e inmobiliario, entre los que se encuentran: Bay-pass de San Miguel, Paso a desnivel sobre redondel Integración y Bulevar Constitución. Además, se considera el crecimiento de proyectos habitacionales y comerciales, entre los que destacan la playa San Diego y Punta Roca, departamento de La Libertad, Los Senderos Opico y otros proyectos verticales en la capital, así como la construcción de diferentes centros comerciales que inyectan nuevas inversiones al sector turismo.

De acuerdo con la Cámara Salvadoreña de la Industria de la Construcción (CASALCO), actualmente el 80% de los proyectos de construcción son residenciales, mientras que el 20% restante son proyectos comerciales y de oficinas; asimismo, CASALCO afirmó que para 2022 la inversión conjunta entre privada y pública para el sector fue de aproximadamente US\$1,600 millones. En línea con lo anterior, dicha gremial reporta que el incremento en los precios de productos y herramientas de construcción pudo haber rondado entre un 5% y 30%.

En cuanto a las perspectivas para 2023, CASALCO proyecta una inversión de alrededor de US\$1,800 millones entre proyectos públicos y privados, además de un crecimiento del 13% al cierre del año, impulsado principalmente por los proyectos públicos a ejecutar por la Dirección de Obras Municipales (DOM), los proyectos de remodelación de estadios, la construcción del viaducto Los Chorros y un edificio de la Fiscalía General de la República (FGR); mientras que por el lado de la inversión privada, Grupo AGRISAL confirma una inversión de US\$50 millones en Plaza Mundo Usulután, y proyectos inmobiliarios como Capitello 26 y Vertical Trib en el presente año y para el próximo quinquenio una inversión

de US\$265 millones para la ampliación de Plaza Mundo Soyapango, que incluye un parque de diversiones denominado "OASIS", el proyecto inmobiliario Studio 89, y tres torres de apartamentos en el excampo de deportes de La Constanca¹.

Perfil de la Titularizadora

Reseña

El 17 de diciembre de 2007 fue publicada de la Ley de Titularización de Activos, aprobada por la Asamblea Legislativa de la República de El Salvador. El 24 de junio de 2008, el Grupo Hencorp constituyó una Sociedad Titularizadora en El Salvador, la cual se denomina Hencorp Valores, S.A., Titularizadora.

El Consejo Directivo de la Superintendencia del Sistema Financiero en sesión No. CD-47/2016, de fecha 29 de diciembre de 2016, autorizó la modificación del Pacto Social de la Sociedad Hencorp Valores, S.A. Titularizadora, por transformación de la naturaleza jurídica de Sociedad Anónima a Sociedad de Responsabilidad Limitada, denominándose Hencorp Valores, Limitada, Titularizadora.

La principal finalidad de la constitución de Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora es el brindarles liquidez a activos propiedad del sector corporativo salvadoreño, regional y otras entidades del sector público, a través de la creación de un vínculo entre dichos activos y el mercado de capitales, introduciendo de esta forma, un mecanismo adicional que provea financiamiento indirecto al sector corporativo y que produzca nuevos instrumentos bursátiles con niveles de riesgo aceptables. Es por ello, que a la fecha de análisis posee la administración de 22 de 34 titularizaciones activas, con lo cual se posiciona con el 64.7% de participación del mercado de las titularizadoras.

Gobierno Corporativo

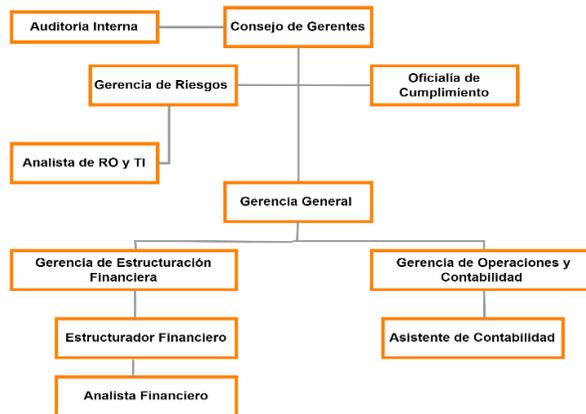
Producto del análisis efectuado, PCR considera que Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora reconoce la importancia de contar con un adecuado Gobierno Corporativo y Código de ética que oriente la estructura y funcionamiento de sus diferentes departamentos en interés de la sociedad y sus accionistas, así 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
- 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

La Estructura Organizacional de Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora se detalla a continuación:



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

Accionistas y Concejo de Gerentes

En el siguiente cuadro se detallan los principales Participantes Sociales y Concejo de Gerentes de Hencorp Valores, LTDA, Titularizadora:

¹ AGRISAL invertirá \$265 millones en el quinquenio - La Prensa Gráfica (laprensagrafica.com)

PARTICIPANTES SOCIALES		CONCEJO DE GERENTES ²	
Accionista	Participación	Cargo	Nombre
Hencorp V Holding, S. de R.L.	99.98%	Gerente Presidente	Eduardo Arturo Alfaro Barillas
Eduardo Alfaro Barillas	00.02%	Gerente Secretario	Roberto Arturo Valdivieso Aguirre
Total	100%	Gerente Administrativo	Víctor Manuel Henríquez
		Gerente Administrativo	Jaime Guillermo Dunn de Ávila
		Gerente Suplente	Felipe Holguín
		Gerente Suplente	José Adolfo Galdámez Lara
		Gerente Suplente	José Miguel Valencia Artiga
		Gerente Suplente	Gerardo Mauricio Recinos Avilés

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

Gestión de riesgos

Para mitigar los riesgos asociados al correcto desempeño de sus actividades económicas y en cumplimiento con lo establecido en las Normas para la Gestión Integral de Riesgos de las Entidades Bursátiles (NPR-11), emitidas por el BCR, Hencorp Valores ha elaborado un Manual de Gestión de Riesgos con el propósito de identificar, medir, controlar, monitorear y comunicar riesgos, metodologías y herramientas que se emplean en los diferentes procesos y líneas de negocio de Hencorp Valores y sus fondos administrados.

