

INFORME DE CLASIFICACIÓN

Sesión Ordinaria: n.º 6482025

Fecha: 28 de abril de 2025

CLASIFICACIÓN PÚBLICA**Informe de revisión completo**

CALIFICACIONES ACTUALES (*)

	Clasificación Perspectiva	
VTRTLG	Nivel 2.sv	Estable

(*) La nomenclatura 'sv' refleja riesgos solo comparables en El Salvador.
Para mayor detalle sobre las clasificaciones asignadas ver la sección de información complementaria, al final de este reporte.

CONTACTOS

Fátima Flores +503.2243.7419
Associate Credit Analyst
Fatima.flores@moodys.com

María Fernanda Goitia +503.2243.7419
Associate
María.goitia@moodys.com

Marco Orantes +503.2243.7419
Associate Director Credit Analyst
Marco.orantes@moodys.com

Jaime Tarazona +511.616.0416
Ratings Manager
Jaime.tarazona@moodys.com

SERVICIO AL CLIENTE

Costa Rica
+506.4102.9500

El Salvador
+503.2243.7419

Fondo de Titularización de Inmuebles Ricorp Titularizadora La Guna

RESUMEN

Moody's Local ES S.A. de C.V. Clasificadora de Riesgo (en adelante, Moody's Local El Salvador) afirma la clasificación de categoría Nivel 2.sv a la emisión de valores de participación (VTRTLG) con cargo al Fondo de Titularización de Inmuebles Ricorp Titularizadora La Guna (en adelante el Fondo o FTIRTLG). La perspectiva es Estable.

Grupo de Sola, a través de Inversiones Bolívar S.A. de C.V. y su subsidiaria Inversiones La Guna S.A. de C.V. (La Guna, Originador o Cedente), ha titularizado activos para desarrollar y comercializar el centro comercial Pasares en San Juan Opico. La Guna, enfocada en desarrollos inmobiliarios comerciales, residenciales, industriales y corporativos, transfirió al Fondo, mediante un contrato de permuta y cesión de derechos, el terreno, el inmueble en desarrollo, permisos, planos y diseños. A cambio, el Fondo, por medio de la Titularizadora, entregó valores de participación.

La clasificación se fundamenta en la fortaleza de la estructura legal que permite aislar el activo de los riesgos del Originador. El vehículo está creado para propósitos específicos y preservar los activos del Fondo, brindándole soporte a la estructura para otorgar un rendimiento al inversionista de acuerdo con los términos de la emisión.

Se pondera favorablemente el sólido posicionamiento de Inversiones Bolívar S.A. y el soporte financiero, técnico y logístico que Grupo de Sola brindaría al Fondo en caso de ser necesario. Adicionalmente, los activos en titularización mantienen un buen potencial de plusvalía. Las instalaciones, adaptadas al mercado objetivo, la capacidad de expansión debido al exceso de terreno, la alta demanda en centros comerciales de tamaño mediano y el alto tráfico en la zona de influencia directa son variables favorables para continuar rentabilizando los activos. El inmueble alcanzó una ocupación del 75.8% en diciembre de 2024, y se prevé mejorar significativamente esta métrica en los próximos seis meses.

De acuerdo con las proyecciones, el Fondo espera aumentar su deuda, explicado por los flujos requeridos para el desarrollo de la Fase II. La ampliación constructiva responde a la demanda de una nave industrial *Build-to-Suit*, para uso de bodega y distribución para un único inquilino. Cabe señalar que el pago del servicio de la deuda se cumplirá según los plazos proyectados, toda vez que la ocupación alcance niveles óptimos y se concluya la fase constructiva de la Fase II.

El perfil crediticio del fondo se ve limitado por la escala del centro comercial, elevados costos de financiamiento, un moderado nivel de ocupación que influyen de manera directa en los flujos operativos y absorción de gastos. Así como, los altos niveles de competencia en el área de influencia directa.

Fortalezas crediticias

- La robusta estructura legal otorga seguridad jurídica a la transacción.
- El soporte financiero, técnico y logístico de Grupo Sola, para desarrollar y rentabilizar inmuebles de tipo comercial; daría al Fondo en caso este lo requiera.
- Sólido posicionamiento de Inversiones Bolívar S.A supervisando desarrollos inmobiliarios.
- Estratégica ubicación del inmueble.

Debilidades crediticias

- Elevados costos de financiamiento.
- Moderado nivel de ocupación influyen de manera directa en los flujos operativos, absorción de gastos y generación de excedentes.
- Altos niveles de competencia reflejo de otros desarrollos inmobiliarios con características similares en el área de influencia directa.

Factores que pueden generar una mejora de la clasificación

- Incremento sostenido de los flujos de ingresos por arrendamiento.
- Incremento en los niveles de ocupación.
- Aumento en la cobertura de la deuda.

Factores que pueden generar un deterioro de la clasificación

- Disminución de los niveles de ocupación de locales arrendados.
- Modificaciones en la estructura de endeudamiento que presione los flujo proyectados.
- Modificaciones en la regulación entorno a las Titularizaciones.

Principales aspectos crediticios**Estructura del balance concentrada en los activos de titularización y deuda financiera**

