

POPULAR SOCIEDAD ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSION

Fondos inmobiliarios

Informe de mantenimiento de calificación de riesgo

Sesión Ordinaria n.º 1022024

Fecha de ratificación: 06 de marzo de 2024.

Información financiera: no auditada a setiembre de 2023 y auditada a diciembre de 2023.

Contactos: Kevin Quesada Cordero
Carolina Mora Faerron

Analista financiero
Analista sénior

kquesada@scriesgo.com
cmora@scriesgo.com

1. CALIFICACIÓN DE RIESGO

El presente informe corresponde al análisis de los fondos inmobiliarios administrados por Popular Sociedad de Fondos de Inversión, con información financiera no auditada a setiembre de 2023 y auditada a diciembre de 2023.

Fondo de Inversión	Calificación anterior	Perspectiva	Calificación actual	Perspectiva
F.I. Popular Inmobiliario (Finpo) ND *	scr A- 3 (CR)	Estable	scr A 3 (CR)	Estable
F.I. Popular Inmobiliario Zeta ND	scr AA 3 (CR)	Estable	scr AA 3 (CR)	Estable

*La calificación actual varió con respecto a la anterior.

scr AA (CR): la calidad y diversificación de los activos del fondo, la capacidad para la generación de flujos, las fortalezas y debilidades de la administración, presentan una alta probabilidad de cumplir con sus objetivos de inversión, teniendo una buena gestión para limitar su exposición al riesgo por factores inherentes a los activos del fondo y los relacionados con su entorno. *Nivel muy bueno.*

scr A (CR): la calidad y diversificación de los activos del fondo, la capacidad para la generación de flujos, las fortalezas y debilidades de la administración, presentan una adecuada probabilidad de cumplir con sus objetivos de inversión, teniendo una adecuada gestión para limitar su exposición al riesgo por factores inherentes a los activos del fondo y los relacionados con su entorno. *Nivel bueno.*

Las calificaciones desde “**scr AA (CR)**” a “**scr C (CR)**” pueden ser modificadas por la adición del signo positivo (+) o negativo (-) para indicar la posición relativa dentro de las diferentes categorías.

Con relación al riesgo de mercado:

Categoría 3: alta sensibilidad a condiciones cambiantes en el mercado. Los fondos de inversión en la categoría 3, se considera con una alta sensibilidad a condiciones cambiantes en el mercado. Es de esperar que el fondo presente una variabilidad significativa a través de cambios en los escenarios de mercado, además de una alta exposición a los riesgos del mercado al que pertenecen de acuerdo con la naturaleza del fondo.

Perspectiva Estable: se percibe una baja probabilidad de que la calificación varíe en el mediano plazo.

2. FUNDAMENTOS

- La SAFI pertenece al conglomerado financiero del Banco Popular y de Desarrollo Comunal (BPDC), el cual mantiene una notable trayectoria y prestigio dentro del ámbito financiero nacional e internacional.
- Popular SAFI cuenta con políticas y procesos para la selección de activos y carteras, así como una gestión de riesgo para el monitoreo y cumplimiento de los parámetros definidos para cada fondo administrado.
- El equipo de trabajo posee con amplia experiencia en el sector bursátil y es reconocido a nivel de la industria.
- La Sociedad ofrece productos tanto de carácter financiero como inmobiliario. Además, algunos de sus fondos brindan la posibilidad de invertir tanto a nivel local como internacional.
- La SAFI tiene como reto permanente mantener una eficiente administración de los activos, de manera que continúe con el cumplimiento de los objetivos propios de los fondos.
- La Administración debe tomar en consideración la calidad del activo de los fondos inmobiliarios que administra, dado que diversos inmuebles muestran una desocupación persistente, lo cual se refleja de manera

“La calificación de riesgo emitida representa la opinión de la Sociedad Calificadora basada en análisis objetivos realizados por profesionales. No es una recomendación para comprar, vender o mantener determinados instrumentos, ni un aval o garantía de una inversión, emisión o su emisor. Se recomienda analizar el prospecto, información financiera y los hechos relevantes de la entidad calificada que están disponibles en las oficinas del emisor, en la Superintendencia General de Valores, Bolsas de Valores y puestos representantes”

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

desfavorable en las valoraciones netas de los activos de los fondos.

- Aumentar el nivel de ocupación de los fondos Popular Inmobiliario FINPO ND y Popular Inmobiliario ZETA ND en busca de mayores rendimientos y posicionamiento en el mercado.
- Continuar con un estricto seguimiento a la gestión de cobro sobre los fondos inmobiliarios.

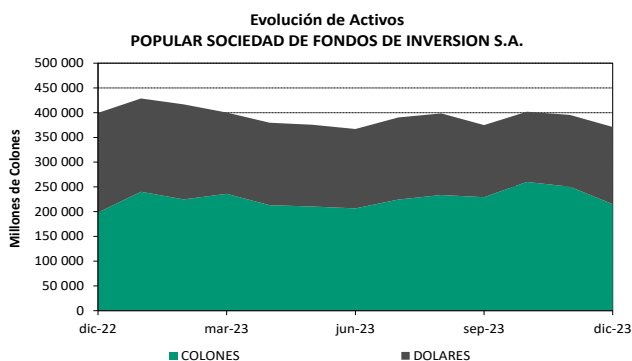
El Consejo de Calificación acordó ajustar la calificación de riesgo del Fondo Inmobiliario FINPO ND, debido a la mejora que exhibe a nivel de ocupación, inclusive superior al promedio de la industria, aunado al comportamiento favorable en términos de morosidad y rendimiento producto de la gestión realizada.

Asimismo, es importante que, la Administración mantenga un estricto seguimiento a la gestión operativa, estratégica y a la evolución de la ocupación e ingresos de ambos Fondos Inmobiliarios, de forma que repercuta en una mejora de estos indicadores y sobre su desempeño, esto al considerar que, son variables que están expuestas a las condiciones del mercado.

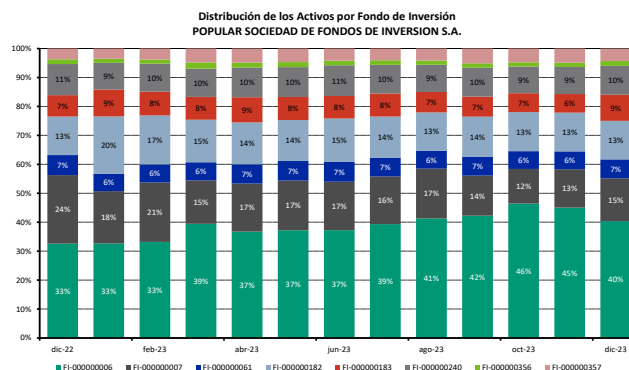
3. POPULAR SOCIEDAD ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN

Popular Sociedad Administradora de Fondos de Inversión (SAFI), fue autorizada por la Superintendencia General de Valores (Sugeval) el 15 de junio de 2000, mediante la resolución SGV-R-90. Su función medular es la administración de fondos de inversión, los cuales son inscritos ante el Registro Nacional de Valores e Intermediarios (RNVI).

Al concluir el año 2023, la SAFI administra un total de activos de CRC371.231,0 millones, cifra que se contrae en un 7% de forma anual y aumenta en un 1% en relación con el semestre anterior. De acuerdo con el volumen de activos administrados, la Entidad muestra una participación de mercado de 10,70% y se coloca en la posición 5 dentro de las 13 SAFI's que conforman la industria costarricense.



La composición de los activos según fondo de inversión, para el período en análisis, la encabeza el fondo Popular Mercado de Dinero en Colones (FI-000000006) con un 40%, seguido del fondo de Mercado de Dinero en Dólares (FI-000000007) con un aporte del 15%, el fondo de Liquidez Mixto Colones (FI-000000182) con un 13% y el fondo Inmobiliario Zeta (FI-000000240) con un 10%, estos como los fondos de mayor notabilidad.



3.1. Situación Financiera

Para el cierre de diciembre de 2023, Popular SAFI contabiliza un total de activos de CRC14.766,20 millones, monto que crece en un 25% anual y se reduce en un 3% en relación con el semestre previamente analizado.

Dichas variaciones obedecen a la reducción de las inversiones en instrumentos financieros en un 42% de forma anual y un 5% semestral. Según la Administración, estos cambios responden a los diferentes esfuerzos que realiza la Sociedad con el objetivo de compensar la posición en moneda extranjera y mitigar los efectos cambiarios dado el comportamiento del tipo de cambio durante el último año, esto al considerar la posición activa que históricamente ha mantenido la Entidad con el fin de aumentar sus ingresos financieros y obtener una mayor rentabilidad.

La principal partida dentro de la estructura de los activos corresponde a las inversiones en instrumentos financieros con un aporte del 89% del total a diciembre de 2023, seguido del impuesto de renta diferido con un 4% y las disponibilidades y las comisiones por cobrar con un 2% cada una, estos como los rubros más relevantes.

A nivel de pasivos, la SAFI suma CRC1.643,58 millones, saldo que aumenta en un 297% anual y decrece en un 39% semestral. Dichos comportamientos obedecen a las variaciones de las obligaciones con el público, ante operaciones de financiamiento en reportos tripartitos generadas durante el período en análisis.

Según la Administración, el registro de las obligaciones con el público a diciembre de 2023 corresponde a una decisión de apalancamiento por parte de la Sociedad con el objetivo de mitigar los efectos cambiarios entre la posición activa y pasiva en moneda extranjera, dada la devaluación del dólar, esto al considerar los márgenes normativos de apalancamiento, adicionalmente, con esta disposición, la Entidad estima obtener mayores ingresos financieros.

Al cierre del período en análisis, los pasivos de la SAFI están conformados en un 66% por las obligaciones con el público, seguido del rubro de otras cuentas por pagar con un 19%, el impuesto sobre la renta diferido con un 11% y las provisiones por pagar con un 4%, estas como las partidas más representativas.

Por su parte, el patrimonio de la SAFI registra un monto de CRC13.122,62 millones, cifra que se incrementa en un 15% anual y en un 5% semestral. Dichas variaciones obedecen a cambios en el rubro de ajustes al patrimonio y en los resultados.

El patrimonio está conformado mayoritariamente por la partida de resultados acumulados de ejercicios anteriores con un aporte del 63%, seguido del capital social con un 21% y el resultado del período con un 8%, estos como los rubros de mayor notabilidad.

Para el término del año 2023, Popular SAFI acumula una utilidad neta de CRC1.028,22 millones, cifra que aumenta en un 60% de forma anual, dado el crecimiento de los ingresos (+6%), aunado a la reducción de los gastos (-3%).

Concretamente, los ingresos totales de la SAFI alcanzan un monto de CRC4.809,37 millones, saldo que aumenta en un 6% de forma anual, en respuesta a un mayor incremento de los ingresos financieros (+95%), principalmente aquellos por inversiones en instrumentos financieros. Dicha variación es aminorada por la reducción del 5% en los ingresos de comisiones por servicios, debido a un menor volumen de activos administrados.