Adicional a lo anterior, Hencorp Valores cuenta con una Auditoría Externa, regulada por el Banco Central de Reserva y supervisada por la Superintendencia del Sistema Financiero, para tener una amplia gama de acciones que le permitan el manejo óptimo de los riesgos que pudiesen afectar la estrategia, los procesos, los proyectos o las nuevas inversiones del negocio.

Resultados financieros

Por la naturaleza del negocio de la Titularizadora, es de vital importancia evaluar el riesgo de liquidez de la compañía. En ese sentido, a junio 2023, Hencorp presentó una ligera reducción en su razón corriente, cerrando en 3.4 veces (junio 2022: 3.9 veces), manteniendo una buena capacidad financiera para responder a sus obligaciones de corto plazo.

LIQUIDEZ (VECES)						
Liquidez	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	jun-22	jun-23
Razón Corriente	3.2	3.3	3.0	3.2	3.9	3.4

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

Por otra parte, las utilidades netas reportadas a junio 2023 alcanzaron los US\$1,388 miles, mostrando un importante crecimiento de 49.6% (+US\$460.2 miles) respecto a junio 2022. Lo anterior influyó en una mejora de los indicadores de rentabilidad al reportar un retorno sobre activos (ROA) de 67.4% (junio 2022: 58.2%). Asimismo, el retorno patrimonial (ROE) se ubicó en 96.0%, evidenciando un crecimiento de 17.6 p.p. respecto a junio 2022 (78.4%).

ROA Y ROE (%)						
Rentabilidad	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	jun-22	jun-23
ROA	34.6%	32.8%	37.7%	40.5%	58.2%	67.4%
ROE	50.6%	47.2%	56.2%	58.9%	78.4%	96.0%

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

Instrumento clasificado – FTIHVCV01

Principales Características de la Emisión	
Denominación del Fondo de Titularización:	FONDO DE TITULARIZACIÓN DE INMUEBLES HENCORP VALORES CERRO VERDE CERO UNO, cuya abreviación es "FTIHVCV CERO UNO"
Denominación del Emisor:	Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora, en su calidad de administradora del FONDO DE TITULARIZACIÓN DE INMUEBLES HENCORP VALORES CERRO VERDE CERO UNO, y con cargo a dicho Fondo.
Denominación del Originador:	MACRORENT DE EL SALVADOR, SOCIEDAD ANÓNIMA DE CAPITAL VARIABLE
Monto de la Emisión:	Hasta US\$15,000,000.00
Valor mínimo y múltiplos de contratación de anotaciones electrónicas de valores en cuenta:	Mil (US\$1,000.00) y Múltiplos de mil dólares de los Estados Unidos de América (US\$1,000.00).
Clase de Valor:	Valores de Titularización - Títulos de Participación con Cargo al FONDO DE TITULARIZACIÓN DE INMUEBLES HENCORP VALORES CERRO VERDE CERO UNO representado por anotaciones electrónicas de valores en cuenta.
Moneda de negociación:	Dólares de los Estados Unidos de América.
Plazo de la emisión	El plazo de la emisión de Valores de Titularización, representados por anotaciones electrónicas de valores en cuenta, tendrá un plazo de hasta TREINTA Y CINCO 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. El Fondo de Titularización es constituido con el propósito principal de desarrollar el Proyecto de Construcción para generar Dividendos a ser distribuidos a prorrata entre el número de Títulos de Participación en circulación, según la Prelación de Pagos establecida en el Contrato de Titularización
Plazo de Negociación:	De acuerdo al Artículo setenta y seis vigente de la Ley de Titularización de Activos, la Titularizadora tendrá ciento ochenta días, contados a partir de la fecha de cada colocación de oferta pública, según lo haya autorizado previamente la Superintendencia del Sistema Financiero en la estructura de la Emisión, para vender el setenta y cinco por ciento