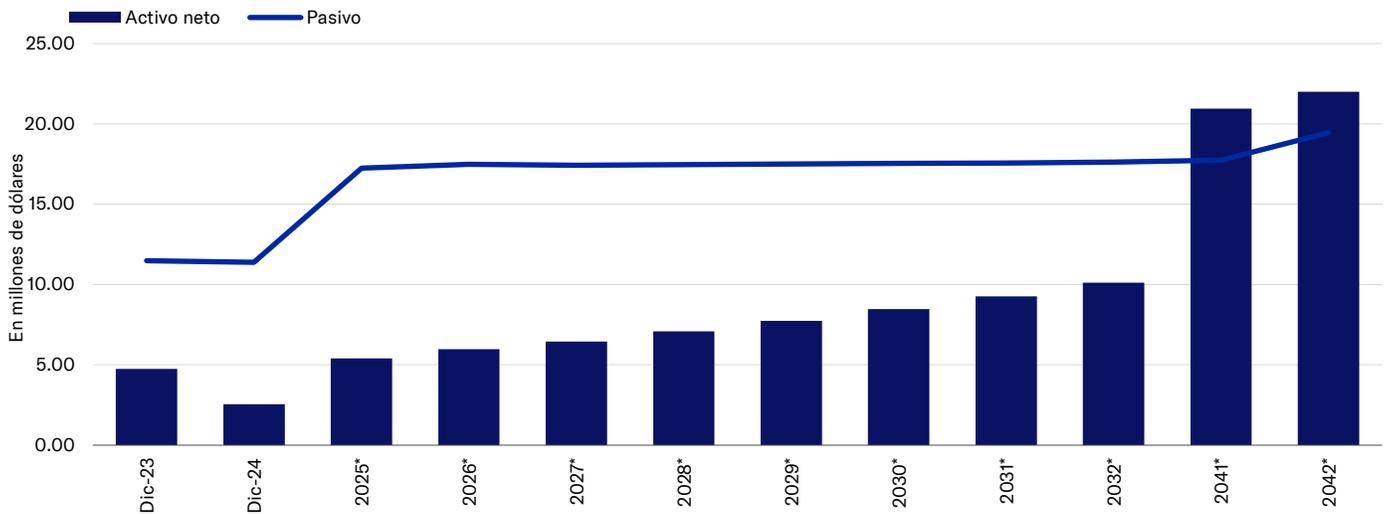
Favorecido por la base de sus activos en titularización, el Fondo acumuló activos por USD 16.7 millones al cierre de diciembre de 2024. La participación del centro comercial fue del 99.4% de la estructura de balance. En menor medida, se observan los destinados a caja y equivalentes de efectivo, conformados por las cuentas para la realización de pagos a proveedores, flujos provenientes de cobros y cualquier otro ingreso relacionado con la operación. Los arrendamientos por cobrar representaron el 0.3% de la estructura del balance. De este acumulado, la mayor parte está en atrasos de 30 días con un 67.2%, mientras que los de 90 días representan un 25.4%. La mora total representó un 4.5% de los ingresos operativos al cierre de 2024. El Fondo mostró una reducción de la deuda financiera y acumuló USD 10.3 millones, equivalentes al 61.9% de la estructura de balance.

Endeudamiento destinado estrictamente al desarrollo del proyecto

Al cierre de 2024, el pasivo total acumuló USD 11.4 millones, equivalentes al 68.2% de la estructura de balance. En sintonía con las proyecciones, el Fondo no prevé incorporar más deuda para el desarrollo de la fase I del Centro Comercial; sin embargo, estima incorporar deuda de hasta USD 5.6 millones para el desarrollo de la fase II. La extensión constructiva corresponde a una nave industrial (Build-to-Suit) para uso logístico, almacenaje y distribución para un inquilino del sector ferretero. De acuerdo con lo estimado por la titularizadora, se prevé iniciar la etapa constructiva de esta fase en el segundo trimestre de 2025. El inicio de la construcción se está atrasando por el cierre financiero y los permisos de la obra. Nuestro análisis pondera el compromiso del Originador con el proyecto, fundamentado en evidencia histórica de los aportes iniciales a la estructura financiera, cediendo al Fondo los terrenos y permisos, así como una inversión en efectivo y su labor como administrador del centro comercial.

El 24 de agosto de 2024, finalizó el periodo de gracia en el pago de capital del préstamo, lo cual originó que la deuda financiera mostrara una reducción del 0.8% y cerrara con un saldo de USD 10.3 millones al cierre de diciembre de 2024. El Fondo muestra una relación valor del inmueble a deuda neta por encima del 125.0%, lo que permite reducir impactos en los márgenes de rentabilidad de los inversionistas durante el desarrollo y ejecución del proyecto. El indicador de deuda (excluye excedente) sobre patrimonio fue de 2.3x y, de acuerdo con las proyecciones, se incrementará a 3.0x durante 2025 y 2026 durante la etapa constructiva de la fase II, luego disminuirá progresivamente cuando inicie la amortización de capital e intereses.

GRÁFICA 1. Evolución de deuda neta versus activo neto del Fondo



Fuente: Ricorp Titularizadora/ Elaboración: Moody's Local El Salvador
*Proyección

El financiamiento de la fase I está garantizado con una primera hipoteca constituida por la Titularizadora y haciéndola efectiva por el 100.0% de su valor a favor del Banco. El segundo préstamo se proyecta en USD 5.6 millones a un plazo de 20 años, con un periodo de gracia de 14 meses, con garantía de segunda hipoteca. El riesgo de la deuda en balance está directamente relacionado con la tasa de interés a largo plazo, la cual está expuesta a riesgos de mercado no controlados por el Fondo, debido a que las instituciones financieras pueden efectuar ajustes a discreción, por lo cual el cumplimiento de proyecciones de la fase II y alcanzar niveles de ocupación óptimos del Centro Comercial será de importancia para cubrir el servicio de la deuda.

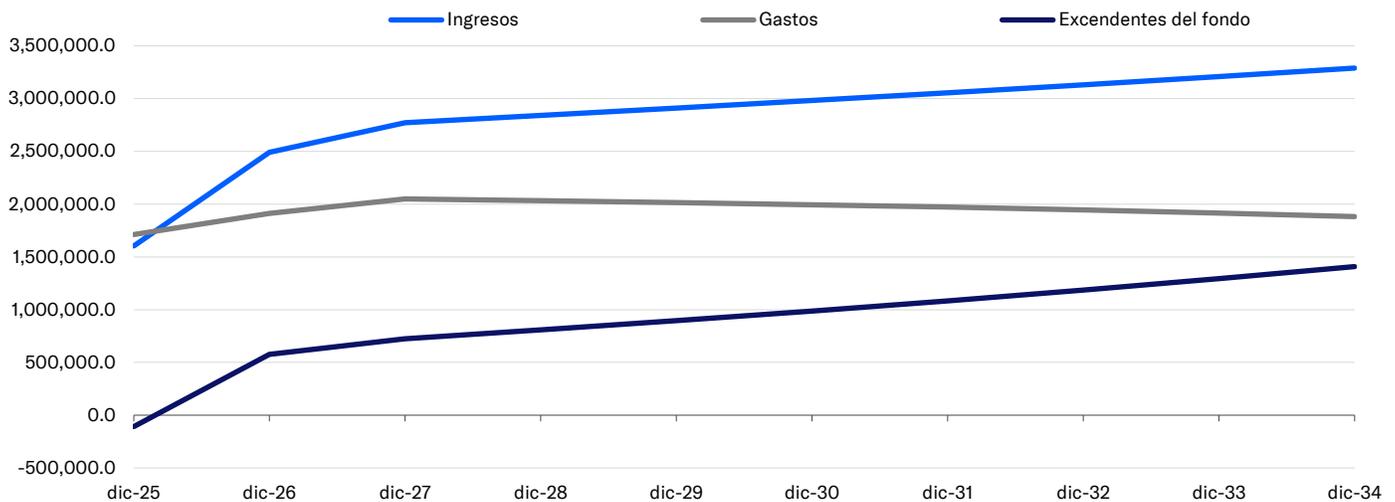
Cobertura y calidad crediticia determinada por los flujos por arrendamiento y diversificación de inquilinos

