

Fondos Inmobiliarios
Costa Rica

Fondo de Inversión Inmobiliaria Gibraltar - (FIIG)

Ratings

Tipo	Rating Actual	Rating Anterior	Fecha Cambio
FIIG	fi AA- (cri)		31/10/03

Analistas

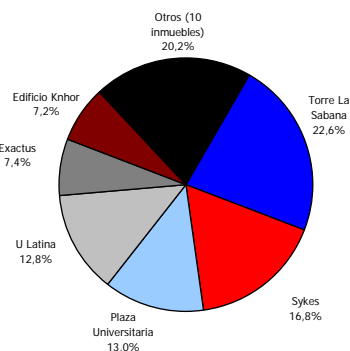
Allan Lewis H.
(506) 296-94-54
allan.lewis@fitchca.com

Pagsi Jiménez R.
(506) 296-91-82
pagsi.jimenez@fitchca.com

Perfil del Fondo

El Fondo de Inversión Inmobiliaria Gibraltar es un fondo de inversión cerrado, no financiero domiciliado en Costa Rica. Fue autorizado para la realización de oferta pública por la SUGEVAL en setiembre del 2000, el plazo de vencimiento del fondo es de treinta años. El monto máximo de la emisión de títulos de participación del fondo es de US\$ 40 millones, representado por 8,000 certificados de participación con un valor facial de US\$ 5,000 cada uno. Actualmente el fondo ha emitido la totalidad de sus títulos de participación autorizada y se encuentra tramitando un incremento de su emisión hasta US\$ 60.0 millones.

Distribución de Ingresos por Inmueble



Otros Incluye: PWC, Taller Vargas Matamoros, INAMU, CODISA, Tiendas Levis, CESA, Policromía y Centro Hispánico.

Fundamento de la Calificación

Fitch Ratings mantiene la calificación de riesgo nacional en Costa Rica al Fondo de Inversión Inmobiliaria Gibraltar en *fiAA-(cri)*. La calificación considera la calidad de los inmuebles del portafolio, los cuales poseen una capacidad para generar flujos de efectivo considerada como estable y predecible. Se consideró además la capacidad de la administración de incrementar la diversificación del portafolio manteniendo la consistencia de sus políticas de inversión.

La calificación se ve limitada principalmente por las concentraciones del portafolio por arrendatario e inmueble. Adicionalmente, se considera el bajo desarrollo del mercado inmobiliario local, la poca profundidad del marco regulatorio, y el hecho que la completa comprensión de las inversiones inmobiliarias por parte del mercado financiero se encuentra en una etapa de desarrollo.

El portafolio del FIIG ha mostrado en los últimos 18 meses una evolución positiva en la reducción de los niveles de concentración. Durante el año 2005 y 2006 el fondo adquirió cerca de 26.000 metros cuadrados de área arrendable (equivalente al 38% de área actual total) con un costo cercano a los US\$ 31,0 millones. Las adquisiciones han contribuido a incrementar la resistencia del portafolio a escenarios de sensibilización. Fitch no espera, en el mediano plazo, cambios en dichos parámetros de inversión, ni incrementos substanciales en el nivel de endeudamiento del fondo.

Los 16 propiedades que conforman el portafolio del FIIG se sitúan en el Área Metropolitana del país, poseen un valor aproximado a los US\$ 62,0 millones y comprenden un área de arrendable cercana a los 68.000 m². El 41,4% del área arrendable corresponde a espacios de oficina, un 29,4% son call center (incluye un 10.830 metros cuadrados de espacios de parqueo del Edificio Sykes), 13,42% son usados para educación privada, un 8,5% son áreas comerciales y un 7,2% corresponden a naves industriales. En términos generales los inmuebles son considerados de calidad dadas sus características físicas, edad, estado de conservación y ubicación. Algunos inquilinos muestran dependencia de los inmuebles, mientras que en otros el costo de alquiler por metro cuadrado de los edificios los hace competitivos frente a otros inmuebles similares adquiridos por otros fondos. La reciente incorporación de Torre La Sabana a la cartera del fondo reduce los niveles de concentración en Sykes; no obstante se continúan observando concentraciones en Sykes, CONAVI y la U Latina, inquilinos que se encuentran ubicados cada uno en un solo inmueble, y que en conjunto representan cerca del 48% de los ingresos por arrendamiento. Fitch espera que una vez aprobada la ampliación de la emisión de capital por parte de los entes reguladores, se continúe con el proceso de diversificación respetando las prácticas de inversión hasta ahora aplicadas.

El fondo es administrado por Improsa SAFI, S.A., sociedad dedicada exclusivamente a la administración de fondos inmobiliarios en Costa Rica. Se estima muy importante su política de utilización de peritos y valuadores institucionales de prestigio nacional e internacional para la valoración del portafolio.