² 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

	<p>de dichos valores emitidos por ella con cargo al Fondo de Titularización, plazo que podrá ser prorrogado por una ocasión hasta por ciento ochenta días, previa autorización de la Superintendencia, a solicitud de la Titularizadora; de lo contrario, deberá proceder a liquidar el fondo de titularización respectivo. El remanente podrá ser colocado de conformidad al Instructivo de Colocaciones de la Bolsa de Valores de El Salvador S.A. de C.V.</p>
<p>Tasa de Interés:</p>	<p>El Fondo de Titularización emitirá Valores de Titularización - Títulos de Participación, es decir títulos de renta variable, por lo que NO PAGARÁ INTERESES a los tenedores sobre el saldo de las anotaciones en cuenta de cada titular. La Emisión está dirigida para aquellos inversionistas que no requieran ingresos fijos y, dadas las características del inmueble, los títulos están dirigidos a inversionistas que están dispuestos a realizar una inversión con un horizonte de largo plazo, conscientes de que su inversión podría soportar pérdidas temporales o incluso permanentes en el valor de sus inversiones y que las rentas provendrán en los términos establecidos en la Política de Distribución de Dividendos.</p>
<p>Estructuración de los Tramos o Series a Negociar de la Emisión:</p>	<p>La Emisión contará, como mínimo, con un tramo. Las características de los tramos o series a negociar serán determinadas de acuerdo con la normativa vigente emitida por la Bolsa de Valores y con posterioridad al Asiento Registral en el Registro Público Bursátil de la Superintendencia de Sistema Financiero y previa a la negociación de estos y su rentabilidad será conforme a lo establecido en la cláusula 3.19) del Contrato de Titularización.</p>
<p>Cuentas del Fondo de Titularización:</p>	<p>Cuenta Colectora: Es la cuenta corriente que será abierta a nombre del Fondo de Titularización en un Banco autorizado por la Superintendencia del Sistema Financiero, que será administrada por la Titularizadora y servirá para recibir los fondos provenientes de la operación, ventas, desembolso de financiamientos y cualquier otro ingreso relacionado con la operación del Fondo de Titularización. La finalidad de su apertura es únicamente la colecturía de los fondos antes mencionados;</p>
<p></p>	<p>Cuenta Discrecional: Es la cuenta bancaria que será abierta a nombre del Fondo de Titularización en un Banco autorizado por la Superintendencia del Sistema Financiero, y que será administrada por la Titularizadora, en la cual se percibirán, mensualmente, desde la Cuenta Colectora, todos los ingresos del Fondo de Titularización, así como los fondos provenientes de la colocación de los títulos, según corresponda. Su función será mantener los fondos que serán empleados para realizar los pagos a proveedores del Fondo de Titularización de Inmuebles, Acreedores Financieros y aquellos en beneficio de los Tenedores de los Valores, según el orden establecido en la prelación de pagos del Contrato de Titularización;</p>
<p></p>	<p>Cuenta Comisionista: Es la cuenta bancaria que será abierta a nombre del Fondo de Titularización en un Banco Autorizado por la Superintendencia del Sistema Financiero, y que será de firma indistinta del Comisionista y de la Titularizadora en la cual, se podrán realizar abonos con cualquier periodicidad y cuyos cargos corresponderán a las inversiones, pago de proveedores, adquisición de equipo, adquisición de materiales, y en general, cualquier gasto que sea requerido para el desarrollo y mantenimiento del Proyecto de Construcción, y que sea realizado directamente por el Comisionista. La Cuenta Comisionista será de firma indistinta entre el Comisionista y la Sociedad Titularizadora.</p>
<p>Políticas aplicables al Inmueble y al Proyecto de Construcción</p>	<p>Políticas de Administración de los Activos Titularizados: La estructuración, administración integral del Fondo de Titularización y la Emisión corresponderán a la Titularizadora, no obstante, en uso de las facultades que le confiere la Ley de Titularización de Activos, la Titularizadora podrá contratar bajo cualquier concepto, de forma gratuita u onerosa y con cargo al Fondo de Titularización, a un Comisionista para encargarle las funciones de administración del Inmueble y otros activos del Fondo de Titularización, lo cual ha de entenderse referido, pero sin estar limitado, a la facultad de ejercer labores de procesamiento de información, de recaudación de flujos generados por el arrendamiento de los espacios del Proyecto de Construcción "Cerro Verde - Santa Elena", y su transferencia a la cuenta que la Titularizadora designe, de contabilización, de registro de pagos y otros de naturaleza análoga sobre dichos flujos, POR CUENTA DEL FONDO DE TITULARIZACIÓN, las facultades y obligaciones del comisionista serán determinadas en el contrato de Contrato de Comisión para la administración del Inmueble.</p>
<p></p>	<p>Política de financiamiento: El Fondo de Titularización, previa autorización de la Junta Extraordinaria de Tenedores, 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.</p>
<p></p>	<p>Política de Valuación: En relación con el Inmueble, este será contabilizado en el Fondo de Titularización a su valor de costo o adquisición de conformidad con lo establecido en las Normas Internacionales de Información Financiera, por lo que los bienes inmuebles terminados deberán valorarse de acuerdo con la Norma para la valuación de Activos Susceptibles de Titularización y de activos que integren un Fondo de Titularización RCTG-15/2010, o ante la solicitud de los Tenedores de Valores.</p>
<p></p>	<p>Política de Administración: Con el objetivo de asegurar la correcta operatividad de los activos que integran el Fondo de Titularización, la Titularizadora tiene la facultad de acuerdo con el Artículo 26 de la Ley de Titularización de Activos y las Normas Técnicas para la Titularización de Inmuebles de contratar a terceros. Con esto en consideración, la Titularizadora deberá seleccionar a un comisionista con probada experiencia para ceder la administración parcial o total del inmueble. Cabe destacar que, las decisiones relacionadas a la compra y venta de los inmuebles que integran o integrarán el Fondo son tomadas por el Consejo de Gerentes de Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora, para lo cual, remitirse a la sección "Información de la Titularizadora" del Prospecto de la Emisión.</p>
<p></p>	<p>Política de Gestión de Riesgos: Dándole cumplimiento al Artículo 37 de la Norma de Fondos de Titularización de Inmuebles, la Titularizadora se compromete seguir la gestión de riesgo de acuerdo con las Normas Técnicas para la Gestión Integral de Riesgos de las Entidades de los Mercados Bursátiles (NRP - 11), donde deberá identificar, medir, controlar, mitigar, monitorear y comunicar los distintos tipos de riesgos con el objetivo de reducir la vulnerabilidad y pérdidas por dichos riesgos.</p>
<p></p>	<p>Política a aplicar en la supervisión de los proyectos de construcción: Durante el proceso constructivo, Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora, en su calidad de Administradora del Fondo de Titularización pondrá a disposición del constructor el inmueble en el que se llevará a cabo los trabajos para la construcción del Proyecto Inmobiliario "Cerro Verde - Santa Elena". De igual manera, Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora, mantendrá comunicación periódica con el Supervisor de obra para recibir información actualizada sobre el proceso de construcción y procurar el cumplimiento de los tiempos de entrega de cada fase. La Sociedad Titularizadora verificará los pagos realizados al Constructor y a los proveedores directos de materiales de construcción.</p>
<p>Cuentas bancarias Relacionadas con el Fondo de Titularización:</p>	<p>Sin perjuicio de las facultades del Comisionista para la administración del Inmueble y de lo establecido en torno a la Cuenta Restringida, todo pago se hará por la Titularizadora, con cargo al Fondo de Titularización, a través de la cuenta de depósito bancaria denominada Cuenta Discrecional, en cada fecha de pago en el siguiente orden:</p>
<p></p>	<ol style="list-style-type: none"> 1. Primero, el pago de Deuda Tributaria. 2. Segundo, pagos a favor de los Acreedores Financieros. 3. Tercero, las comisiones de la Sociedad Titularizadora. 4. Cuarto, el saldo de costos y gastos adecuados a terceros. 5. Quinto, constitución de Reservas de Excedentes, en caso de ser necesario. 6. Sexto, pago de Dividendos, de conformidad a las definiciones y políticas establecidas en el Contrato de Titularización.
<p>Prelación de Pagos:</p>	<p>La Titularizadora, con cargo al Fondo de Titularización, pagará Dividendos, según la Prelación de Pagos establecida en el Contrato de Titularización correspondiente y a prorrata del número de títulos de participación en circulación, de acuerdo a la siguiente política: i) El Fondo de Titularización podrá distribuir Dividendos mensualmente; ii) Se pagarán</p>