De acuerdo con el modelo financiero, la cobertura del servicio de la deuda promediará 1.1x durante los primeros 10 años a partir de 2025, estableciéndose como límite prudencial un indicador no menor a 1.1x. La deuda financiera neta a EBITDA (excluye otros ingresos) promediará un máximo de 31.8x, considerando la ampliación de la deuda financiera para la extensión del desarrollo de la nave industrial, y su disminución se perfila a partir del año 2026 en medida se amplíen los flujos por arrendamiento. A diciembre de 2024, el indicador de EBITDA (excluye otros ingresos) a intereses promedió 0.3x; esta métrica se ve afectada por la estructura de gastos operativos que absorben el 58.4% de los ingresos del Fondo, y los gastos financieros consumen un 55.9%. A la fecha de análisis, los niveles de ocupación alcanzaron el 75.8%, y se estima mejorar la métrica hasta alcanzar el 85.5% al cierre del primer semestre de 2025. Esto permitiría al Fondo flujos operativos estables acorde a las vigencias de los contratos de arrendamiento, que en promedio rondan los 3 años.

Rentabilidad presionada por moderados ingresos por arrendamientos con gastos financieros y operativos elevados

Al cierre de 2024, los ingresos totales cerraron en USD1.4 millones, determinados principalmente por los ingresos de los arrendamientos de locales y, en menor medida, por otros servicios. Por su parte, los gastos totales (administrativos y financieros) superan los ingresos del Fondo, lo que continúa diluyendo la línea de excedentes. El Fondo registró una pérdida de excedente neto de USD197.2 miles y proyecta una pérdida de USD 80.1 miles para 2025. En este sentido, el cumplimiento de mayores niveles de ocupación es de alta importancia para la generación de flujos operativos y la mejora de los retornos. De acuerdo con las proyecciones, se espera una alta renovación de contratos y no se anticipa un incremento en los niveles de desocupación para los próximos seis meses.

GRÁFICA 2. Proyección de los resultados del Fondo



Fuente: Ricorp Titularizadora/ Elaboración: Moody's Local El Salvador

Los activos en titularización poseen potencial de plusvalía, lo cual se observa reflejado en el resultado de la medición a valor razonable de los bienes inmuebles que originó ganancias no realizadas por un monto de USD2.7 millones entre 2023 y 2024. Los flujos del Fondo están directamente vinculados al retorno derivado de los alquileres en áreas comerciales. Los contratos promediarán tres años, lo cual brinda certeza de flujos durante un periodo previsible.

Fondo de Titularización de Inmuebles Ricorp Titularizadora La Guna

En septiembre de 2022, la Junta Directiva de Ricorp Titularizadora, S.A. aprobó la inscripción de la emisión para el Fondo (sesión N° JD-17/2022). El 24 de febrero de 2023, la SSF autorizó el registro de la emisión en el Registro Especial del Registro Público Bursátil (sesión N° CD-8/2023). El Fondo se constituyó el 1 de marzo de 2023, registrando la emisión el 24 de marzo bajo el N° EM-0016-2023. La inscripción en la Bolsa de Valores de El Salvador fue aprobada el 27 de marzo (Acta CE-10-2023). El activo titularizado fue transferido al Fondo el 20 de marzo mediante un Contrato de Permuta a título oneroso, donde el Originador cedió dominio, posesión y derechos a la Titularizadora para el Fondo.

Inicialmente, el Fondo colocó las siguientes series: **serie A:** USD2,253,00.00 (terreno, planos, diseños y permisos). **Serie B:** USD300,000.00 y podrá colocar otras series que sin perjuicio de los aportes iniciales se podrán colocar hasta completar el monto USD5,300,000.00, en caso el proyecto lo necesite y según los términos acordados en contrato de titularización. Por acuerdo razonado, la Junta Directiva de la Titularizadora, y con previa autorización de la Junta de Tenedores de Valores del Fondo, se podrá incrementar el monto de la emisión.

TABLA 1: Características de la emisión Fondo de Titularización de Inmuebles Ricorp Titularizadora La Guna

Valores de Titularización – Títulos de Participación con cargo al Fondo de Titularización de Inmuebles Ricorp Titularizadora La Guna “FTIRTLG”.	
Emisor	FTIRTLG
Estructurador:	Ricorp Titularizadora, S.A.
Originador:	Inversiones La Guna, S.A. de C.V.
Monto:	Hasta por USD5,300,000.00
Valores:	Hasta 5,300
Series:	Serie A: USD2,253,000, Serie B: USD300,000.00 y Otras series USD2,747,000.00
Plazo:	De hasta 23 años.
Pago:	El Fondo de Titularización pagará dividendos al menos una vez al año.
Uso de fondos	Capital de trabajo para el desarrollo del proyecto.
Monto colocado	USD 2,553,000.00