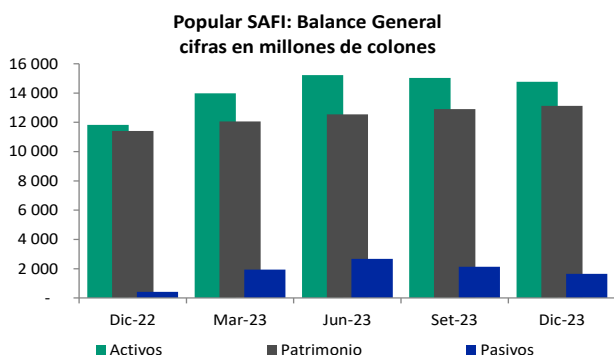
La estructura de los ingresos se conforma principalmente por los ingresos de operación en un 78%, específicamente por la partida de comisiones por servicios. La segunda cuenta de mayor importancia son los ingresos financieros con una participación del 20%, los cuales se derivan de las inversiones en instrumentos financieros y ganancias en instrumentos financieros a valor razonable.

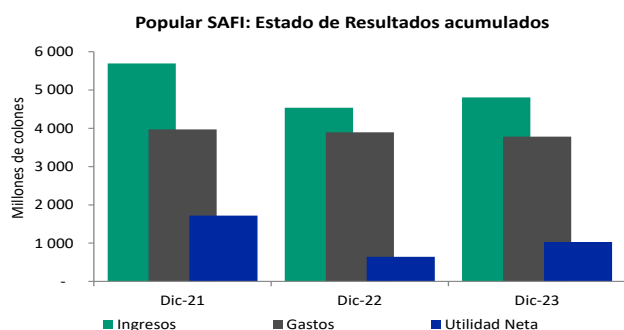
Referente a los gastos de la SAFI, estos contabilizan CRC3.781,00 millones, saldo que se reduce en un 3% de forma anual, en respuesta a un menor impuesto sobre la renta, debido al volumen de operaciones, aunado a la disminución del rubro de otros gastos de operación.

De forma más específica, la partida de otros gastos de operación se contrae en un 25%, producto especialmente de la disminución del rubro de otros gastos con partes relacionadas, condición determinada por una menor comercialización, colocación de fondos de inversión y comisiones de administración.

Cabe indicar que, el decrecimiento de los gastos totales es aminorado por el incremento en los gastos administrativos, en los gastos financieros y en los gastos por estimación de deterioro de activos.

En cuanto a la estructura de los gastos totales, el rubro de mayor representatividad corresponde a los gastos administrativos con un aporte del 74%, seguido de los gastos de operación con un 12% y los gastos financieros con un 9%, estas como las cuentas de mayor importancia.





Con respecto al análisis de los indicadores de Popular SAFI, es posible apreciar que, los niveles de liquidez se reducen en relación con el año anterior, producto del crecimiento de los pasivos a corto plazo, dado el registro de las obligaciones con el público, no obstante, dicho índice continúa holgado.

En lo referente a los indicadores de rentabilidad, estos exhiben un incremento en comparación con el año anterior, en respuesta al comportamiento de la utilidad del período, escenario que refleja un buen desempeño de la Entidad a nivel rentable.

Indicadores financieros	Dic-22	Mar-23	Jun-23	Set-23	Dic-23
Activo circulante / pasivo circulante	26,47	6,66	5,42	6,67	8,42
Pasivos totales / patrimonio	0,04	0,16	0,21	0,17	0,13
Gastos totales / ingresos totales	85,84%	69,45%	73,47%	76,43%	78,62%
Margen neto	14,16%	30,55%	26,53%	23,57%	21,38%
Rendimiento / inversión	5,82%	14,70%	10,39%	8,88%	8,21%
Rentabilidad / patrimonio	6,21%	16,72%	12,14%	10,14%	9,18%

3.2. Hechos Relevantes

El 04 de agosto de 2023, la SAFI comunica un nuevo valor en libros de las participaciones del Fondo Inmobiliario FINPO ND, debido a la valoración anual de una serie de fincas correspondientes a los inmuebles Condominio Torre Mercedes y Oficentro Ejecutivo La Sabana. El ajuste representa una disminución de USD5,33 por participación, motivo por el cual, el nuevo valor es de USD5.381,75.

El 04 de agosto de 2023, Popular SAFI anuncia un nuevo valor en libros de las participaciones del Fondo Inmobiliario ZETA ND, producto de la valoración anual del inmueble Torres del Lago, Centro Comercial (C.C.) del Sur y Fincas Filiales (F.F.) Torre General. El ajuste equivale a una reducción de USD8,47 por participación, razón por la cual, el nuevo valor es de USD974,77.

El 11 de agosto de 2023, la SAFI informa un nuevo valor en libros de las participaciones del Fondo Inmobiliario ZETA ND, dada la valoración anual del inmueble C.C. City Plaza. El

ajuste expresa una reducción de USD9,43 por participación, ante esto, el nuevo valor es de USD965,45.

El 15 de agosto de 2023, Popular SAFI expone un nuevo valor en libros de las participaciones del Fondo Inmobiliario FINPO ND, en respuesta a la valoración anual del inmueble Garden Plaza Tamarindo. El ajuste refleja una disminución de USD36,63 por participación, por lo tanto, el nuevo valor de la participación es de USD5.345,89.

Popular SAFI informa el 21 de setiembre de 2023, la modificación del prospecto de cada uno de los fondos administrados por la Entidad, específicamente en el apartado de riesgos aplicables al fondo, según corresponda a cada uno de estos.

El 25 de setiembre de 2023, Popular SAFI anuncia un nuevo valor en libros de las participaciones del Fondo Inmobiliario FINPO ND, debido a la valoración anual de los inmuebles: C.C. Plaza Mundo y Edificio San Sebastián. El ajuste expresa una reducción de USD11,14 por participación, por lo cual, el nuevo valor de la participación es de USD5.337,63.

El 25 de setiembre de 2023, la SAFI comunica un nuevo valor en libros de las participaciones del Fondo Inmobiliario ZETA ND, como parte de la valoración anual del inmueble Condominio Comercial Torres Heredia. El ajuste implica un decrecimiento de USD0,68 por participación, ante esto, el nuevo valor es de USD965,44.

El 02 de octubre de 2023, Popular SAFI informa el nombramiento y remoción de los miembros de Junta Directiva, gerencia y representantes legales, en este caso del Banco Popular y Desarrollo Comunal (BPDC), según el detalle.

Junta Directiva	
Prospecto anterior	
Nombre	Puesto
Jorge Eduardo Sánchez Sibaja	Presidente
Nidia Solano Brenes	Vicepresidente
Alberto Valverde Flores	Tesorero
Deybi Josué Méndez Brenes	Secretario
Allan Matarrita Chinchilla	Vocal
Ana Lorena Ramírez González	Fiscal
Prospecto actual	
Nombre	Puesto
Eduardo Navarro Ceciliano	Presidente
Nidia Solano Brenes	Vicepresidente
Alberto Valverde Flores	Tesorero
Deybi Josué Méndez Brenes	Secretario
Allan Matarrita Chinchilla	Vocal
Ana Lorena Ramírez González	Fiscal

El 22 de noviembre de 2023, la SAFI anuncia la venta de la finca denominada F.F.#16 ubicada en San José, Escazú, Condominio Plaza Mundo, correspondiente al F.I. Popular Inmobiliario FINPO ND, según el siguiente detalle:

F.F. #16 San Jose, Escazú, Condominio Plaza Mundo	
Rubro	Detalle
Fecha de venta	21 noviembre de 2023
Número de finca	40850-FF-000
Área registral	68,96 m2
Porcentaje representaba sobre la cartera de inmuebles	0,22%
Tipo de venta	Parcial
Monto de la venta	USD132.850,00
Ganancia neta obtenida	USD14.089,15
Motivo de la venta	Rotación de la cartera

Popular SAFI anuncia el 30 de noviembre de 2023 que, a través del acuerdo n° JDSAFI-663-Acd-527-2023-Art-1, de la sesión ordinaria del día 29 de noviembre de 2023, acordó nombrar por tiempo indefinido a partir del 4 de diciembre de dicho año, a la señora Dalianela Redondo Cordero Gerente General de Popular Sociedad Fondos de Inversión

El 11 de diciembre de 2023, la SAFI comunica el nombramiento temporal de la Sra. Selena Umaña Navarro como miembro del Comité de Inversión de Popular SAFI por un período de 2 meses, producto del nombramiento de la Sra. Dalianela Redondo Cordero como Gerente General.

El 14 de diciembre de 2023, Popular SAFI anuncia un nuevo valor en libros de las participaciones del Fondo Inmobiliario FINPO ND, en respuesta a la valoración anual del inmueble Bodegas San Antonio de Belén. El ajuste refleja un aumento de USD7,96 por participación.

Popular SAFI informa el 14 de diciembre de 2023, un nuevo valor en libros de las participaciones del Fondo Inmobiliario ZETA ND, producto de la valoración anual de los inmuebles F.F. Mall Paseo de las Flores Heredia, C.C. Plaza Carolina Y C.C. Paseo Nuevo. El ajuste representa un aumento de USD11,19 por participación, por lo tanto, el nuevo valor es de USD977,47.

El 26 de enero de 2024, la SAFI comunica la conformación del Comité de Inversión de Popular SAFI, según el siguiente detalle:

Comité de Inversiones	
Nombre	Puesto
Nidia Solano Brenes	Presidente
Vicepresidenta Junta Directiva Popular SAFI	
Alberto Valverde Flores	Miembro
Tesorero Junta Directiva Popular SAFI	
Dalianela Redondo Cordero	Miembro
Gerente General a.i. Popular SAFI	
Anthony Hidalgo Pérez	Miembro
Gerente de Negocios de Popular SAFI	
Bolívar Solórzano Granados	Miembro
Profesional independiente	Independiente
Douglas Roberto Montero Arguedas	Miembro
Profesional independiente	Independiente

El 26 de enero de 2024, Popular SAFI notifica el nombramiento y remoción de los miembros de Junta Directiva, gerencia y representantes legales, de Banco Popular y de Desarrollo Comunal, según el siguiente detalle:

Junta Directiva	
Prospecto anterior	
Nombre	Puesto
Eduardo Navarro Ceciliano	Presidente
Nidia Solano Brenes	Vicepresidente
Alberto Valverde Flores	Tesorero
Deybi Josué Méndez Brenes	Secretario
Allan Matarrita Chinchilla	Vocal
Ana Lorena Ramírez González	Fiscal
Prospecto actual	
Nombre	Puesto
María Clemencia Palomo Leitón	Presidenta
Nidia Solano Brenes	Vicepresidente
Alberto Valverde Flores	Tesorero
Deybi Josué Méndez Brenes	Secretario
Allan Matarrita Chinchilla	Vocal
Ana Lorena Ramírez González	Fiscal

El 01 de febrero de 2024, la SAFI comunica que, a partir del 02 de febrero de dicho año, se modifica la Comisión de Administración del Fondo de Inversión Inmobiliario ZETA No Diversificado (ND), según se detalla:

Fondo de Inversión	Comisión de Administración	
	01/02/2024	02/02/2024
F.I. Popular Inmobiliario Zeta ND	0,25%	0,90%

4. FONDOS DE INVERSIÓN INMOBILIARIOS

4.1. F.I. POPULAR INMOBILIARIO (FINPO)

Calificación de Riesgo: scr A 3 (CR) Perspectiva Estable

El Fondo se dirige a personas que conocen el mercado inmobiliario y que no requieran liquidez inmediata. El plazo recomendado es de 720 días (2 años), debido a que la cartera activa estará conformada básicamente por inmuebles y cualquier plusvalía latente por revalorización solamente será observada en el largo plazo.