	los Dividendos a los Tenedores de Valores que se encuentren registrados en CEDEVAL tres días hábiles antes de la Fecha de Pago de los Dividendos; iii) Se pagarán los Dividendos tres días hábiles después de la Fecha de Declaración de Dividendos, o el siguiente día hábil; iv) el Consejo de Gerentes de Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora declarará la distribución de Dividendos, conforme a esta política, a más tardar el último día de cada mes, o el siguiente día hábil; v) Se repartirán los excedentes acumulados con todos los fondos disponibles a la Fecha de Declaración de Dividendos en exceso del cero punto veinte por ciento (0.20%) del valor del Activo Neto al cierre del mes de diciembre, siendo el valor del Activo Neto el resultante de restar de la sumatoria de todas las cuentas del activo, la sumatoria de todas las cuentas del pasivo menos las cuentas del pasivo denominadas reservas de excedentes anteriores, excedentes del ejercicio y retiros de excedentes.
Destino de los Fondos de la Emisión:	Los fondos que se obtengan por la negociación de la presente Emisión serán invertidos por el Fondo de Titularización para: (i) Capital de trabajo del Fondo; y/o (ii) Cualquiera de los objetos establecidos en la característica 3.9.2 del Contrato de Titularización.
Negociabilidad de los Valores de Titularización:	La colocación primaria de las series o tramos de oferta pública se efectuará conforme al Instructivo de Colocaciones en Bolsa y será definida por la Titularizadora previo a la colocación. La fecha de negociación será comunicada a la Bolsa de Valores de El Salvador mediante certificación de Punto de Acta de Consejo de Gerentes de la Titularizadora. En mercado secundario únicamente se negociarán a través de la Bolsa de Valores.
Naturaleza del Activo y Valor Total:	Los valores a emitirse son Valores de Titularización – Títulos de Participación, negociables, representados por anotaciones electrónicas en cuenta a favor de cada uno de sus titulares y que consisten en títulos que representan la participación en el patrimonio del Fondo de Titularización sobre los cuales se indicará en el presente instrumento la forma y modalidades de la distribución de Dividendos. El inmueble ha sido valuado por Perito Valuador de Inmuebles Ingeniero Luis Guifarro, bajo el asiento PV-0112-2011, en un monto de CINCO MILLONES SETENTA Y DOS MIL SETECIENTOS CINCUENTA Y UN DÓLARES Y SESENTA Y TRES CENTAVOS DE DÓLAR DE LOS ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA
Forma y Lugar de Pago:	La forma de pago de los Dividendos en efectivo será a través del procedimiento establecido por Cedeval.
Forma de Representación de los Valores:	Anotaciones Electrónicas de Valores en Cuenta.
Bolsa en la que se inscribe la emisión:	Bolsa de Valores de El Salvador, S.A. de C.V.

Fuente: Prospecto de la emisión FTIHVCV01 / **Elaboración:** PCR

Estructura de Titularización

El Fondo de Titularización de Inmuebles Hencorp Valores Cerro Verde Cerro Uno (FTIHVCV01), se crea con el objeto de desarrollar, financiar y brindar rendimiento al Proyecto de Construcción denominado “Cerro Verde - Santa Elena” o el “Proyecto” y producto de ello generar rentabilidad a través de Dividendos para los Tenedores de los Valores de Titularización que se emitan con cargo al mismo.

El proyecto consiste en un complejo de oficinas, el cual tendrá un edificio de estacionamientos de 5 niveles con 250 plazas vehiculares, todo esto en un área de 19,442.12 m², además contará con un área designada para comercio de 727.40 m². El terreno posee una extensión de 6,821.14 m², donde se encontraba ubicada una bodega de la empresa Durman, actualmente se encuentra desalojada para continuar con el proyecto. El área ampliada será el estacionamiento y el local comercial, estará ubicado en el área que antes fue el estacionamiento del inmueble.

Características Generales de los Activos que integrarán el FTIHVCV CERO UNO

El Fondo de Titularización de Inmuebles Hencorp Valores Cerro Verde se integrará con la adquisición del inmueble por un monto de US\$5,072,751.63³. Dicho inmueble tiene una extensión superficial de 6,821.14 m², el cual previamente está inscrito a favor de Macrorent de El Salvador bajo la matrícula número 30036908-00000 del Registro de la Propiedad Raíz e Hipotecas, y está situado en Boulevard Santa Elena, Calle Conchagua Poniente y Calle Cerro Verde Poniente, correspondiente a la ubicación geográfica de Antiguo Cuscatlán, La Libertad.