Fuente: Ricorp Titularizadora/ Elaboración: Moody's Local El Salvador

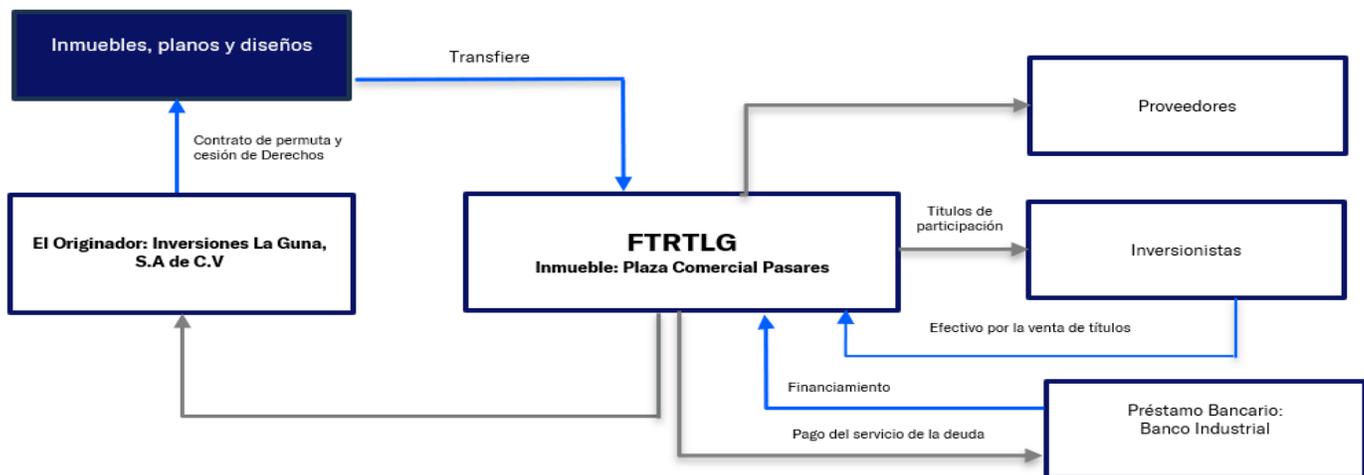
Proceso de Titularización

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

Por medio de los contratos de permuta y cesión de derechos, La Guna S.A. transfiere el inmueble, los permisos, diseños y demás derechos patrimoniales, e incorporar al Fondo para su administración. Por su parte, la Titularizadora en su calidad de administradora otorgó a cambio de dichos activos títulos de participación.

De conformidad, con el análisis legal el proyecto del contrato de permuta trata de una transferencia de dominio pura y simple. Lo anterior, está en estricto cumplimiento con el Art. 48 de la Ley de Titularización de Activos. Cabe señalar, que para tales efectos el inmueble tiene que estar libre de gravámenes. La Ley antes mencionada en su Art. 45, prohíbe titularizar activos que no tengan ese estatus. Al respecto, en el contrato de permuta; en la Cláusula II, literal A) Declaraciones del permutante 4 y 5, el Originador declara que de acuerdo con las certificaciones extractadas extendidas por el Registro de Propiedad los inmuebles a titularizar están libres de gravamen.

Figura 1: Estructura de la titularización de inmuebles



Fuente: Ricorp Titularizadora/ Elaboración: Moody's Local El Salvador

Prelación de pagos

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

Procedimiento de redención anticipada

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

Inembargabilidad

De conformidad al artículo 58 de la Ley de Titularización de Activos, los activos que integran el Fondo de Titularización no podrán ser embargados ni sujetarse a ningún tipo de medida cautelar o preventiva por los acreedores del Originador, de la Titularizadora, del Representante de los Tenedores de Valores o de los Tenedores de Valores. No obstante, los acreedores de los tenedores de valores podrán perseguir los derechos y beneficios que les corresponda, respecto de los valores de los cuales son propietarios. Por su parte, los Tenedores de Valores podrán perseguir el reconocimiento de sus derechos y el cumplimiento de las obligaciones de pago de sus valores en los activos del Fondo y en los bienes de la Titularizadora en el caso contemplado en el artículo 25 de dicha Ley.

Política de dividendos

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

Periodicidad de distribución. El Fondo distribuirá dividendos al menos una vez al año, en el mes de marzo. Se pagarán los dividendos a los Tenedores de Valores que se encuentren registrados en CEDEVAL, tres días hábiles antes de la fecha de pago de los dividendos. Se repartirán los excedentes acumulados con todos los fondos disponibles a la Fecha de Declaración de Dividendos en exceso del uno por ciento (1.00%) del valor del Activo Neto al cierre del mes de diciembre. Se podrá ejecutar siempre y cuando: i) no existan atrasos en el pago de cualquier pasivo de financiamiento, ii) el Fondo deberá encontrarse en cumplimiento de las condiciones especiales pactadas con los acreedores bancarios.

Política de Liquidez

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

Política de financiamiento

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

Procedimiento en caso de liquidación

Corresponde a Titularizadora y a los representantes de los tenedores de valores emitidos con cargo al Fondo, solicitar a la SSF que declare la procedencia de liquidar el Fondo. La solicitud deberá realizarse en la forma establecida en la Ley de Titularización de Activos y en la normativa aplicable. Se deberá seguir el orden de prelación de pagos detallado en el

Art. 70 de la Ley de Titularización de Activos, como sigue: 1) Deuda Tributaria. 2) Obligaciones a favor de tenedores de valores. 3) Otros saldos adeudados a terceros. 4) Comisiones por gestión a favor de la Titularizadora y 5) Cualquier otro excedente se le devolverá al originador.

Riesgos legales

Moody's Local El Salvador, complementa su análisis con opiniones legales determinadas por terceros en el ámbito legal. En este tipo de transacciones los riesgos surgen de los contratos de titularización, de la constitución del patrimonio autónomo, del prospecto de emisión y de la misma venta y colocación de los títulos. De acuerdo con la opinión legal, la titularización ha sido estructurada siguiendo los lineamientos que la normativa legal dicta, el contrato de compraventa y titularización están acorde con los requisitos formales que exige la Ley. El perito valuador cumple con lo establecido por la ley y se encuentra debidamente inscrito ante la Superintendencia del Sistema Financiero (SSF).