FI Popular Inmobiliario (FINPO)			
Mecanismo de redención	Cerrado		
Objetivo	Ingreso		
Por su diversificación	No diversificado		
Mercado	Cartera financiera	Mercado local	Público
		Mercado intern. Privado	Privado
	Cartera inmobiliaria	Mercado local	
Moneda	Dólares		
Emisión Autorizada	USD100.000.000,00		
Valor Nominal	USDD5.000,00		
Plazo mínimo recomendado	720 días		
Comisión administrativa	Máximo 5% sobre el activo neto del fondo		

4.1.1. Situación Financiera

Al cierre de diciembre de 2023, el Fondo registra un total de activos de USD45,95 millones, volumen que se mantiene relativamente estable de forma anual y disminuye en un 1% en comparación con el semestre anterior. La variación semestral es atribuible principalmente a la reducción del valor de las propiedades de inversión en un 1%, debido a la minusvalía que registran determinados inmuebles como: Il Galeone y Paseo de las Flores.

La principal partida dentro de la estructura de los activos corresponde a las propiedades de inversión con un aporte del 97,2%, seguido del impuesto sobre la renta diferido con un 1,6%, estos como los rubros más relevantes.

Con respecto a los pasivos, estos suman USD8,44 millones, cifra que se reduce en un 1,1% en comparación con diciembre de 2022 y en un 0,5% de manera semestral. El comportamiento anual responde principalmente a la disminución de las cuentas por pagar en un 6%, producto de los rendimientos por pagar, los cuales se distribuyen según las políticas del Fondo. Adicionalmente, se registra una contracción del impuesto diferido en un 3%.

Los pasivos se conforman mayormente por los préstamos por pagar con un aporte del 76%, seguido del impuesto diferido con un 14% y las cuentas por pagar con un 7%, estas como las partidas más relevantes.

Al finalizar el 2023, el Fondo exhibe un nivel de endeudamiento del 18,4%, porcentaje que no presenta mayores variaciones tanto de forma anual como semestral. Dicho indicador es inferior al expuesto por la industria (28,1%) y se encuentra de forma holgada por debajo del límite normativo (60%).

Cabe resaltar que, el apalancamiento es un factor que podría potenciar los rendimientos en un entorno de tasas de interés favorables, no obstante, también expone a las entidades a una mayor exposición al riesgo financiero, especialmente en situaciones de volatilidad económica.

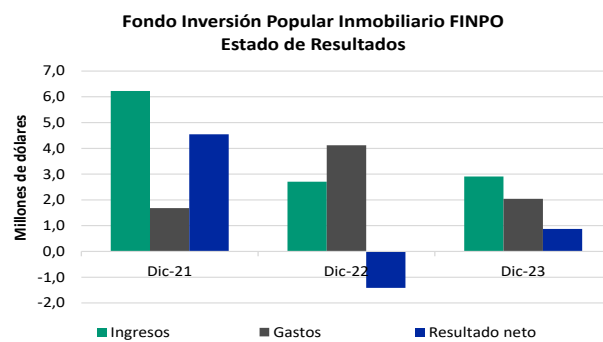
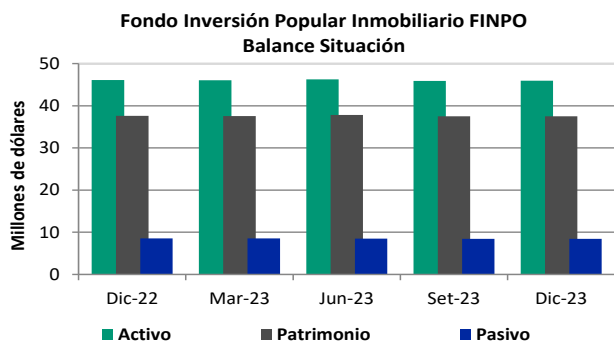
De igual forma, el costo financiero promedio del Fondo es de 10,8% al cierre del año 2023, porcentaje que refleja la carga de intereses que el Fondo debe soportar para mantener el nivel de apalancamiento indicado.

Adicionalmente, al evaluar la capacidad del Fondo para cumplir con sus obligaciones de deuda, se puede apreciar que, el gasto financiero a diciembre de 2023 representa un 24% de los ingresos por alquiler, indicador que se ubica por debajo del porcentaje que expone la industria (35%).

Ante este escenario, es importante que, el Fondo efectúe un análisis de riesgos detallado y aplique estrategias que permitan gestionar de manera efectiva el apalancamiento, reducir los costos financieros y fortalecer la estabilidad financiera en un entorno desafiante, con el fin de mitigar posibles impactos sobre la rentabilidad neta y la capacidad del Fondo para generar rendimientos atractivos para el inversionista.

Por su parte, el patrimonio del Fondo contabiliza USD37,11 millones, volumen que se mantiene estable de forma anual y decrece en un 1% en relación con el semestre anterior. La variación semestral obedece esencialmente a la disminución de la reserva por valuación de propiedades de inversión en un 12%.

El patrimonio del Fondo se constituye principalmente por los títulos de participación en un 93,6%, seguido de la reserva para la valuación de inversiones en propiedad con un 6,3%, mientras que el porcentaje restante corresponde a la reserva para el mantenimiento de inversiones en propiedad.



A diciembre de 2023, el Fondo registra una utilidad del período de USD871,02 mil, saldo que registra una mejora en relación con el año anterior, cuando se contabilizó una pérdida de USD1,41 millones. Dicho comportamiento obedece a que, los ingresos aumentan en un 7%, mientras que los gastos se reducen en un 51%.

De forma más concreta, los ingresos totales del Fondo suman USD2,91 millones, monto que crece en un 7% de forma anual. producto del crecimiento de los ingresos acumulados por concepto de arrendamiento en un 7%, principalmente de los inmuebles Il Galeone, Paseo de las Flores, Bodegas Belén y Plaza Mundo.

Los ingresos totales del Fondo están conformados en mayor proporción por los ingresos de arrendamiento con un aporte del 98%, seguido del rubro de otros ingresos con un 1%, estas como las cuentas más representativas.

Mientras que los gastos del Fondo registran un monto de USD2,04 millones, saldo que decrece en un 51% de forma anual, condición determinada por la reducción de la pérdida neta no realizada por ajuste a propiedades de inversión en un 98% (USD2,45 millones), producto de las valoraciones efectuadas a los inmuebles durante el año 2023.

La disminución de los gastos totales del Fondo es aminorada con el incremento de los gastos financieros en un 53%, en respuesta al comportamiento de las tasas de interés durante el último año. Además, los gastos de operación aumentan en un 15%, debido principalmente al mantenimiento de los inmuebles e impuestos municipales.

La estructura de los gastos está conformada especialmente por los gastos de operación con un aporte del 41%, seguido de los gastos financieros con un 34% y el impuesto sobre la renta con un 17%, estas como las partidas de mayor notabilidad.

4.1.2. Cartera Administrada

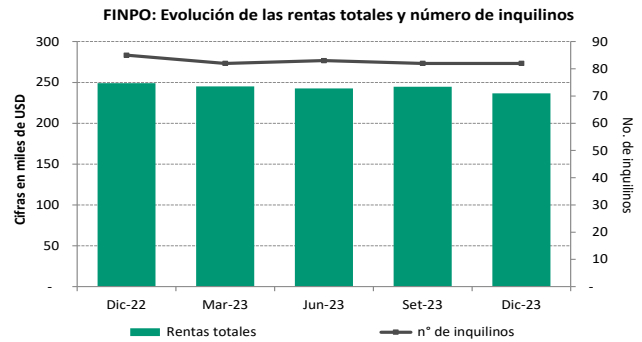
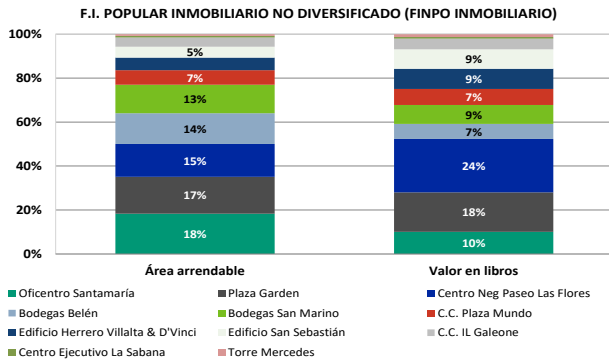
Al concluir el año 2023, el portafolio inmobiliario del Fondo administra 11 inmuebles, los cuales exhiben un área arrendable de 31.231,26 m² (31.300,24 m² el semestre anterior). Es preciso indicar que, durante el segundo semestre de 2023, el Fondo registra la venta de una finca filial en el inmueble C.C. Plaza Mundo, según el detalle.

F.F. #16 San Jose, Escazú, Condominio Plaza Mundo	
Rubro	Detalle
Fecha de venta	21 noviembre de 2023
Número de finca	40850-FF-000
Área registral	68,96 m2
Porcentaje representaba sobre la cartera de inmuebles	0,22%
Tipo de venta	Parcial
Monto de la venta	USD132.850,00
Ganancia neta obtenida	USD14.089,15
Motivo de la venta	Rotación de la cartera

A nivel de área arrendable, la propiedad que aporta mayor porcentaje corresponde al inmueble Oficentro Santamaría con una participación del 18%, seguido de Garden Plaza Tamarindo con un 17%, Centro de Negocios (C.N.) Paseo de las Flores con un 15%, Bodegas San Antonio de Belén con un 14% y Bodegas San Marino con un 13%, estos como los inmuebles más relevantes.

Referente al espacio arrendable, a diciembre de 2023, es posible apreciar que, un 45% corresponde a propiedades catalogadas como oficinas, seguido de un 28% en comercio y el restante 27% en bodegas.