Desarrollo del Proyecto de Construcción

El Proyecto de Construcción comprende un complejo de oficinas, el cual tendrá un edificio de estacionamientos de 5 niveles con 250 plazas vehiculares, todo esto en un área de 19,442.12 m², además contará con un área designada para comercio de 727.40 m². El terreno, ubicado en una zona estratégica de Santa Elena, tiene un área de 6,821.14 m². Se estimaba que el período de construcción del proyecto Cerro Verde - Santa Elena finalizaría en mayo de 2023, no obstante, a la fecha y de acuerdo con la información que ha sido puesta de conocimiento a PCR por parte de la Titularizadora, el proyecto aún sigue en fase de construcción.

Cerro Verde - Santa Elena contará con varias fases incluyendo demolición y terracería en estacionamientos, refuerzo estructural de nave y demoliciones internas, construcción de mezanine para generar el segundo nivel de oficinas, construcción de nuevo edificio de estacionamientos y local comercial.

Durante el proceso de construcción, Hencorp Valores, en su calidad de Administradora del Fondo de Titularización, pondrá el Inmueble a disposición del Constructor para que lleve a cabo los trabajos para la construcción del Proyecto. De igual manera, Hencorp Valores mantendrá comunicación periódica con el Supervisor de obra para recibir información actualizada sobre el proceso de construcción.

³ Valuado por Luis Roberto Guifarro Álvarez, asiento PV-0152-2007 del Registro Público Bursátil, SSF.

Grado de concentración y desarrollo urbanístico

El inmueble se encuentra ubicado en el municipio de Antiguo Cuscatlán, en el departamento de La Libertad, y cuenta con una extensión superficial de 19.41 km², a una altura de 825 metros sobre el nivel del mar y una población estimada de 36,700 habitantes. El municipio es cercano a San Salvador y posee un notable desarrollo inmobiliario y económico, al contar con una variedad de centros comerciales, industria, hoteles y otros comercios relacionados al sector servicios.

Autorizaciones y permisos de la construcción

El desarrollo en el inmueble cuenta con el Permiso de Demoliciones de Construcciones Existentes (0308/2021), Permiso de Terrecería (0309/2021), Permiso de Construcción de Rampa (0346/2021) y Permiso de remoción de Tapiales (0308/2021), emitidos por la Alcaldía Municipal de Antiguo Cuscatlán, los cuales facultan a la Sociedad Originadora el desarrollo del Proyecto Inmobiliario previamente descrito. Por lo que a la fecha no se encuentran permisos pendientes que sean requeridos para la construcción.

Riesgos del fondo asociados al inmueble

De acuerdo con el Art. 37 de la Norma de Fondos de Titularización de Inmuebles, la Titularizadora se compromete a seguir la gestión de riesgo de acuerdo con las Normas Técnicas para la Gestión Integral de Riesgos de las Entidades de los mercados bursátiles NRP-11, donde se deberá identificar, medir, controlar, mitigar, monitorear y comunicar los distintos tipos de riesgo con el objetivo de reducir la vulnerabilidad y pérdidas por dichos riesgos. Vinculado a dicho análisis, los factores de riesgo a considerarse son los siguientes:

Riesgo	Descripción	Probabilidad	Mitigante
Riesgo de siniestro:	Condiciones naturales o exógenas que dañen el inmueble.	Bajo.	Póliza de Seguro "Todo Riesgo".
Riesgo de fallas o atraso en la construcción:	Efecto adverso que pueda surgir proveniente de retrasos en la construcción del inmueble.	Medio	Garantías exigidas al Constructor, como son de buena obra y de cumplimiento de contrato.
Riesgo de Financiamiento:	Condiciones de financiamiento del Fondo de Titularización para el desarrollo del proyecto inmobiliario.	Bajo.	Los mitigantes del riesgo de financiamiento son relacionados a la estructura de capital y cartas de crédito con instituciones bancarias salvadoreñas.
Riesgo de mercado:	Riesgo basado en la dificultad de encontrar inquilinos para el inmueble.	Bajo	A la fecha existen negociaciones para el alquiler del 100%. Los plazos pactados rondan entre los diez y quince años, de los cuales, ocho se consideran como periodo forzoso de arrendamiento por parte de los arrendatarios ⁴ , lo cual otorga mayor aseguramiento y predictibilidad de flujos en el tiempo.
Riesgo de ubicación:	Relacionado con la zona geográfica en la que se desarrolla el proyecto y los cambios en la zona, específicamente, entre el desarrollo del inmueble y la generación de Flujos que servirán para el pago de las obligaciones financieras.	Bajo.	Este riesgo se ve mitigado, primordialmente, debido al desarrollo que ha tenido la zona de Antiguo Cuscatlán, particularmente por la ubicación en Urbanización Santa Elena, zona que cuenta con un amplio desarrollo residencial, comercial y de oficinas.
Riesgo de contraparte en la adquisición y venta del inmueble:	Posibles fallos en el proceso de titularización, transferencia e integración de los inmuebles al Fondo.	Medio.	La Titularizadora realiza la debida diligencia con su contraparte, mediante las respectivas cláusulas resolutorias en los contratos, el cual comprende el curso de acción en caso de que el pago no se complete o no se cumplan con las condiciones que sean establecidas por las partes.
Riesgo de deterioro y adecuación de inmuebles	Procedimiento para identificar cualquier necesidad de reparación o mantenimiento.	Bajo.	Política de Mantenimiento.
Riesgo de precio:	Probabilidad de caída de precios de propiedades inmobiliarias.	Bajo	Política de Valuación, peritajes periódicos (anual o menor a un año).