Fortalezas

- Calidad de la cartera del fondo y de la administración.
- Importante porción de ingresos provenientes de empresas que generan sus ingresos en mercados externos.
- Importante ubicación dentro del mercado de fondos inmobiliarios.

Debilidades y Amenazas

- Concentraciones de la cartera por inquilino, inmueble y actividad económica.
- Nivel de desarrollo de la actividad y del marco regulatorio.
- Poca profundidad del mercado secundario de las participaciones de los fondos inmobiliarios.

Aspectos Generales del FIIG

El Fondo de Inversión Inmobiliaria Gibraltar (FIIG) inició operaciones en setiembre del año 2000. Es un fondo inmobiliario cerrado denominado en dólares estadounidenses dirigido a inversionistas sofisticados, que no requieren liquidez y que además posean un horizonte de inversión de largo plazo. El fondo invierte en bienes inmuebles con el principal objetivo de arrendarlos.

Anualmente el fondo reparte ingresos netos producto de alquileres sobre propiedades arrendadas, intereses y dividendos sobre valores adquiridos, luego de cancelar los gastos corrientes del fondo y cubrir aquellas reservas patrimoniales que la administradora haya creado dentro del fondo para destinarlas a reparaciones, mejoras y mantenimiento de los activos del portafolio, así como para enfrentar períodos de desocupación superiores a los proyectados en las valoraciones financieras efectuadas.

Los principales lineamientos de inversión del fondo son:

- **Ubicación del inmueble:** La práctica ha sido comprar inmuebles en zonas con rezagos de precios y, en algunos casos, a un costo menor al dictado por las valoraciones.
- **Estructura y estado del inmueble:** Los inmuebles adquiridos deben estar en buen estado, a fin de evitar fuertes inversiones para ponerlos en un nivel competitivo de acuerdo a su vocación.
- **Precios de alquileres por metro cuadrado:** Deben estar alineados al mercado.
- **Perfil de los inmuebles:** Se da prioridad a la inversión en inmuebles ocupados por un solo

inquilino. No obstante, no se excluyen inmuebles con varios inquilinos que cumplan con las condiciones exigidas.

- **Usos alternativos del inmueble:** La política es no invertir en bienes inmuebles construidos para fines muy específicos, aunque no se descartan inversiones de este tipo.
- **Inquilinos del inmueble:** Como perfil se buscan empresas bien posicionadas dentro de su rama de actividad económica.
- **Precio de compra:** En la medida de lo posible debe ser menor a los indicados por las valoraciones realizadas.

Hasta el momento las compras efectuadas han cumplido con los lineamientos establecidos.

El fondo posee una emisión autorizada de 8.000 participaciones con un valor nominal de US\$ 5.000 cada una. Al cierre de mayo 2006 el FIIG había emitido la totalidad sus participaciones, no obstante se la administración del FIIG se encuentra tramitando ante las entidades reguladoras una solicitud de ampliación del capital a 12.000 participaciones, así el capital autorizado del fondo se incrementará hasta US\$ 60,0 millones. Durante el 2005 negociaron 1.294 participaciones en el mercado secundario (16,17% del capital emitido). Mientras que desde el 1 de enero hasta el 19 de mayo del 2006 el número de participaciones negociadas alcanza 2,306.

■ Acontecimientos Recientes

A finales de mayo del presente año el fondo realizó su mayor compra hasta el momento, el Oficentro Torre La Sabana (TLS), con un costo de US\$ 18,13 millones. Este inmueble de oficinas posee área arrendable de 10.838 metros cuadrados, compuestos por 11 niveles de oficinas y tres subsótanos utilizados como parqueos y bodegas. El edificio es considerado competitivo frente a sus pares de mercado, posee una edad estimada en 5 años, un excelente estado de conservación y una buena ubicación.

TLS cuenta actualmente con 18 inquilinos que ocupan el 65% del área arrendable y generan ingresos equivalentes al 22,3% de los ingresos del fondo. La administración del FIIG estima, en base a negociaciones con inquilinos actuales y potenciales, que para el 31 de julio del presente año el inmueble alcanzaría un 90% de ocupación.

El precio pagado ha determinado un costo de US\$ 1.674 por metro cuadrado arrendable así como un promedio de alquiler cercano a los US\$ 16,0 dólares. Ambas medidas están por debajo de los promedios registrados en edificios de oficinas comparables adquiridos por otros fondos inmobiliarios. La rentabilidad bruta del inmueble considerando la ocupación al momento de la compra es de 9,25%. Fitch estima que la rentabilidad potencial del inmueble, asumiendo un nivel de ocupación del 90% y el precio de alquiler promedio de inmuebles comparables de otros fondos se acercaría a 12,6%.