Según el valor en libros de los inmueble, el C.N. Paseo de las Flores exhibe la mayor participación dentro del portafolio con un 24%, seguido por Garden Plaza Tamarindo con un aporte del 18%, Oficentro Santamaría con un 10%, Edificio San Sebastián, Edificio Herrero Villalta & D'Vinci y Bodegas San Marino con un 9% cada uno, estas como las propiedades más relevantes.



4.1.3. Generación de Ingresos

Los ingresos por arrendamiento de locales procedentes únicamente de diciembre de 2023 suman un monto de USD236.541,15, cifra que se reduce en un 5% de forma anual y en un 2% con respecto a junio de dicho año.

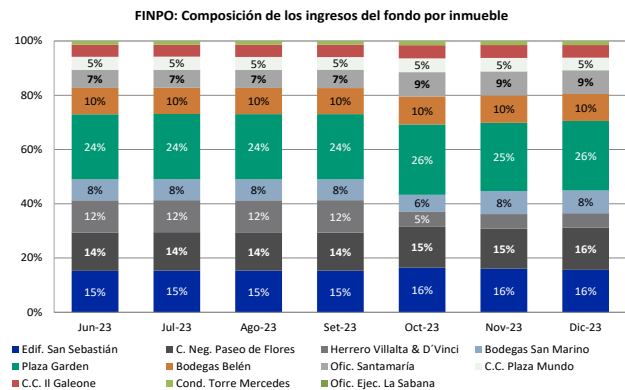
Ambas variaciones están relacionadas principalmente con la disminución de los ingresos por renta del Edificio Herrero & D'Vinci (-52% anual y -57% semestral), en respuesta a ajustes efectuados en el monto de los arrendamientos, debido a descuentos o por un proceso de negociación.

La reducción de los ingresos por alquiler es aminorado con el incremento de las rentas procedentes principalmente de los siguientes inmuebles: Edificio Santamaría, Bodegas Belén y Bodegas San Marino, producto del arrendamiento de locales disponibles y el ingreso de nuevos inquilinos.

Es preciso indicar que, en el caso específico del Edificio Herrero & D'Vinci, se encontraba un inquilino del sector público, el cual, luego del vencimiento del contrato de arrendamiento en octubre de 2023, acordó prorrogar su estadía 3 meses más (hasta enero de 2024), por lo tanto, posterior a dicho período, el Fondo deja de percibir las rentas de dicho usuario y el espacio arrendable está disponible.

De acuerdo con la segregación de ingresos según rentas percibidas, un 47% corresponde al arrendamiento de inmuebles clasificados como oficinas, seguido de un 35% en comercio y el restante 18% en bodegas.

Al analizar la composición de los ingresos por inmueble, se obtiene que, Garden Plaza Tamarindo aporta un 26% de los ingresos percibidos en diciembre de 2023, seguido del Edificio San Sebastián y el C.N. Paseo de las Flores con un 16% cada uno, Bodegas Belén con un 10%, Oficentro Santamaría con un 9% y Bodegas San Marino con un 8%, estás como las propiedades más distinguidas a nivel de rentas.



Por su parte, el índice de Herfindahl-Hirschman (HHI), el cual es una medida de concentración del mercado que se utiliza para evaluar el grado de competencia entre las empresas de un sector. En el caso de los fondos inmobiliarios, SCR Costa Rica implementa el HHI para medir la concentración de los ingresos por arrendamiento de los inmuebles que conforman el portafolio del fondo en estudio.

A diciembre de 2023, el Fondo Inmobiliario FINPO exhibe un HHI de 1.417 puntos, resultado que se encuentra dentro del rango de moderada concentración (1.000>HHI<1.800), según los umbrales generalmente aceptados para este indicador. Esto indica que, si bien la distribución de los ingresos por arrendamiento de los inmuebles no está altamente concentrada, todavía existe cierto grado de focalización en algunos inmuebles en particular.

Según el escenario anterior, las propiedades con cierto grado de focalización son Plaza Garden Tamarindo, Edificio San Sebastián y el C.C. Paseo de las Flores. En el caso del primer inmueble, a pesar de que, la concentración de los ingresos esta diversificada en 32 inquilinos, se registra una ocupación cercana al 76%, por lo tanto, existe una cantidad considerable de metros disponibles, que se podrían traducir en mayores ingresos y rentabilidad para el Fondo.

Por su parte, el Edificio San Sebastián presenta una ocupación del 100%, sin embargo, esta recae sobre 1 inquilino, el cual agrupa la totalidad del área arrendable y las rentas por alquiler, hecho que refleja un posible riesgo en temas de ocupación e ingresos en caso de una posible salida del arrendatario.

De igual forma, el C.C. Paseo de las Flores diversifica sus ingresos por medio de 5 arrendatarios, no obstante, la propiedad exhibe una desocupación del 49% durante los últimos períodos en estudio, escenario que se traduce en ingresos que el Fondo deja percibir por concepto de alquiler, aunado a los costos de mantenimiento y operación que implica el inmueble.

Referente a la distribución de los ingresos por inquilino, el arrendatario con el mayor aporte corresponde a la Corte Suprema de Justicia con un 16%, la cual contabiliza ingresos a partir de mayo de 2020 en el Edificio San Sebastián, seguido de Automercado de Garden Plaza Tamarindo con un 12%, la Universidad Americana (UAM) del C.N. Paseo de las Flores con un 11%, Niprol Medical de Bodegas Belén con un 8% estos como los arrendatarios de mayor distinción.

Con base en lo anterior, es fundamental que el Fondo gestione y diversifique de forma apropiada sus ingresos por concepto de arrendamiento, dado que un 47% de estos provienen únicamente de 4 inquilinos, porcentaje que refleja una alta concentración, mientras que el restante 53% se distribuye a través de 78 arrendatarios, los cuales no muestran aportes mayores al 3%.

4.1.4. Cuentas por cobrar

Los alquileres por cobrar del Fondo correspondientes al mes de diciembre de 2023 contabilizan USD36.692,18, cifra que se reduce en un 16% anual y en un 56% con respecto a lo contabilizado al cierre del primer semestre de dicho año.

Según la morosidad expuesta anteriormente, un 43% corresponde a 2 inquilinos del Edificio Herrero Villalta & D´vinci, los cuales al pertenecer al sector público, dentro de su contrato de arrendamiento tienen estipulado que el pago se realiza por mes vencido, dado que, por normativa

cuentan con 45 días para cumplir con dicha obligación. Ante este escenario, las rentas por norma contable se deben registrar como pendientes de pago; no obstante, en la mayoría de los casos, según el acuerdo se encuentran al día.

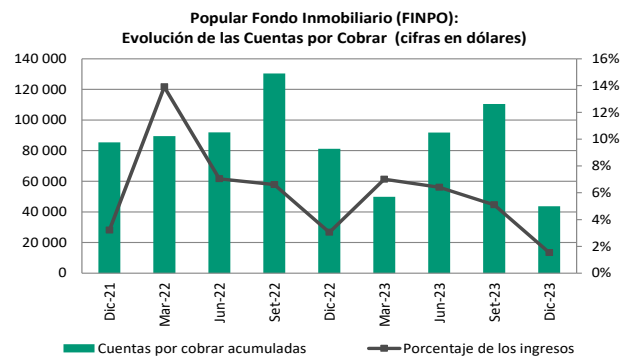
Posteriormente, el C.C. Il Galeone exhibe una morosidad del 17% sobre el total de rentas por cobrar de diciembre de 2023, debido a 5 inquilinos, los cuales, según lo establecido en el contrato de arrendamiento u otras circunstancias cancelan los primeros días del mes siguiente, por lo tanto, a la fecha del presente informe se encuentran al día.

Una situación similar presenta los inmuebles Oficentro Santamaría, Garden Plaza Tamarindo, C.N. Paseo de las Flores y el C.C. Plaza Mundo, los cuales en conjunto representan el 39% de la mora restante, no obstante, a la fecha del presente informe, los arrendatarios dentro de dichas propiedades están al día con sus obligaciones.

Rentas pendientes del mes de diciembre de 2023	
Inmueble	Saldo
Edificio Herrero Villalta & D´vinci	\$15 924,45
Centro Comercial Il Galeone	\$6 308,96
Oficentro Santamaría	\$5 825,89
Garden Plaza Tamarindo	\$4 807,85
Centro de Negocios Paseo de las Flores	\$2 125,02
Centro Comercial Plaza Mundo	\$1 700,01
Total morosidad de rentas	\$36 692,18

De igual forma, los estados financieros señalan que, al finalizar el 2023, el Fondo registra alquileres acumulados más suspendidos y en cobro judicial de USD43.631, saldo que se reduce en un 46% de forma anual y en un 52% en relación con el primer semestre de dicho año.

Según la Administración, a la fecha del presente informe, dicho monto se encuentra al día, dado que proviene de inquilinos del sector público (cancelan a mes vencido) y arrendatarios que pagan en los primeros días del mes siguiente.



4.1.5. Ocupación

Al concluir diciembre de 2023, el Fondo registra un índice de desocupación del 22,0%, porcentaje que decrece en 5,3 p.p. en relación con lo expuesto al finalizar el primer semestre. Dicho indicador es inferior al que presenta la industria de fondos inmobiliarios al término de 2023 (25,0%).

El comportamiento semestral responde principalmente al arrendamiento de aproximadamente 904 m² en el Oficentro Santamaría (1 inquilino), así como la ocupación de los metros disponibles (485 m²) de la Bodega San Marino y 305 m² de la propiedad Plaza Garden Tamarindo, en ambos casos por el ingreso de 1 arrendatario.

A diciembre de 2023, el Fondo exhibe un área desocupada de 6.866,9 m², la cual es encabezada por el inmueble C.N. Paseo de las Flores con un 33%, seguido del Oficentro Santamaría con un 23%, Garden Plaza Tamarindo con un 19% y el C.C. Plaza Mundo con un 15%, estas como las propiedades de mayor área disponible para ser arrendada.

La siguiente tabla muestra las áreas desocupadas de los inmuebles por metros cuadrados durante los últimos trimestres.