Fuente: Hencorp Valores/ Elaboración: PCR

Perfil del Constructor

Según el contrato de Titularización del Fondo, se entiende como Constructor⁵ a la firma que tendrá a su cargo las labores de construcción del proyecto inmobiliario Cerro Verde – Santa Elena. Para este fin, inicialmente la sociedad encargada será Concepto Cero, S.A. de C.V. y sus subcontratistas.

Concepto Cero es una empresa que nace en 2018, siendo una entidad especializada en crear proyectos de arquitectura y construcción. La empresa adicionalmente ofrece servicios de diseño de interiores y branding a sus clientes. Adicionalmente, posee alianzas con empresas colaboradoras, entre ellos Construcciones Nabla, quien les apoya en áreas de aplicación como Branding, Mercadeo, Arquitectura y Construcción. Entre los proyectos que ha trabajado Concepto Cero se destacan la arquitectura del Centro Comercial San Gabriel, ubicado en San Salvador, Centro Comercial Epic, ubicado en Santa Elena, Antiguo Cuscatlán; así como edificios de apartamentos como el LIFE 131 de Colonia San Francisco, LIFE Santa Elena y Town Houses en Complejo Residencial El Encanto.

4 Período forzoso de arrendamiento: OneLink 8 años y CAMCO, S.A. DE C.V. 2 años

5 El constructor será designado y podrá ser reemplazado según lo estipulado en la política de contratación del constructor.

El tipo de contrato celebrado entre Concepto Cero y el contratante es del tipo Trato Cerrado, el monto de dicho contrato podrá ser modificado única y exclusivamente bajo la aprobación del Contratante luego de su justificación y apego a presupuesto autorizado. Dicho contrato contempla que la constructora debe asumir la totalidad de los costos necesarios y suficientes para cumplir satisfactoriamente con la construcción del proyecto. Entre los costos asumidos por la constructora están los costos de ingeniería, suministro de mano de obra, pago de salarios y prestaciones sociales, materiales, equipos, gastos generales, su utilidad, entre otros.

Perfil del Supervisor

De acuerdo con el mismo contrato del Fondo, se entenderá como Supervisor⁶ a la persona o sociedad que tendrá a su cargo las labores de supervisión de la construcción del Proyecto Cerro Verde – Santa Elena. Asimismo, el supervisor de obra debe tener una experiencia no menor de cinco años en el desempeño de esta función, por lo que el Fondo ha determinado que los actos de supervisión estarán a cargo por Óscar René Aparicio Montalvo, Ingeniero Civil.

Perfil del Comisionista o Administrador – Macrorent El Salvador

Reseña

Macrorent de El Salvador S.A. de C.V. (“Macrorent”) es una compañía salvadoreña, su actividad económica es la compraventa, permuta, lotificación y explotación de bienes inmuebles, arrendamiento, alquiler y constitución de cualquier derecho real o de crédito sobre los bienes inmuebles que posee. Macrorent forma parte de Mobiliare Latam, S.A. desarrollador inmobiliario con más de 15 años de trayectoria. Se especializa en el desarrollo y administración de edificios de oficinas, edificios retail y activos de logística. Mobiliare Latam, S.A. tiene activos en México, Guatemala, El Salvador, Honduras, Nicaragua, Costa Rica, Colombia y Ecuador.

Fondo de Titularización de Inmuebles

Proceso de Adquisición del inmueble a Titularizar

A continuación, se describe el proceso de adquisición del inmueble por el FTIHVCV01:

- Mediante escritura pública de Contrato de Compraventa, el Originador se obligará a transferir y hará la tradición a la Titularizadora para el Fondo de Titularización del Inmueble antes descrito, así como de todos los permisos asociados al Proyecto de Construcción denominado “CERRO VERDE – SANTA ELENA”.
- La Titularizadora por medio del Contrato de Compraventa adquirirá y aceptará la tradición del Inmueble para el Fondo de Titularización.
- Una vez el Fondo de Titularización haya adquirido el Inmueble, la Titularizadora entregará al Originador el precio pactado en el Contrato de Compraventa.



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

Estructura de Financiamiento

El proyecto inmobiliario será financiado con una combinación de deuda y patrimonio necesaria para la rentabilidad del FTIHVCV01. De acuerdo con el modelo financiero, la estructura de capital contemplada para la compra de los activos es a través de la emisión de Valores de Titularización – Títulos de Participación por un monto de US\$5.59 millones y

⁶ El supervisor estará designado y podrá ser reemplazado según lo estipulado en la Política de Supervisión del Fondo de Titularización.

un crédito por un monto de US\$13.06 millones que, para efectos de análisis, se ha asumido una tasa de interés efectiva de 5.44% a un plazo de 140 meses.

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

En uso de las facultades que le confiere la Ley de Titularización de Activos, la Titularizadora empleará un contrato de comisión para la administración del inmueble, donde se nombra como Comisionista a Macrorent de El Salvador S.A. para desempeñar en nombre propio, pero por cuenta del Fondo de Titularización la administración del Proyecto de Construcción Cerro Verde – Santa Elena.

El comisionista tendrá la facultad de ejercer labores tales como: Gestionar la construcción, diseño, desarrollo, ejecución, supervisión y cualquier otra actividad relacionada con el Proyecto de Construcción, así como la gestión de la comercialización, de venta o arrendamiento, de forma total o parcial del proyecto. Adicionalmente, la entidad comisionista está facultada para realizar contrataciones de los constructores, supervisores y profesionales para llevar a cabo el Proyecto de Construcción, así como ejercer labores de comercialización, mercadeo y promoción de los distintos componentes del Proyecto de Construcción, procesamiento de información, recaudación de flujos generados por la operación del Inmueble, contabilización, registro de pagos y otras labores de naturaleza análogas, todo por cuenta del Fondo de Titularización.