Descripción del proyecto

El Fondo tiene la administración del centro comercial denominado "Pasares"; con una extensión superficial de 44,304.74 mts², el cual se efectuará en dos fases. Para la fase I se utilizó un área de 26,961.39 mts² equivalente al 61% del terreno. El resto (17,343.35 mts²) corresponde a la fase II sería un proyecto que se desarrollara a futuro. El inmueble está situado en la carretera Panamericana, Sitio del Niño, Boulevard Campos Eliseos, Ciudad Versalles; en el municipio de San Juan Opico; este último con una extensión territorial de 218 km², localizado en el departamento de La Libertad, y a 42 km de San Salvador. Dentro de su área de influencia directa y ampliada el uso del suelo urbano combina muchas áreas residenciales, comerciales, zonas industriales, y entidades institucionales. Adicionalmente, durante 2025 esperan la ejecución de la construcción de la Fase II del proyecto que constará de un inmueble *Build- to- suit* que constará de una nave industrial para logística, almacenaje, y distribución para un inquilino, donde proyectan inicie operaciones en el primer trimestre de 2026. Esto permitirá al Fondo diversificar sus ingresos en el mediano plazo.

El centro comercial integra diversos usos, entre estos: áreas de estacionamientos, locales comerciales, anclas y zonas recreativas. El desarrollo tendrá una ubicación estratégica con proximidades a carreteras principales entre las que revisten importancia: la reconocida carretera Panamericana, el recién construido periférico Claudia Lars y carretera a Quezaltepeque. Esto le genera al proyecto una alta probabilidad de tráfico favorecido por la interconexión con diferentes municipios ubicados en el área de influencia directa, y ampliada del Centro Comercial, abarcando municipios importantes como: Lourdes Colón, San Juan Opico y parte de Quezaltepeque. El desarrollo cuenta con 63 locales, 325 estacionamientos y diversas amenidades. En su totalidad la construcción en áreas rentables será de 6,145 mts², zona verde 2,295.10 mts², aceras y circulaciones 1,904.79 mts². En metros cuadrados los comercios (36.4%); Pad (28.5%); Ancla (18.6%); comidas (15.3%); Kioscos (0.9%) y ATM (0.2%).

Dicho inmueble es exclusivo para arrendamientos de locales los cuales se clasifican en tres categorías i) **Anclas.** Locales que requieren de superficies muy grandes para operar; generan un alto tráfico de personas al centro comercial. Entre estos figuran los comercios y proveedores de entretenimiento, almacenes y tiendas. ii) **Locales comerciales:** locales pequeños o medianos que aglutinan diversos tipos de negocios y servicios. iii) **Locales de comida.** Locales pequeños que cuentan con una plaza común; comparten mesas, sillas, pantallas de televisión y áreas de entretenimiento infantil. iv) **Kioscos** locales de dimensiones reducidas para albergar distintos productos que no requieren de mucho espacio para ser vendidos. El desarrollo durante su etapa de construcción deberá contar en todo momento con una póliza de seguros global contra todo tipo de riesgo con el propósito de asegurar el 100% del valor de la obra al final del proyecto.

Descripción y análisis del originador y estructurador

El Originador- Inversiones La Guna S.A. de C.V

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

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

Desde 1960, el Grupo enfocó parte de su estrategia al desarrollo inmobiliario a través de Inversiones Bolivar, corporación que en la actualidad, tiene una sólida reputación en el desarrollo y comercialización de proyectos habitacionales, comerciales, corporativos y turísticos. Entre estos: Plaza Merliot (44,000 mts²), Hotel Barceló (25,506.28 mts²); Torres Campestre (38,817.56 mts²), Residencial Santa Rosa (122,885 mts²); Torre Kinética (30,634.09 mts²); Casa 5 (26,460.10 mts²); por mencionar algunos. En los últimos años, el modelo de negocio ha estado determinado por el desarrollo y explotación de inmuebles principalmente para vivienda de tipo residencial y de tipo vertical para el segmento premium, y en menor medida para corporativos, centros comerciales y hoteles.

El Grupo se ha caracterizado por tener una gestión de negocios ordenada para el desarrollo de inmuebles en los países donde opera. Inversiones Bolivar ha tenido un proceso de expansión cuidadoso, implementando inteligencia de mercado, alta calidad académica y empresarial en todos sus puestos direccionales y mandos medios.

El Estructurador-Ricorp Titularizadoras S.A.

Ricorp Titularizadora, S.A. (La Titularizadora) fue autorizada en sesión No. CD-12/2011 celebrada el siete de diciembre de 2011, en estricto apego a las regulaciones vigentes. La Titularizadora tiene una amplia experiencia administrando fondos de titularización de flujos futuros y de activos inmobiliarios. Los miembros de Junta Directiva y el equipo gerencial cuentan con una experiencia y trayectoria importante en el sector financiero y mercado de valores. Lo anterior ha generado las condiciones para avanzar con las estrategias establecidas para la consecución de objetivos. Las prácticas corporativas de Ricorp son adecuadas y su cultura empresarial es definida acorde a sus buenas prácticas de gestión. La titularizadora pertenece a un Grupo empresarial de amplia trayectoria y experiencia en el mercado financiero y de valores local. La estructura de gobierno corporativo dispone de diversos comités que permiten dar seguimiento, gestión de riesgos y control interno periódico a través de sus políticas y manuales. Los riesgos financieros y crediticios entre el Fondo y la Titularizadora son independientes y separados a través de patrimonios autónomos.

Anexo

Contexto Económico

El Banco Central de Reserva (BCR) estimó en un 2.6% el crecimiento de la economía salvadoreña para 2024, desacelerando desde el 3.5% observado en el año 2023. Las actividades financieras y de seguros (+8.4%), y las relacionadas al alojamiento y servicios de comida (+6.4%) mostraron los mayores incrementos anuales. Por otra parte, la inflación se desaceleró, reflejado en la variación del IPC interanual del 0.6%, inferior al 1.2% observado en diciembre de 2023. Para el año 2025, [Moody's Ratings](#) proyecta el crecimiento económico de El Salvador en un 2.2%.

El 26 de noviembre de 2024, [Moody's Ratings](#) mejoró las calificaciones de emisor en moneda extranjera a largo plazo y de deuda senior no garantizada del Gobierno de El Salvador a B3 desde Caa1, con una perspectiva Estable. Esta mejora se fundamenta en las recientes operaciones de gestión de deuda que han reducido significativamente las amortizaciones externas, disminuyendo el riesgo de repago y aliviando las presiones de liquidez. Además, para Moody's Ratings las medidas de consolidación fiscal podrían contribuir a respaldar la sostenibilidad de la deuda, fortaleciendo el perfil crediticio.