Detalle de Desocupación	Dic-22	Mar-23	Jun-23	Set-23	Dic-23
Metros arrendables	31 300,24	31 300,24	31 300,24	31 300,24	31 231,26
Oficentro Santamaría	2 458,63	2 458,63	2 458,63	2 412,87	1 554,87
C.C. Plaza Mundo	1 074,82	1 074,82	1 074,82	1 074,82	1 010,70
Bodegas Belén	250,60	250,60	-	-	-
C.C. IL Galeone	290,52	329,77	323,29	300,00	420,31
Centro Neg Paseo Las Flores	2 279,69	2 279,69	2 279,69	2 279,69	2 279,69
Bodegas San Marino	430,60	591,07	485,21	485,21	-
Centro Ejecutivo La Sabana	215,73	215,73	215,73	215,73	215,73
Edificio Herrero & Villalta	106,65	106,65	106,65	106,65	106,65
Plaza Garden	-	314,12	1 584,23	1 584,23	1 278,98
Total m² desocupación	7 107,24	7 621,08	8 528,25	8 459,20	6 866,93
% de desocupación	22,7%	24,3%	27,2%	27,0%	22,0%
% de ocupación	77,3%	75,7%	72,8%	73,0%	78,0%
Total m2 Ocupación	24 193,00	23 679,16	22 771,99	22 841,04	24 364,33

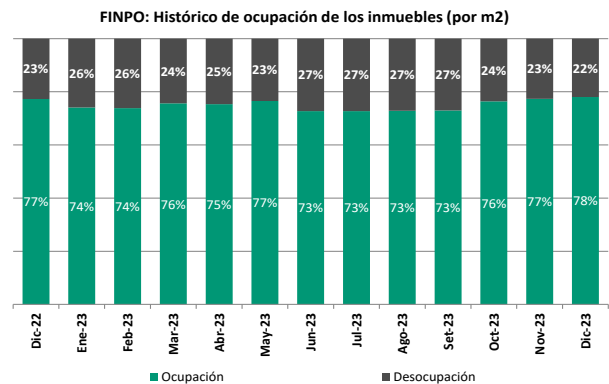
Con base en lo expuesto, la Administración indica que se continúa trabajando para mantener y mejorar el índice de ocupación, por lo cual, conservan un plan de colocación orientado en las siguientes actividades:

- Aumentar las visitas con potenciales inquilinos de los inmuebles con áreas disponibles por arrendar.
- Actualizar la información de los espacios disponibles en la página de Popular SAFI para mayor facilidad de los clientes.
- Colocar rotulación en zonas visibles sobre los principales inmuebles desocupados.

- Enviar a los corredores de bienes raíces los inmuebles con disponibilidad de forma mensual.
- Analizar el precio de los inmuebles disponibles de forma que se ajuste a la realidad del mercado y la ubicación geográfica.

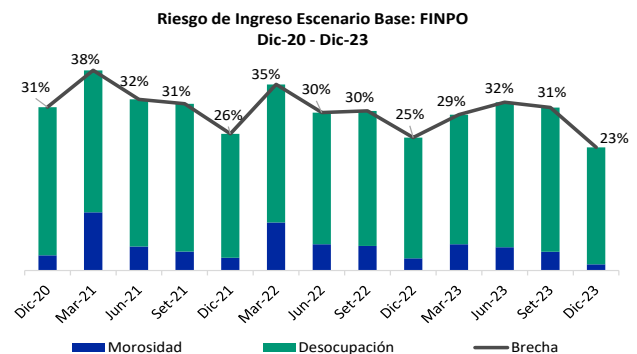
En el caso de los inmuebles con mayor desocupación, la Administración menciona que, se mantienen negociaciones avanzadas para el arrendamiento de algunos espacios.

En el siguiente gráfico, se puede apreciar la evolución mensual de la ocupación del Fondo durante el último año.



El modelo de sensibilización implementado por SCR Costa Rica brinda un análisis de riesgo de liquidez de los fondos inmobiliarios y calcula la brecha entre los ingresos percibidos y los que eventualmente se podrían recaudar en un escenario de total ocupación y cero morosidad.

A diciembre de 2023, el Fondo registra una brecha de 23%, índice que se reduce en 2 p.p. en relación con el año anterior, debido principalmente a que, la morosidad acumulada contabilizada en los estados financieros disminuye en un 46%.



El resultado de la brecha indica que los ingresos percibidos se alejan en dicho porcentaje de lo que eventualmente se podría haber recaudado en un escenario de total ocupación y sin morosidad, hecho que refleja un moderado grado de dispersión con respecto a un escenario óptimo. Lo anterior señala hacia dónde se deben enfocar los esfuerzos para mejorar el desempeño del Fondo.

4.1.6. Valoraciones

De acuerdo con la normativa vigente, la metodología de valoración de un inmueble debe ejecutarse en cumplimiento con los Estándares Internacionales de Valuación (IVS por sus siglas en inglés) emitidos por el Consejo de Normas Internacionales de Valuación. Además, lo anterior deberá satisfacer la definición del valor razonable para propiedades de inversión establecido en las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).

Seguidamente, se muestran las valoraciones efectuadas durante el segundo semestre de 2023, bajo la metodología señalada.

Inmueble	Valoración anterior	Valoración actual	Plusvalía/ Minusvalía
Garden Plaza Tamarindo	\$8 210 000	\$7 989 000	-\$221 000
Condominio Torre Mercedes	\$603 000	\$559 000	-\$44 000
Centro Comercial Plaza Mundo	\$3 340 000	\$3 386 000	\$46 000
Bodegas San Antonio de Belén	\$2 985 000	\$3 054 000	\$69 000
Edificio San Sebastián	\$4 069 000	\$3 931 000	-\$138 000
Centro Ejecutivo La Sabana	\$329 000	\$329 000	\$0
Total	\$19 536 000	\$19 248 000	-\$288 000

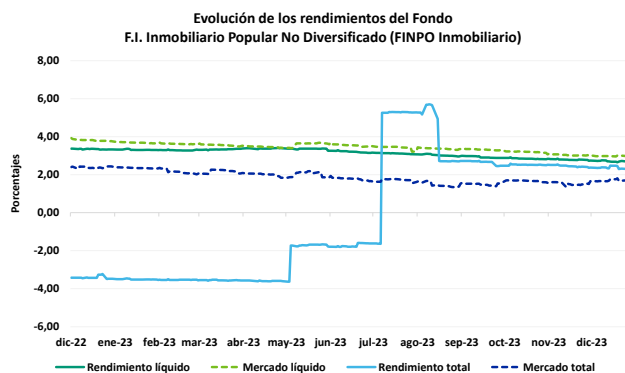
El efecto neto negativo que evidencian las valoraciones efectuadas en el segundo semestre de 2023 responde a la minusvalía principalmente de los inmuebles: Garden Plaza Tamarindo y el Edificio San Sebastián, condición influenciada por el comportamiento del tipo de cambio durante el último año y la variación en el costo de los índices de construcción.

4.1.7. Riesgo – Rendimiento

Al término del semestre en análisis, el Fondo expone un rendimiento líquido promedio de 2,90%, porcentaje que disminuye en relación con el semestre anterior (3,31%), debido principalmente a la reducción de las rentas percibidas por concepto de arrendamiento de locales. Dicho indicador es inferior al rendimiento medio que contabilizó la industria (3,58%).

Adicionalmente, el Fondo registra un rendimiento promedio total de 2,96%, a diciembre de 2023, indicador que exhibe una mejora en relación con los períodos previamente analizados. Dicho rendimiento es superior al expuesto por la industria (1,60%).

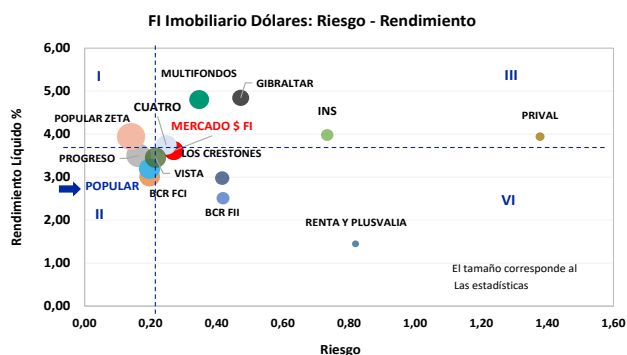
Es preciso señalar que, este índice es influenciado por las valoraciones que se realizan sobre la cartera inmobiliaria durante el año, por lo tanto, puede presentar fluctuaciones significativas de un período a otro según el valor que registren las propiedades.



La siguiente tabla refleja un resumen de los principales indicadores del fondo para el semestre en análisis.

Indicadores	Jun-22 a Dic-22	Dic-22 a Jun-23	Jun-23 a Dic-23	Mercado Jun-23 a Dic-23
Rendimiento Líquido				
Prom. Rend. Líquido	3,33	3,31	2,90	3,23
Desv. Rend. Líquido	0,05	0,06	0,14	0,19
RAR Rend. Líquido	64,42	53,78	20,55	16,91
COEFVAR Rend. Líquido	0,02	0,02	0,05	0,06
Beta Rend. Líquido	0,00	0,00	0,00	n.a.
Rendimiento Total				
Prom. Rend. Total	0,55	-2,94	2,96	1,60
Desv. Rend. Total	3,48	0,87	1,41	0,13
RAR Rend. Total	0,16	-3,39	2,09	12,15
COEFVAR Rend. Total	6,33	-0,29	0,48	0,08
Beta Rend. Total	8,88	-2,60	2,73	n.a.

Al analizar el riesgo y rendimiento de los últimos 2 años, se puede apreciar que, el Fondo se ubica en el segundo cuadrante, lo que refleja un menor rendimiento y volatilidad con respecto a la registrada por el mercado de fondos inmobiliarios en dólares. Ante este escenario, es fundamental que el Fondo mejore su posición en el cuadrante, de manera que mantenga una baja volatilidad y aumente su rendimiento.



4.2. F.I. POPULAR INMOBILIARIO ZETA NO DIVERSIFICADO

Calificación de Riesgo: scr AA 3 (CR) Perspectiva Estable

El Fondo recibe autorización para realizar oferta pública por Sugeval mediante resolución SGV-R-2409 del 01 de marzo de 2011 e inició operaciones en agosto del mismo año. Está dirigido a inversionistas que desean participar en una cartera inmobiliaria, lo que conlleva asumir los riesgos de participar directamente en el mercado inmobiliario.

Además, se dirige a inversionistas que no requieren liquidez inmediata, al ser un fondo cuyo horizonte de inversión es de largo plazo, dado que su cartera activa está conformada básicamente por inmuebles y cualquier plusvalía latente por revalorización solamente será observada en el largo plazo.

FI Popular Inmobiliario Zeta ND			
Mecanismo de redención	Cerrado		
Objetivo	Ingreso		
Por su diversificación	No diversificado		
Mercado	Cartera financiera	Mercado local	Público
			Privado
	Cartera inmobiliaria	Mercado intern.	Público
		Mercado local	Privado
Moneda	Dólares		
Emisión Autorizada	USD100.000.000,00		
Valor Nominal	USD1.000,00		
Plazo mínimo recomendado	720 días		
Comisión administrativa	Máximo 5% sobre el activo neto del fondo		

4.2.1. Situación Financiera

Al culminar el año 2023, los activos del Fondo contabilizan USD70,39 millones, cifra que se reduce en un 1% tanto de forma anual como semestral. Ambos comportamientos están relacionados con la disminución de las propiedades de inversión, debido al efecto de los ajustes en las valoraciones efectuadas.

Con base en el volumen de activos administrados, el Fondo exhibe una participación de mercado de 2,69% y se ubica en el puesto 9 de los 13 fondos inmobiliarios en el mercado costarricense.