Análisis Financiero del FTIHVCV 01

Resultados Financieros

A la fecha de análisis el Fondo de Titularización Inmobiliario no reportó ingresos debido a que el inmueble se encuentra en proceso de construcción, la entrega del bien inmueble se estimaba para julio de 2023 según el plazo contractual, bajo este escenario los ingresos por arrendamiento iniciarían a partir de agosto según el compromiso acordado con el constructor, no obstante, a la fecha de elaboración del presente informe PCR no tuvo a la vista el informe de finalización de la obra por lo que resulta impreciso determinar el plazo establecido para la generación de ingresos. Respecto a los gastos, estos totalizaron en US\$83.55 miles, debido principalmente a los gastos por administración y custodia (US\$40.35 miles).

Análisis del Balance General

Los activos del fondo totalizaron en US\$5,118.91 miles, donde el 99.10% corresponde a activos de largo plazo con un monto de US\$5,072.75 miles, compuestos por el terreno y el edificio en construcción. Los activos de corto plazo están representados por la cuenta de bancos con un valor de US\$46.14 miles, con una participación del 0.9%.

Respecto a los pasivos, estos alcanzaron un monto de US\$1,368.91 miles, compuestos principalmente por documentos por pagar en favor del Originador y de Hencorp Ltda. Titularizadora por un monto de US\$1,448.20 miles; mientras que el patrimonio está conformado por los títulos de participación, los cuales suman US\$3,750.00 miles.

Avance de construcción de la obra

A la fecha del presente análisis, PCR no ha tenido a la vista el informe actualizado del avance del constructor, por lo que no es posible determinar el cumplimiento de las proyecciones inicialmente establecidas en el modelo financiero.

Proyecciones Financieras de FTIHVCV 01

El FTIHVCV01 realizó las proyecciones financieras para un período de 420 meses; posterior a la etapa de construcción. Durante dicho período, el proyecto se financiará a través de un préstamo bancario por la suma de US\$11 millones y por medio de colocación de valores de participación por un monto de US\$3.75 millones en el mercado de valores a través del fondo de titularización. A la fecha de análisis el Fondo aun no percibe ingresos debido a que se encuentra en proceso de construcción.

Componente	REAL		PROYECTADO				
	jun-23	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Ingresos	-	1,376.15	1,911.46	1,949.69	1,988.68	2,028.45	2,069.02
Gastos	83.55	562.72	896.98	849.31	797.80	742.15	682.04
Utilidad neta	-83.55	813.43	1,014.47	1,100.38	1,190.88	1,286.30	1,386.98
EBITDA/servicio de la Deuda	-	-	1.30	1.33	1.35	1.38	1.41
ROE	0.00%	11.07%	13.80%	14.97%	16.20%	17.50%	18.87%

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

Una vez analizados los resultados reales y proyectados, es posible concluir que el fondo a junio 2023 no incumplió con las proyecciones esperadas dado que la generación de ingresos se daría hasta agosto de 2023, de acuerdo con la proyección del pago del canon de arrendamiento. No obstante, debido a que a la fecha de elaboración del presente informe PCR no ha tenido a la vista un informe actualizado del avance de la obra, no es posible concluir sobre el cumplimiento de las proyecciones sobre la generación de ingresos por parte del Fondo de Titularización.

Estados Financieros no Auditados FTIHVCV 01

BALANCE GENERAL (US MILLONES)	
COMPONENTES	jun-23
BANCOS	46.14
CUENTAS Y DOCUMENTOS POR COBRAR	-
IMPUESTOS	0.02
ACTIVO CORRIENTE	46.16
ACTIVOS EN TITULARIZACIÓN LARGO PLAZO	5,072.75
GASTOS DE COLOCACIÓN	-
OTROS ACTIVOS NO CORRIENTES	-
ACTIVO NO CORRIENTE	5,072.75
TOTAL ACTIVO	5,118.91
DOCUMENTOS POR PAGAR	1,448.20
COMISIONES POR PAGAR	-
HONORARIOS PROFESIONALES POR PAGAR	3.00
OTRAS CUENTAS POR PAGAR	1.25
IMPUESTOS Y RETENCIONES POR PAGAR	-
PRÉSTAMOS Y SOBREGIROS CON INSTITUCIONES BANCARIAS	-
PASIVO CORRIENTE	1,452.45
INGRESO DIFERIDO	-
PRÉSTAMOS CON INSTITUCIONES BANCARIAS O DE CRÉDITO	-
PASIVO NO CORRIENTE	-
EXCEDENTE ACUMULADO DEL FONDO DE TITULARIZACIÓN	83.55
TOTAL PASIVO	1,368.91
PARTICIPACIONES EN FONDOS INMOBILIARIOS	3,750.00
GANANCIAS NO REALIZADAS	-
TOTAL PATRIMONIO	3,750.00
TOTAL PASIVO + PATRIMONIO	5,118.91

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

ESTADO DE RESULTADO (US MILLONES)	
COMPONENTES	jun-23
INGRESOS DE OPERACIÓN Y ADMINISTRACION	-
INGRESOS POR INVERSIONES	-
OTROS INGRESOS	-
TOTAL INGRESOS	-
POR ADMINISTRACION Y CUSTODIA	40.35
POR CLASIFICACIÓN DE RIESGO	10.00
POR AUDITORÍA EXTERNA Y FISCAL	1.40
POR PAGO DE SERVICIO DE LA DEUDA	-
POR SERVICIO DE VALUACIÓN	-
POR SEGUROS	-
POR HONORARIOS PROFESIONALES	25.00
POR IMPUESTOS Y CONTRIBUCIONES	-
GASTOS POR ACTIVOS INMUEBLES TITULARIZADOS	0.16
GASTOS DE ADMÓN. Y OPERACIÓN	76.90
INTERESES VALORES TITULARIZACIÓN	-
GASTOS POR OBLIGACIONES CON INSTITUCIONES BANCARIAS	-
GASTOS FINANCIEROS	-
OTROS GASTOS	6.64
TOTAL GASTO	83.55
EXCEDENTE DEL EJERCICIO	- 83.55