Por otra parte, en febrero de 2025, el Fondo Monetario Internacional (FMI) anunció la aprobación del acuerdo técnico para un nuevo programa de financiamiento por USD1,400 millones, destinado a fomentar la sostenibilidad fiscal y externa. Según la opinión de Moody's Local El Salvador, este acuerdo podría influir en el sistema financiero salvadoreño, especialmente debido a los efectos del incremento gradual de la reserva de liquidez como parte del mismo. Cabe recalcar, que dicho proceso inició en febrero de 2025, con el cual se espera alcanzar el 15% sobre los depósitos para junio de 2026.

Sector inmobiliario y construcción

El sector construcción registró un crecimiento trimestral del 4.2% a septiembre de 2024. La actividad económica combinada del sector inmobiliario y construcción representó el 12.6% del PIB al tercer trimestre de 2024, en línea del 12.3% registrado doce meses atrás. Por su parte, el Índice de Volumen de Actividad Económica (IVAE) del sector construcción presentó un leve decrecimiento, registrando una tasa de contracción del 0.2% interanual, mientras que las actividades inmobiliarias mostraron un aumento del 1.2%. Ambos sectores contribuyen a la economía por su influencia en los encadenamientos productivos en diversos rubros, incluyendo comercio, industria, transporte, turismo y la banca.

En los últimos dos años, el sector construcción e inmobiliario ha experimentado una mayor demanda de mano de obra y materiales de construcción, impulsado por proyectos de infraestructura vial y nuevas edificaciones, principalmente, habitacionales y comerciales. La Cámara Salvadoreña de la Industria de la Construcción (CASALCO), estima que el año 2024 supere el crecimiento obtenido por el sector en el 2023, debido a la ejecución de distintos proyectos públicos y privados. Cabe destacar que el sector enfrenta retos en lo referente al encarecimiento de la materia prima y escasez de la mano de obra, lo cual podría limitar el desarrollo y el crecimiento del sector.

TABLA 2: Cuentas clave del Fondo de Titularización Inmobiliario Ricorp Titularizadora La Guna

Cuentas clave	dic-24	sep-24	jun-24	mar-24	dic-23
Activo	16,676,328.62	16,719,631.82	16,391,601.51	16,444,023.30	16,482,454.03
Pasivo	11,381,309.76	11,720,467.37	11,392,437.06	11,444,858.85	11,483,289.58
Patrimonio	5,295,019	4,999,164	4,999,164	4,999,164	4,999,164
Ingresos (incluye valorización de inmuebles)	1,373,365.7	1,083,906.5	536,606.1	255,108.1	2,701,598.6
Excedente neto (incluye valorización de inmuebles)	-197,222.8	-69,362.3	-240,687.4	-128,170.7	2,330,878.8

Fuente: Ricorp Titularizadora/ Elaboración: Moody's Local El Salvador

TABLA 3: Indicadores- Fondo de Titularización Inmobiliario Ricorp Titularizadora La Guna

Indicadores clave	dic-24	sep-24	jun-24	mar-24	dic-23
Efectivo/Activo	0.2%	0.5%	0.2%	0.5%	0.8%
Efectivo/pasivo*	0.3%	0.6%	0.3%	0.7%	1.2%
Activo/pasivo*	1.4x	1.4x	1.4x	1.4x	1.4x
Activo/patrimonio	3.1x	3.3x	3.3x	3.3x	3.3x
Pasivo*/Patrimonio	2.3x	2.4x	2.4x	2.3x	2.3x
Ingreso operativo/Intereses	1.4x	1.3x	1.4x	1.3x	1.3x
Deuda Financiera Neta / EBITDA	39.7x	37.5x	49.9x	78.5x	140.7x
Cobertura de Cargo Fijo (EBITDA / Gasto financiero)	0.3x	0.4x	0.4x	0.3x	0.4x
Deuda Financiera / Activos	61.9%	62.1%	63.5%	63.3%	63.2%

Fuente: Ricorp Titularizadora/ Elaboración: Moody's Local El Salvador

*Excluye excedentes

Información Complementaria

Tipo de clasificación / Instrumento	Clasificación actual	Perspectiva actual	Clasificación anterior	Perspectiva anterior
Fondo de titularización de Inmuebles Ricorp Titularizadora La Guna				
VTRTLG	Nivel 2.sv	Estable	Nivel 2.sv	Estable

Moody's Local ES S.A. de C.V. Clasificadora de Riesgo, da servicio de clasificación de riesgo a este emisor en El Salvador desde octubre de 2022.

Información considerada para la clasificación.

Los estados financieros del Fondo están de conformidad al Manual y catálogo de cuentas para Fondos de Titularización de Activos. Se utilizaron Estados financieros auditados a diciembre de 2024, e información proyectada del Fondo compartida por la Sociedad Titularizadora. Moody's Local El Salvador comunica al mercado que la información ha sido obtenida principalmente de la Entidad calificada y de fuentes que se conocen confiables, por lo que no se han realizado actividades de auditoría sobre la misma. Moody's Local El Salvador no garantiza su exactitud o integridad y no asume responsabilidad por cualquier error u omisión en ella. Moody's Local El Salvador considera que la información recibida es suficiente y satisfactoria para el correspondiente análisis.

Definición de las clasificaciones asignadas

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

Perspectiva estable: indica una baja probabilidad de cambio de la clasificación en el mediano plazo.

El "sv" refleja solo riesgos comparables para El Salvador.

Moody's Local El Salvador agrega los modificadores "+" y "-" a cada categoría de clasificación genérica que va de AA a CCC, El modificador "+" indica que la obligación se ubica en el extremo superior de su categoría de clasificación genérica, ningún modificador indica una clasificación media, y el modificador "-" indica una clasificación en el extremo inferior de la categoría de clasificación genérica

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

Metodología Utilizada.

→ La Metodología de clasificación de entidades inmobiliarias - (23/Dec/2024) utilizada, se encuentra disponible en <https://moodyslocal.com.sv/> .