La composición de los activos muestra un comportamiento congruente con la política de inversión presentada por la cartera inmobiliaria del Fondo. Concretamente, a la fecha en estudio, el activo administrado se constituye principalmente por la partida de propiedades en inversión con un 96,7%, seguido del rubro de efectivo con un 1,7% y el impuesto sobre la renta diferido con un 1,3%, estas como las cuentas de mayor notabilidad.

En lo que respecta a los pasivos, el Fondo registra una cifra de USD3,09 millones, saldo que disminuye en un 9% tanto de forma anual como semestral. Ambas variaciones responden especialmente a la reducción de las cuentas por pagar (-26% anual y -25% semestral), debido a un menor volumen de rendimientos por pagar, los cuales se distribuyen de acuerdo con las políticas del Fondo.

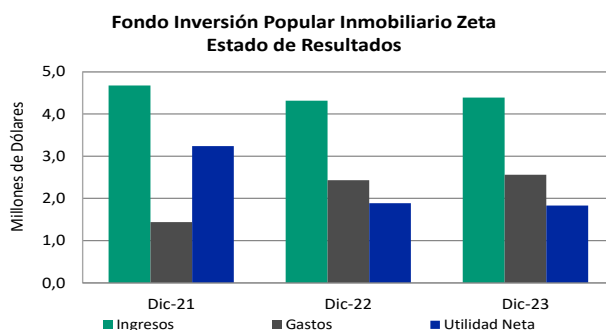
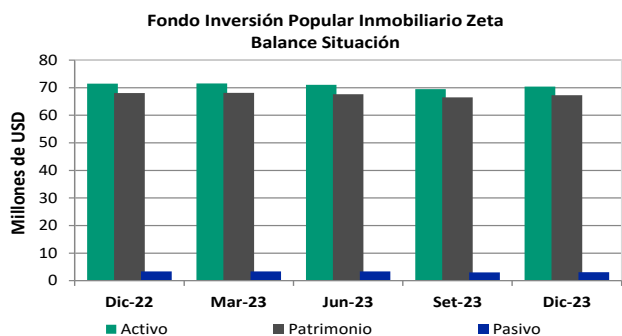
La principal partida dentro de la estructura de los pasivos corresponde a los préstamos por pagar con un aporte del 42%, seguido de las cuentas por pagar y el impuesto sobre la renta diferido con un 20% cada uno y los depósitos en garantía de arrendatarios con un 16%, estos como los rubros más relevantes.

Es preciso indicar que, a diciembre de 2023, la relación entre pasivos y activos expresa un nivel de endeudamiento del 4,4%, índice que se reduce ligeramente tanto de forma anual como semestral. Dicho indicador es menor al contabilizado por la industria (28,1%) y se ubica de forma holgada por debajo del límite normativo (60%).

Adicionalmente, el Fondo presenta un costo financiero promedio de 10,9% a diciembre de 2023, índice que refleja la carga de intereses que el Fondo debe soportar para mantener el nivel de apalancamiento expuesto.

Por su parte, al evaluar la capacidad del Fondo para cumplir con sus obligaciones de deuda, se puede observar que, el gasto financiero al finalizar el semestre en estudio es de 3,7% sobre los ingresos por alquiler, indicador que se ubica de forma holgada por debajo del porcentaje que exhibe la industria (35,4%).

A nivel de patrimonio, al término del período en análisis, este suma USD67,30 millones, monto que decrece en un 1% de forma anual y semestral. Ambas variaciones obedecen a la reducción de las reservas por valuación de propiedades de inversión.



Al 31 de diciembre de 2023, el Fondo contabiliza una utilidad neta de USD1,83 millones, volumen que se reduce en un 3% de forma anual, condición influenciada por un mayor aumento de los gastos (+5%) con respecto a los ingresos (+2%).

En este caso, los ingresos registran un monto de USD4,39 millones, cifra que exhibe un aumento del 2%, en respuesta al crecimiento de los ingresos por alquileres en un 1%, especialmente de aquellos provenientes del inmueble Torres del Lago, Edificio la Uruca y City Plaza.

La estructura de los ingresos se conforma principalmente por los alquileres con una participación del 98,0%, seguido del rubro de otros ingresos con un 1,7%, estas como las partidas de mayor importancia.

Por su parte, los gastos del Fondo suman USD2,56 millones, monto que se incrementa en un 5% en comparación con el año anterior, debido al aumento de la pérdida neta no realizada por ajuste a propiedades de inversión en un 30%, producto de las valoraciones efectuadas a las propiedades durante el año 2023. Adicionalmente, se registra un incremento en los gastos financieros, dado el volumen de obligaciones y el comportamiento de las tasas de interés durante el último año.

El crecimiento de los gastos totales es aminorado con la reducción de los gastos por comisión en un 40% (USD119,56 mil), debido a la gestión en la colocación de inmuebles.

Los gastos totales del Fondo se componen en mayor medida por la pérdida neta no realizada por ajuste a propiedades de inversión con un aporte del 36%, seguido de los gastos de operación con un 30%, el impuesto sobre la renta con un 20%, los gastos por comisiones con un 7% y el gasto financiero con un 6%, estos como los rubros más relevantes.

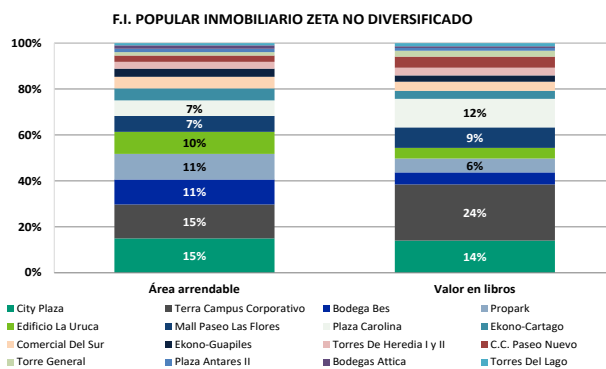
4.2.2. Cartera Administrada

A diciembre de 2023, el Fondo administra 16 inmuebles, con un área total arrendable de 40.951,77 m². Adicionalmente, el portafolio inmobiliario no registra adquisiciones o venta de propiedades durante los últimos 6 meses de 2023.

Con base en el área arrendable, la propiedad de mayor representación concierne al C.C. City Plaza con un aporte del 15,0%, seguido de Terra Campus Corporativo con un 14,7%, Nave Industrial Propark con un 11,2%, Bodegas Bes con un 10,9% y el Edificio La Uruca con un 9,5%, estos como los inmuebles de mayor notabilidad.

Del área total arrendable, al finalizar el año 2023, un 60,3% corresponde al sector comercio, seguido del área de oficinas con un 16,2%, la actividad de bodegas con un 12,3%, mientras que el restante 11,2% está dirigido a parques industriales.

Según el valor en libros, el inmueble de mayor importancia relativa corresponde a Terra Campus Corporativo con una participación del 24%, seguido del C.C. City Plaza con un aporte del 14%, Plaza Carolina con un 12% y las Fincas Filiars (F.F.) Mall Paseo de las Flores con un 9%, estas como las propiedades de mayor notabilidad.



4.2.3. Generación de Ingresos

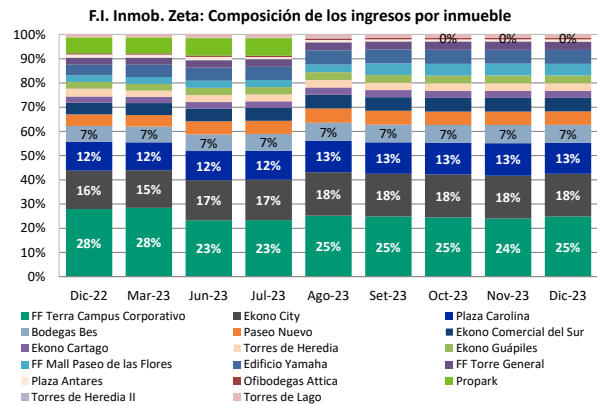
Los ingresos por alquiler del Fondo correspondiente únicamente al mes de diciembre de 2023 contabilizan USD340.208,48, cifra que disminuye en un 11% de forma anual y en un 6% en relación con el semestre anterior.

La variación anual responde principalmente a la salida de 2 inquilinos, 1 en el inmueble Terra Campus Corporativo (en junio de 2023) y otro en la propiedad Nave Industrial Propark (en julio de 2023), los cuales, en conjunto exhibían una renta de aproximadamente USD54.500, es decir, cerca de un 15% de los ingresos mensuales por alquiler.

Mientras que el comportamiento semestral esta asociado a la salida del inquilino de la propiedad Nave Industrial Propark., según se indicó anteriormente.

La reducción de las rentas expuestas anteriormente es aminorada de cierta forma con el aumento de los ingresos percibidos de las F.F. Mall Paseo de las Flores en un 56% de manera anual y semestral (USD5.938 anual y USD5.901 semestral), debido al ingreso de un nuevo arrendatario.

De los ingresos totales que percibe el Fondo por concepto de rentas, al 31 de diciembre de 2023, un 64% corresponde a comercio, seguido del área de oficinas con un 28%, mientras que el restante 8% se deriva del sector de bodegas.



Por su parte, el índice de Herfindahl-Hirschman (HHI) es una medida de concentración de mercado que se utiliza para evaluar el grado de competencia entre las empresas de un sector. En el caso de los fondos inmobiliarios, SCR Costa Rica realiza el HHI para medir la concentración de los ingresos por arrendamiento de los inmuebles que componen el portafolio del fondo bajo estudio.

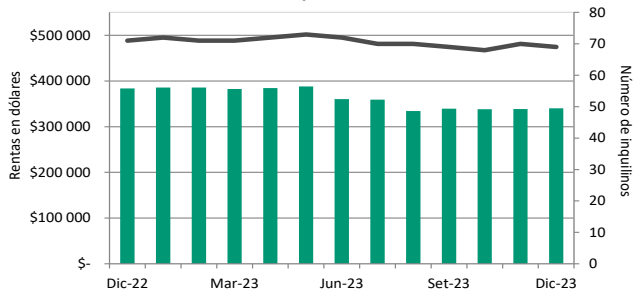
Para el semestre en análisis, el Fondo Inmobiliario ZETA exhibe un HHI de 1.275 puntos, índice que se encuentra dentro del rango de moderada concentración ($1.000 > HHI < 1.800$), según los umbrales generalmente aceptados para este indicador. Dicho escenario refleja que, si bien la distribución de los ingresos por arrendamiento de los inmuebles no está altamente concentrada, existe cierto grado de focalización en determinados inmuebles.

Con base en lo anterior, las propiedades con mayor grado de concentración son Terra Campus Corporativo, C.C. City Plaza y C.C. Plaza Carolina. En el caso del primer inmueble, a pesar de que, la concentración de los ingresos está diversificada en 10 inquilinos, se registra una ocupación del 72%, por lo tanto, existe un área considerable por arrendar, que se podría traducir en mayores ingresos y rentabilidad.