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

Estados Financieros Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora

BALANCE GENERAL HENCORP VALORES, LTDA., TITULARIZADORA (US\$ MILES)

COMPONENTE	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	jun-22	jun-23
EFFECTIVO Y SUS EQUIVALENTES	0	0	0	0	0	0
BANCOS E INTERMEDIARIOS FINANCIEROS NO BANCARIOS	666	2,543	3,580	4,350	1,002	3,468
INVERSIONES FINANCIERAS	2,493	143	143	222	1,022	122
CUENTAS Y DOCUMENTOS POR COBRAR	879	1,045	1,008	528	1,046	373
CUENTAS Y DOCUMENTOS POR COBRAR RELACIONADAS	90	92	71	91	67	94
RENDIMIENTOS POR COBRAR	2	19	-	1	0	1
IMPUESTOS	62	54	92	97	37	50
ACTIVO CORRIENTE	4,192	3,897	4,894	5,289	3,174	4,108
MUEBLES	8	10	10	13	11	10
ACTIVO NO CORRIENTE	8	10	10	13	11	10
TOTAL ACTIVO	4,199	3,907	4,904	5,301	3,186	4,118
CUENTAS POR PAGAR	568	497	703	755	375	631
CUENTAS POR PAGAR RELACIONADAS	130	147	121	-	54	-
IMPUESTOS POR PAGAR	631	544	792	907	389	595
DIVIDENDOS POR PAGAR	-	-	-	-	-	-
PASIVO CORRIENTE	1,329	1,188	1,616	1,663	818	1,226
PASIVO NO CORRIENTE	-	-	-	-	-	-
TOTAL PASIVO	1,329	1,188	1,616	1,663	818	1,226
CAPITAL	1,177	1,200	1,200	1,254	1,200	1,254
RESERVAS DE CAPITAL	235	235	240	251	240	251
RESULTADOS	1,458	1,284	1,848	2,134	928	1,388
RESULTADOS ACUMULADOS DE EJERCICIOS ANTERIORES	5	0	-	-	-	-
RESULTADOS DEL PRESENTE PERIODO	1,453	1,283	1,848	2,134	928	1,388
TOTAL PATRIMONIO	2,871	2,719	3,288	3,639	2,368	2,893
TOTAL PASIVO MÁS PATRIMONIO	4,199	3,907	4,904	5,301	3,186	4,118
CUENTAS CONTINGENTES DE COMPROMISO DEUDORAS	628,854	654,915	786,028	948,633	804,754	990,500
OTRAS CONTINGENCIAS Y COMPROMISOS	628,854	654,915	786,028	948,633	804,754	990,500
TOTAL	628,854	654,915	786,028	948,633	804,754	990,500
CUENTAS CONTINGENTES Y DE COMPROMISOS	628,854	654,915	786,028	948,633	804,754	990,500
RESPONSABILIDAD POR OTRAS CONTINGENCIAS Y COMPROMISOS	628,854	654,915	786,028	948,633	804,754	990,500
TOTAL	628,854	654,915	786,028	948,633	804,754	990,500

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

ESTADO DE RESULTADOS HENCORP VALORES, LTDA., TITULARIZADORA (US\$ MILES)

COMPONENTE	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	jun-22	jun-23
INGRESOS DE EXPLOTACIÓN	3,501	3,055	5,102	5,651	2,229	3,084
INGRESOS POR TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS	3,501	3,055	5,102	5,651	2,229	3,084
COSTOS DE EXPLOTACIÓN	1,432	1,290	2,546	2,659	954	1,170
GASTOS DE OPERACIÓN POR TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS	80	15	900	700	142	94
GASTOS GENERALES DE ADMINISTRACIÓN Y DE PERSONAL DE OPERACIONES DE TITULARIZACIÓN	1,348	1,272	1,642	1,956	810	1,075
GASTOS POR DEPRECIACIÓN, AMORTIZACIÓN Y DETERIORO POR OPERACIONES CORRIENTES	4	3	3	3	1	1
RESULTADOS DE OPERACIÓN	2,069	1,765	2,556	2,991	1,275	1,914
INGRESOS FINANCIEROS	17	65	84	71	51	68
INGRESOS POR INVERSIONES FINANCIERAS	13	24	2	36	22	59
INGRESOS POR CUENTAS Y DOCUMENTOS POR COBRAR	5	41	82	35	29	9
OTROS INGRESOS FINANCIEROS	-	-	0	0	0	-
GASTOS FINANCIEROS	10	7	0	10	10	0
GASTOS POR OBLIGACIONES CON INSTITUCIONES FINANCIERAS	-	-	-	-	-	-
GASTOS POR CUENTAS Y DOCUMENTOS POR PAGAR	1	0	0	0	0	0
OTROS GASTOS FINANCIEROS	9	7	-	10	10	-
PÉRDIDAS EN VENTA DE ACTIVOS	-	-	-	-	-	-
RESULTADOS ANTES DE IMPUESTOS	2,076	1,823	2,640	3,052	1,317	1,981
IMPUESTO SOBRE LA RENTA	625	540	792	907	389	595
RESULTADOS DESPUÉS DE IMPUESTOS	1,451	1,283	1,848	2,145	928	1,387
INGRESOS EXTRAORDINARIOS	2	-	-	-	-	1
RESULTADOS NETOS DEL PERIODO	1,453	1,283	1,848	2,145	928	1,388

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.