El presente informe no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación para adquirir, vender o negociar los instrumentos objeto de clasificación.

© 2025 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. y/o sus licenciadores y filiales (conjuntamente "MOODY'S"). Todos los derechos reservados.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS EMITIDAS POR LAS AFILIADAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA DE MOODY'S, INCLUYENDO LAS DE SOCIEDAD CALIFICADORA DE RIESGO CENTROAMERICANA S.A., SCRIESGO S.A., SCRIESGO S.A. DE CV "CLASIFICADORA DE RIESGO", SCRIESGO, SOCIEDAD CALIFICADORA DE RIESGO S.R.L. (CONJUNTAMENTE "SCR"), CONSTITUYEN SUS OPINIONES ACTUALES RESPECTO AL RIESGO CREDITICIO FUTURO RELATIVO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES. LOS MATERIALES, PRODUCTOS, SERVICIOS E INFORMACIÓN PUBLICADA O DE CUALQUIER OTRA MANERA PUESTA A DISPOSICIÓN POR SCR (COLECTIVAMENTE LOS "MATERIALES") PUEDEN INCLUIR DICHAS OPINIONES ACTUALES. SCR DEFINE EL RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DERIVADO DE LA IMPOSIBILIDAD POR PARTE DE UNA ENTIDAD DE CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES A SU VENCIMIENTO Y LAS PÉRDIDAS ECONÓMICAS ESTIMADAS EN CASO DE INCUMPLIMIENTO O INCAPACIDAD. CONSULTE LOS SIMBOLOS Y LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN DE SCR PARA OBTENER INFORMACIÓN SOBRE LOS TIPOS DE OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES ENUNCIADAS POR LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE SCR. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO HACEN REFERENCIA A NINGÚN OTRO RIESGO, INCLUIDOS A MODO ENUNCIATIVO Y NO LIMITATIVO: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO RELATIVO AL VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES NO CREDITICIAS ("EVALUACIONES") Y OTRAS OPINIONES INCLUIDAS EN LOS MATERIALES DE SCR NO SON DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTÓRICOS. LOS MATERIALES DE SCR PODRÁN INCLUIR ASIMISMO PREVISIONES BASADAS EN UN MODELO CUANTITATIVO DE RIESGO CREDITICIO Y OPINIONES O COMENTARIOS RELACIONADOS PUBLICADOS POR SCR. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y MATERIALES DE SCR NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN ASESORAMIENTO FINANCIERO O DE INVERSIÓN, Y LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES DE SCR NO SON NI SUPONEN RECOMENDACIÓN ALGUNA PARA LA COMPRA, VENTA O MANTENIMIENTO DE TÍTULOS DE VALOR CONCRETOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y MATERIALES DE SCR NO EMITEN OPINIÓN SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSOR CONCRETO. SCR EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES Y PUBLICA O DE CUALQUIER OTRA MANERA PONE A DISPOSICIÓN SUS MATERIALES EN LA CONFIANZA Y EN EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSOR LLEVARÁ A CABO, CON LA DEBIDA DILIGENCIA, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACIÓN DEL TÍTULO DE VALOR QUE ESTÉ CONSIDERANDO COMPRAR, CONSERVAR O VENDER.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y MATERIALES NO ESTÁN DESTINADAS PARA EL USO DE INVERSORES MINORISTAS Y SERÍA TEMERARIO E INAPROPIADO POR PARTE DE LOS INVERSORES MINORISTAS TENER EN CUENTA LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES O LOS MATERIALES DE SCR AL TOMAR CUALQUIER DECISIÓN EN MATERIA DE INVERSIÓN. EN CASO DE DUDA, DEBERÍA PONERSE EN CONTACTO CON SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL.

TODA LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO ESTÁ PROTEGIDA POR LEY, INCLUIDA PERO NO LIMITADA A LA LEY DE DERECHOS DE AUTOR (COPYRIGHT), NO PUDIENDO PARTE ALGUNA DE DICHA INFORMACIÓN SER COPIADA O EN MODO ALGUNO REPRODUCIDA, RECOPIADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIDA, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ARCHIVADA PARA SU USO POSTERIOR CON ALGUNO DE DICHS FINES, EN TODO O EN PARTE, EN FORMATO, MANERA O MEDIO ALGUNO POR NINGUNA PERSONA SIN EL PREVIO CONSENTIMIENTO ESCRITO DE SCR. PARA MAYOR CLARIDAD, NINGUNA INFORMACIÓN CONTENIDA AQUÍ PUEDE SER UTILIZADA PARA DESARROLLAR, MEJORAR, ENTRENAR O REENTRENAR CUALQUIER PROGRAMA DE SOFTWARE O BASE DE DATOS, INCLUYENDO, PERO SIN LIMITARSE A, CUALQUIER SOFTWARE DE INTELIGENCIA ARTIFICIAL, APRENDIZAJE AUTOMÁTICO O PROCESAMIENTO DEL LENGUAJE NATURAL, ALGORITMO, METODOLOGÍA Y/O MODELO.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y LOS MATERIALES DE SCR NO ESTÁN DESTINADOS PARA SER UTILIZADOS POR NINGUNA PERSONA COMO UN REFERENTE, SEGÚN SE DEFINE DICHO TÉRMINO A EFECTOS REGULATORIOS, Y NO DEBEN SER UTILIZADOS EN MODO ALGUNO QUE PUDIERA DAR LUGAR A QUE SE LOS CONSIDERE COMO UN REFERENTE.

Toda la información incluida en el presente documento ha sido obtenida por SCR a partir de fuentes que estima correctas y fiables. No obstante, debido a la posibilidad de error humano o mecánico, así como de otros factores, toda la información aquí contenida se proporciona "TAL Y COMO ESTÁ", sin garantía de ningún tipo. SCR adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza al asignar una calificación crediticia sea de suficiente calidad y de fuentes que SCR considera fiables, incluidos, en su caso, terceros independientes. Sin embargo, SCR no es una firma de auditoría y no puede en todos los casos verificar o validar de manera independiente la información recibida en el proceso de calificación crediticia o en la elaboración de los Materiales.