Por su parte, el C.C. City Plaza mantiene una ocupación del 100% al finalizar el año 2023 y diversifica sus ingresos de alquiler en 13 inquilinos, no obstante, únicamente 1 de estos arrendatarios ocupa el 73% del área arrendable y aporta el 33% de las rentas mensuales, escenario que el Fondo debe gestionar de forma oportuna con el objetivo de mitigar un eventual riesgo de desocupación y rendimiento, dada la alta concentración.

Finalmente, el inmueble Plaza Carolina agrupa el 13% de las rentas del Fondo a diciembre de 2023, a través de 19 arrendatarios, no obstante, existe una concentración del 51% de dicha renta sobre 5 inquilinos, escenario que podría

Inmobiliario Zeta: evolución de las rentas totales y número de inquilinos



La composición de ingresos por arrendamiento según inmueble está encabezada por las F.F. de Terra Campus Corporativo con un aporte del 25% sobre el total, seguido de Ekono City Plaza con un peso relativo del 18%, Plaza Carolina con un 13%, Bodegas Bes con un aporte de un 7%, Edificio la Uruca – Yamaha, C.C. Paseo Nuevo y C.C. del Sur con un 6% cada propiedad, estas como las más distinguidas.

afectar la ocupación de la propiedad e ingresos del Fondo ante una posible salida de usuarios.

Con respecto a la distribución de los ingresos por inquilino, el arrendatario con la mayor participación corresponde a la Cooperativa Dos Pinos (Bodegas Bes) y GlaxoSmithKline Costa Rica S.A. (Terra Campus Corporativo) con un aporte del 7% cada uno, seguido de Importadora Almacema S.A. de City Plaza y Automotores Livianos de Centroamérica S.A. (Edificio la Uruca) con un 6% respectivamente, estos como los inmuebles de mayor notabilidad. Mientras que, los 65 inquilinos restantes exhiben una participación menor al 5%, escenario que refleja una diversificación en la composición de los ingresos por alquiler.

4.2.4. Cuentas por cobrar

Según la Administración del Fondo, las cuentas por cobrar correspondientes únicamente al mes de diciembre de 2023 registran un saldo de USD12.328,22, cifra que aumenta en un 115% (USD6.584,53) de forma anual y se reduce en un 64% (USD21.955,78) en relación con el semestre anterior. Dicha morosidad representa un 3,6% de los ingresos por alquiler al finalizar el año.

La mora procedente de los alquileres por arrendamiento proviene de a 5 inquilinos, 1 de estos ubicado en el inmueble Condominio Comercial Torres de Heredia, 3 en el C.C. Plaza Carolina y el último en las F.F. Terra Campus Corporativo, los cuales, según lo acordado en el contrato de arrendamiento, son arrendatarios que cancelan su alquiler durante los primeros días del mes siguiente.

En el caso del Condominio Comercial Torres de Heredia, el inquilino con renta pendiente pertenece al sector público, no obstante, este tipo de usuarios pagan su arrendamiento a mes vencido, dado que por normativa cuentan con 45 días para cumplir con la obligación. Por lo tanto, las rentas provenientes de arrendatarios de naturaleza pública por norma contable se deben registrar como pendientes de pago; sin embargo, en la mayoría de los casos, según el contrato se encuentran al día.

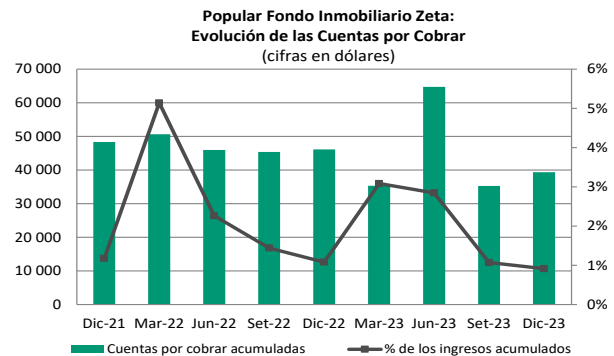
Es preciso indicar que, a la fecha del presente informe, la renta pendiente de los inquilinos expuestos anteriormente, correspondientes a diciembre de 2023, se encuentran al día.

Rentas pendientes al mes de diciembre de 2023	
Inmueble	Saldo
Condominio Comercial Torres de Heredia	\$ 7 174,40
Centro Comercial Plaza Carolina	\$ 5 030,34
F.F. Terra Campus Corporativo	\$ 123,48
Total morosidad de rentas	\$ 12 328,22

Según los estados financieros, el Fondo presenta una morosidad acumulada más suspendida y en cobro judicial de alquileres por un monto de USD39.333, a diciembre de 2023, saldo que se reduce en un 15% en relación con el año anterior y en un 39% de forma semestral. Dicho volumen de alquileres por cobrar representa un 1% de los ingresos acumulados por arrendamiento al cierre del año 2023.

Según la Administración, a la fecha del presente informe, el Fondo ha recuperado una cifra de USD8.849 (22% de la morosidad total), debido a que son inquilinos del sector público o que por el tipo de contrato pagan a mes vencido.

En el caso del saldo restante (USD30.484), este corresponde a 1 inquilino que se encontraba ubicado en el inmueble C.C. City Plaza, mismo que enfrenta un proceso de cobro judicial, dado el incumplimiento de dicha obligación.



Adicionalmente, un inquilino que ya no forma parte del inmueble City Plaza, mantenía una deuda por atrasos de renta por un monto aproximado a los USD300 mil, el cual fue elevado a un proceso de cobro judicial con el objetivo de recuperar dicha cifra. Actualmente, está en trámite el pago de los honorarios al perito para la evaluación de los bienes y fijar la base del remate. Mientras sucede lo anterior, el saldo adeudado pasó a formar parte de las cuentas de orden inactivas en cobro judicial.

4.2.5. Ocupación

Al concluir el segundo semestre de 2023, el Fondo exhibe una ocupación de un 100% en 9 de los 16 inmuebles que conforman la cartera inmobiliaria. El siguiente cuadro detalla las áreas desocupadas de las propiedades, según metros cuadrados durante los últimos trimestres:

Detalle de desocupación	Dic-22	Mar-23	Jun-23	Set-23	Dic-23
Metros Arrendables	40 951,77	40 951,77	40 951,77	40 951,77	40 951,77
Terra Campus	960,47	836,47	1 689,69	1 689,69	1 689,69
Paseo de las Flores	1 960,46	1 961,45	1 961,45	837,15	837,15
Plaza Carolina	390,70	540,70	490,70	213,70	138,70
Plaza Antares	34,00	34,00	34,00	251,00	251,00
Paseo Nuevo	317,70	287,78	287,78	287,78	316,78
Torres de Heredia	510,00	402,00	382,00	382,00	456,00
Propark	-	-	-	4 585,50	4 585,50
Total m² de desocupación	4 173,33	4 062,40	4 845,62	8 246,82	8 274,82
% de desocupación	10,2%	9,9%	11,8%	20,1%	20,2%
Total m² de ocupación	36 778,44	36 889,37	36 106,15	32 704,95	32 676,95
% de ocupación	89,8%	90,1%	88,2%	79,9%	79,8%

Al cierre de diciembre de 2023, el Fondo presenta un índice de ocupación del 79,8%, porcentaje que disminuye en 8,4 p.p. (-3.429,2 m²) en relación con el semestre anterior. Dicha variación responde principalmente a la desocupación total (4.585,5 m²) del inmueble Nave Industrial Propark, producto de la salida anticipada de su arrendatario.

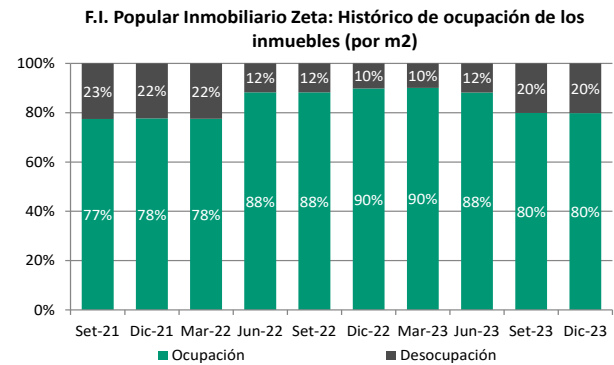
Cabe mencionar que, la reducción semestral del área ocupada del Fondo es aminorada con el arrendamiento de 1.124,3 m² de las Fincas Filiales (F.F.) Mall Paseo de las Flores Heredia y 352,0 m² en Plaza Carolina, debido a la entrada de determinados inquilinos en dichos inmuebles.

Con respecto al área desocupada, el inmueble con mayor espacio disponible corresponde al inmueble Nave Industrial Propark con un 55% sobre el área total desocupada del Fondo, seguido de Terra Campus Corporativo con un 20%, las F.F. de Mall Paseo de las Flores con un 10%, C.C. Paseo Nuevo con un 6% y Plaza Carolina con un 4%, estas como las propiedades más representativas.

Con base en lo anterior, la Administración comenta que realiza las siguientes acciones con el objetivo de aumentar la ocupación de los diferentes inmuebles:

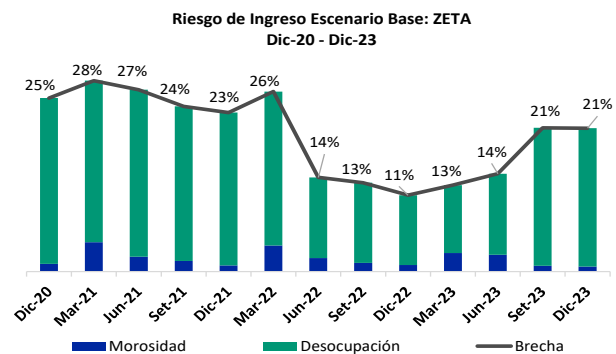
- Enviar constantemente información a los corredores independientes y empresas de bienes raíces para su comercialización.
- Realizar acuerdos comerciales con casas de correduría de bienes raíces a nivel mundial.
- Actualizar la información de los espacios disponibles en la página de Popular SAFI para mayor facilidad de los clientes.

- Colocar rotulación en zonas visibles sobre los principales inmuebles desocupados.
- Realizar proyectos de mejoras y mantenimiento para hacer los inmuebles más atractivos.
- Brindar seguimiento constante en la gestión de trámites de ingreso a inquilinos y apertura de nuevos negocios.
- Analizar el precio de los inmuebles disponibles de forma que se ajuste a la realidad del mercado y la ubicación geográfica.
- Apoyar la realización de actividades con el fin de incrementar el tránsito en el inmueble.



Basado en un modelo de sensibilización implementado por SCR Costa Rica, el cual permite el análisis del riesgo de liquidez en los fondos inmobiliarios, se puede obtener la brecha entre los ingresos percibidos y los que eventualmente se podrían haber recaudado en un escenario de total ocupación y en ausencia de morosidad.

Al término de diciembre de 2023, el Fondo exhibe una brecha del 21%, porcentaje que se incrementa en 10 p.p. en comparación con el año anterior (11%), condición influenciada por el aumento de la desocupación, producto especialmente de la salida de 1 inquilino en la propiedad Nave industrial Propark y otro en el inmueble Terra Campus.



El escenario expuesto anteriormente, indican el porcentaje de los ingresos que se dejan de percibir sobre lo realmente registrado a diciembre de 2023, ante una eventual situación de total ocupación y sin morosidad. Dicho indicador denota un moderado grado de dispersión de contrastarse con el escenario óptimo.

4.2.6. Valoraciones

De acuerdo con la normativa vigente, la metodología de valoración de un inmueble debe ejecutarse en cumplimiento con los Estándares Internacionales de Valuación (IVS por sus siglas en inglés) emitidos por el Consejo de Normas Internacionales de Valuación. Además, lo anterior deberá satisfacer la definición del valor razonable para propiedades de inversión establecido en las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).

A continuación, se muestran las valoraciones efectuadas en el segundo semestre de 2023, bajo la metodología indicada.

Inmueble	Valoración Anterior	Valoración Actual	Plusvalía / Minusvalía
C.C. City Plaza	\$10 314 000	\$9 552 000	-\$762 000
C.C. del Sur	\$3 167 000	\$2 683 000	-\$484 000
C.C. Paseo Nuevo	\$3 001 000	\$3 296 000	\$295 000
CC Plaza Carolina	\$7 950 000	\$8 455 000	\$505 000
Condominio Comercial Torre de Heredia	\$2 347 000	\$2 292 000	-\$55 000
F.F. Mall Paseo de las Flores	\$5 963 000	\$6 087 000	\$124 000
Torre General	\$1 787 000	\$1 708 000	-\$79 000
Torres del Lago	\$1 074 000	\$951 000	-\$123 000
Total	\$35 603 000	\$35 024 000	-\$579 000

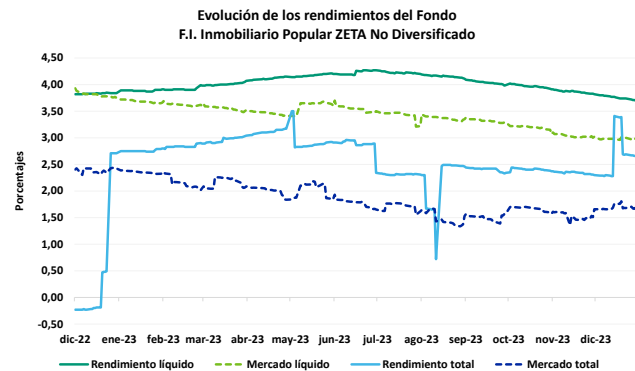
Cabe resaltar que, el efecto neto de las valoraciones durante el período en análisis es negativo, dado el impacto principalmente de la minusvalía del C.C. City Plaza, C.C. del Sur y Torres del Lago, debido al comportamiento del tipo de cambio y las variaciones en el costo de los índices de construcción.

El efecto negativo en las valoraciones de las propiedades es aminorado con la plusvalía de inmuebles como: C.C. Plaza Carolina. C.C. Paseo Nuevo y F.F. Mall Paseo de las Flores, producto de las variaciones en el diferencial cambiario de la moneda, cambio en el costo de los índices de la construcción e incremento en los precios de alquiler.

4.2.7. Riesgo – Rendimiento

Al término de los 6 meses en análisis, el Fondo registra un rendimiento líquido promedio de 4,0%, índice que se mantiene similar al expuesto el semestre anterior, dada la operativa del Fondo durante el período en estudio. Dicho rendimiento es superior al que presenta la industria (3,2%).

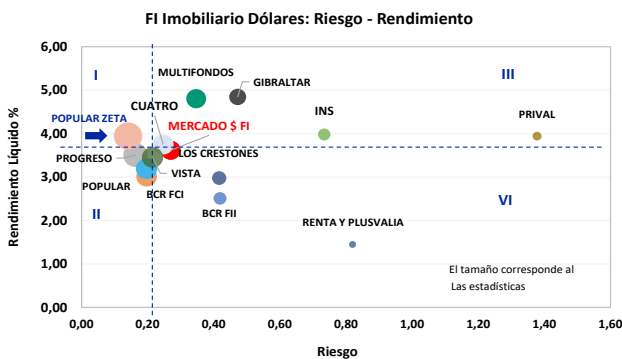
Adicionalmente, el Fondo contabiliza un rendimiento promedio total de 2,38%, porcentaje que exhibe una leve reducción en comparación con el semestre anterior, no obstante, continúa siendo superior al expuesto por el mercado (1,60%). Cabe resaltar que, dicho rendimiento es afectado por el registro de las diferentes valoraciones que se aplican a los inmuebles, este como el principal factor que inciden en la volatilidad del rendimiento del Fondo.



Seguidamente, se expone un resumen de los principales indicadores del Fondo para el período en análisis.

Indicadores	Jun-22 a Dic-22	Dic-22 a Jun-23	Jun-23 a Dic-23	Mercado Jun-23 a Dic-23
Rendimiento Líquido				
Prom. Rend. Líquido	3,87	4,05	4,00	3,23
Desv. Rend. Líquido	0,03	0,13	0,16	0,19
RAR Rend. Líquido	128,62	30,79	24,99	16,91
COEFVAR Rend. Líquido	0,01	0,03	0,04	0,06
Beta Rend. Líquido	0,00	0,00	0,00	n.a.
Rendimiento Total				
Prom. Rend. Total	0,59	2,91	2,38	1,60
Desv. Rend. Total	1,47	0,14	0,29	0,13
RAR Rend. Total	0,41	20,18	8,19	12,15
COEFVAR Rend. Total	2,47	0,05	0,12	0,08
Beta Rend. Total	3,32	-0,25	0,33	n.a.

Al analizar el riesgo y rendimiento de los últimos 2 años, se puede apreciar que el Fondo se ubica en el primer cuadrante, lo que significa que posee un mayor rendimiento y una menor volatilidad en comparación con el mercado de fondos inmobiliarios en dólares. Ante esto, es fundamental que el Fondo se mantenga en dicho cuadrante y refleje un buen desempeño a nivel de rendimientos.



5. TÉRMINOS A CONSIDERAR

5.1. Benchmark Histórico

Fondo construido por parte de la calificadora, con un histórico de 2 años, que se considera óptimo para la industria específica de los fondos de inversión de mercado de dinero, abiertos y según el tipo de moneda que corresponda. Se define como un portafolio óptimo (maximiza la rentabilidad y minimiza el riesgo) que resume las mejores prácticas a nivel de la industria.

5.2. Modelo de Exceso de Riesgo (MER)

El MER tiene como objetivo cuantificar el excedente de riesgo que posee el fondo bajo análisis con respecto al *Benchmark* histórico. El modelo se construye con el propósito de atacar el desafío que presenta un mercado como el costarricense, el cual no cuenta con una profundidad necesaria para definir un indicador de riesgo y rendimiento del mercado. Para su elaboración se utiliza la técnica de construcción de portafolios balanceados o “inteligentes” y cuenta con 5 categorías.

5.3. Beta

Se muestra como una medida de sensibilidad de los rendimientos del fondo ante variaciones en el mercado.

5.4. Coeficiente de Variación

Es una medida que intenta incorporar en una única cifra el rendimiento previsto y el riesgo de la inversión (medido como la desviación estándar del rendimiento). En el caso de fondos de inversión cuanto más bajo es el CV, menor es el riesgo por unidad de rendimiento.

5.5. Desviación Estándar

Indica en cuánto se alejan en promedio los rendimientos diarios del fondo de inversión con respecto al rendimiento promedio obtenido durante el período de tiempo en estudio.

5.6. Duración

La duración permite a los inversionistas conocer el plazo promedio de vencimiento (en años) de los valores de deuda de la cartera. También se entiende como el tiempo necesario en recuperar la inversión realizada. Además, se utiliza para medir la exposición de la cartera ante los posibles cambios en la tasa de interés, por lo que se considera que una mayor duración se va a ver traducida en un mayor riesgo.

5.7. Duración Modificada

Se define como la sensibilidad del precio del valor del portafolio ante cambios en las tasas de interés. Por ejemplo, si la duración modificada de un portafolio es de 0,30 indicaría que ante una variación de las tasas de interés de un 1%, la porción de valores de deuda del portafolio varía en un 0,30%.

5.8. Rendimiento Ajustado por Riesgo (RAR)

En un fondo de inversión, indica cuántas unidades de rendimiento se obtienen o paga el fondo por cada unidad de riesgo que asuma.

5.9. Plazo de Permanencia

Muestra la permanencia promedio (en años) de las inversiones de los clientes en el Fondo de Inversión.

5.10. Herfindahl-Hirschman Index (HHI)

Es una medida que varía entre 0 y 10.000 puntos, donde valores bajos indican una distribución más equitativa y valores altos indican una mayor concentración. Se considera que existe una baja concentración si el HHI es menor a 1.000 puntos, una moderada concentración si el HHI está entre 1.000 y 1.800 puntos, una alta concentración si el HHI está entre 1.800 y 3.000 puntos, y una muy alta concentración si el HHI supera los 3.000 puntos.

5.11. Rendimiento líquido

Es una medida que muestra la rentabilidad que recibe el inversionista por cada participación que tiene en el fondo, después de restar los gastos operativos, financieros, administrativos e impositivos del fondo. Se obtiene dividiendo la utilidad neta del fondo entre el número de participaciones en circulación.

5.12. Rendimiento total

El rendimiento total es una medida que refleja la rentabilidad que obtiene el inversionista por cada participación que tiene en el fondo, considerando tanto los ingresos por arrendamiento como las variaciones en el valor de los inmuebles.

Las calificaciones otorgadas no han sufrido un proceso de apelación por parte de la entidad calificada. La metodología de calificación de Fondos de Inversión utilizada por SCR Costa Rica fue actualizada ante el ente regulador en julio de 2021. SCR Costa Rica da por primera vez calificación de riesgo a este emisor en abril de 2005. Toda la información contenida en el informe que presenta los fundamentos de calificación se basa en información obtenida de los emisores y suscriptores y otras fuentes consideradas confiables por SCR Costa Rica. SCR Costa Rica no audita o comprueba la veracidad o precisión de esa información, además no considera la liquidez que puedan tener los distintos valores tanto en el mercado primario como en el secundario. La información contenida en este documento se presenta tal cual proviene del emisor o administrador, sin asumir ningún tipo de representación o garantía.

“SCR Costa Rica considera que la información recibida es suficiente y satisfactoria para el correspondiente análisis.”