En la medida en que las leyes así lo permitan, SCR y sus directores, oficiales, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores declinan toda responsabilidad frente a cualesquier persona o entidad con relación a pérdidas o daños indirectos, especiales, derivados o accidentales de cualquier naturaleza, derivados de o relacionados con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de dicha información, incluso cuando SCR o cualquiera de sus directores, oficiales, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores fuera advertido previamente de la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluido pero no limitado a: (a) lucro cesante presente o futuro o (b) cualquier pérdida o daño que surja cuando el instrumento financiero en cuestión no sea objeto de una calificación crediticia concreta otorgada por SCR.

En la medida en que las leyes así lo permitan, SCR y sus directores, oficiales, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores exime de cualquier responsabilidad con respecto a pérdidas o daños directos o indemnizatorios causados a cualquier persona o entidad, incluido pero no limitado a, negligencia (pero excluyendo fraude, conducta dolosa o cualquier otro tipo de responsabilidad que, en aras de la claridad, no pueda ser excluida por ley), por parte de SCR o cualquiera de sus directores, oficiales, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores, o con respecto a toda contingencia dentro o fuera del control de cualquiera de los anteriores, derivada de o relacionada con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de tal información.

SCR NO OTORGA NI OFRECE GARANTÍA ALGUNA, EXPRESA O IMPLÍCITA, CON RESPECTO A LA PRECISIÓN, OPORTUNIDAD, EXHAUSTIVIDAD, COMERCIALIZACIÓN O IDONEIDAD PARA UN FIN DETERMINADO SOBRE CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y DEMÁS OPINIONES O INFORMACIÓN.

Moody's Investors Service, Inc., agencia de calificación crediticia, subsidiaria de propiedad total de Moody's Corporation ("MCO"), informa por la presente que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos bonos corporativos y municipales, obligaciones, notas y pagarés) y acciones preferentes calificados por Moody's Investors Service, Inc. han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, abonar a Moody's Investors Service, Inc. por sus servicios de opinión y calificación. MCO y todas las entidades de MCO que emiten calificaciones bajo la marca "Moody's Ratings" ("Moody's Ratings"), también mantienen políticas y procedimientos para garantizar la independencia de las calificaciones y los procesos de asignación de calificaciones crediticias de Moody's Ratings. La información relativa a ciertas afiliaciones que pudieran existir entre directores de MCO y entidades calificadas, y entre entidades que tienen asignadas calificaciones crediticias de Moody's Investors Service y asimismo han notificado públicamente a la SEC que poseen una participación en MCO superior al 5%, se publica anualmente en ir.moody's.com, bajo el capítulo de "Investor Relations - Corporate Governance - Charter Documents - Director and Shareholder Affiliation Policy" ["Relaciones con Inversores - Gestión Corporativa - Documentos Constitutivos - Política sobre Relaciones entre Directores y Accionistas"].

Moody's SF Japan K.K., Moody's Local AR Agente de Calificación de Riesgo S.A., Moody's Local BR Agência de Classificação de Risco LTDA, Moody's Local MX S.A. de C.V. I.C.V., Moody's Local PE Clasificadora de Riesgo S.A., y Moody's Local PA Clasificadora de Riesgo S.A. (conjuntamente, las "Moody's Non-NRSRO CRAs", por sus siglas en inglés) son subsidiarias de agencias de calificación crediticia de propiedad total indirecta de MCO. Ninguna de las Moody's Non-NRSRO CRAs es una Organización Reconocida Nacionalmente como Organización Estadística de Calificación Crediticia.

Términos adicionales solo para Australia: Cualquier publicación en Australia de este documento se realiza conforme a la Licencia de Servicios Financieros en Australia de la filial de MOODY'S, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 y/o Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (según corresponda). Este documento está destinado únicamente a "clientes mayoristas" según lo dispuesto en el artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Al acceder a este documento desde cualquier lugar dentro de Australia, usted declara ante MOODY'S ser un "cliente mayorista" o estar accediendo al mismo como un representante de aquél, así como que ni usted ni la entidad a la que representa divulgarán, directa o indirectamente, este documento ni su contenido a "clientes minoristas" según se desprende del artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Las calificaciones crediticias de MOODY'S son opiniones sobre la calidad crediticia de una obligación de deuda del emisor y no sobre los valores de capital del emisor ni ninguna otra forma de instrumento que se encuentre a disposición de clientes minoristas.

Términos adicionales solo para India: Las calificaciones crediticias, Evaluaciones, otras opiniones y Materiales de Moody's no están destinados a ser utilizados ni deben ser confiados por usuarios ubicados en India en relación con valores cotizados o propuestos para su cotización en bolsas de valores de la India.

Términos adicionales con respecto a las Opiniones de la Segunda Parte y las evaluaciones de cero emisiones netas (según se definen en los Símbolos y Definiciones de Calificaciones de Moody's Ratings): Por favor notar que ni una Opinión de Segunda Parte ("OSP") ni una Evaluación de Cero Emisiones Netas ("NZA") son "calificaciones crediticias". La emisión de OSP y NZA no es una actividad regulada en muchas jurisdicciones, incluida Singapur.

JAPÓN: En Japón, el desarrollo y la provisión de OSP y NZA se clasifican como "Negocios Secundarios", no como "Negocios de Calificación Crediticia", y no están sujetos a las regulaciones aplicables a los "Negocios de Calificación Crediticia" según la Ley de Instrumentos Financieros y la Ley de Intercambio de Japón y su regulación relevante. RPC: Cualquier OSP: (1) no constituye una Evaluación de Bonos Verdes de la RPC según se define en las leyes o regulaciones pertinentes de la RPC; (2) no puede incluirse en ninguna declaración de registro, circular de oferta, prospecto ni en ningún otro documento presentado a las autoridades regulatorias de la RPC ni utilizarse para cumplir con ningún requisito de divulgación regulatoria de la RPC; y (3) no puede utilizarse en la RPC para ningún propósito regulatorio ni para ningún otro propósito que no esté permitido por las leyes o regulaciones pertinentes de la RPC. Para los fines de este descargo de responsabilidad, "RPC" se refiere a la parte continental de la República Popular China, excluyendo Hong Kong, Macao y Taiwán.