Comparación Oficentro Torre La Sábana de costo y alquiler vs peer/1

	Precio pagado por M ²	Alquiler por M ²
Torre La Sábana	1.616	16,0
Promedio del Peer	1.758	17,2

/ 1 En base a Datos de la SUGEVAL.

La adquisición ha impactando positivamente el fondo en términos de economías de escala y ha reducido la concentración de ingresos por inquilino, balanceando la relación de ingresos generados por inmuebles multinquilinos e inmuebles arrendados a un solo ocupante. No obstante, el fondo continúa mostrando concentraciones en tres arrendatarios.

■ Portafolio y Generación de Flujos de Efectivo

Características y Estructura del Portafolio de Propiedades. Todos los edificios propiedad del FIIG se encuentran ubicados en el Gran Área Metropolitana (GAM). Sus principales inmuebles se ubican en las zonas de Montes de Oca, el Centro de la ciudad de San José y Heredia. Las propiedades posee buenas localizaciones y atributos físicos adecuados considerando la vocación de cada inmueble.

Fondo Inmobiliario Gibraltar Fechas, Costos, Edad y Nivel de Ocupación

	Fecha de Compra	Costo de compra en miles US\$	Edad	Nivel de Ocupación/2
Price Waterhouse Coopers	21-Dic-00	1.168,04	9 años	100%
Centro Hispánico	31-Jul-01	868,20	3 años	87%
Oficentro CODISA	31-Ene-02	1.825,03	3 años	100%
Edificio CESA	27-Jun-02	1.668,04	8 años	82%
INAMU	16-Dic-02	1.168,54	9 años	100%
Universidad Ulatina	17-Jun-03	6.880,82	9 años	100%
Edificio Sykes-Exactus	18-Nov-03	4.109,55	4 años	100%
Edificio Knörh	16-Abr-04	3.697,70	90 años	100%
Edificio Sykes	16-Dic-04	9.573,05	1 año	100%
Taller Vargas Matamoros/1	06-Jun-05	1.515,41	Varios	100%
Edificio Policromía	22-Jun-05	1.193,91	6 años	100%
Plaza Universitaria	31-Oct-05	8.475,25	0 años	100%
Tiendas Levi's	16-Dic-05	1.618,07	10,11,15 años	100%
Torre La Sábana	15-May-06	18.139,95	5 años	65,0%

1/ Existen diferentes construcciones dentro de la propiedad que han sido edificadas/remodeladas en diferentes años. Las edades de las instalaciones varían de 8 a 33 años.
2/ Niveles actuales. En el caso de Centro Hispánico el porcentaje de ocupación es histórico es similar. En el caso de CESA el promedio histórico ronda en 100%.

El estado de conservación de los edificios es bueno, por lo que los riesgos relacionados a la pérdida de valor por mal estado es considerado bajo. El factor de edad estimada de los inmuebles es bajo (menores a 10 años), con excepción del Edificio Knhör (que fue construido hace 92 años, pero posee una edad efectiva⁸ de 19,2 años) y de algunas edificaciones y secciones de la planta de Vargas Matamoros (20, 25, 33 años).

Los espacios de oficina proveen el 56,9% de los ingresos, mientras que otros inmuebles con diferente vocación como call center, educación universitaria, comercio y planta industrial aportan el 16,8%, 12,8%, 10,9% y 2,6% de los ingresos, respectivamente.

Ingresos y Área Arrendable por edificio e inquilino

Edificio	Porcentaje de ingresos	Porcentaje Área Arrendable
Torre La Sabana	22,57%	16,00%
Sykes	16,79%	29,44%
Plaza Universitaria	12,97%	11,91%
U Latina	12,83%	13,42%
Exactus	7,39%	5,64%
Edificio Knhor	7,23%	3,63%
Otros (10 inmuebles)	20,22%	19,95%
Inquilino		
Sykes	22,12%	33,7%
CONAVI	12,97%	11,91%
U Latina	12,83%	13,42%
Otros	52,08%	41,0%

Los niveles de concentración del portafolio en inmuebles e inquilinos exponen al fondo a los efectos adversos que puedan tener el retiro anticipado de uno de sus principales inquilinos o la desvalorización de un inmueble. Dos de los principales inmuebles del fondo fueron construidos específicamente para sus inquilinos (Sykes y U Latina), por lo que presentan particularidades específicas necesarias para estos e implican un riesgo de concentración por área arrendable e ingresos.

Generación y Estabilidad de Flujos de Efectivo

Las características del portafolio le han provisto al fondo de una generación de efectivo considerada buena y estable. Actualmente, dos de los mayores arrendantes (Sykes y U. Latina) son empresas que están bien posicionadas en los sectores donde operan por lo que se estiman como inquilinos de calidad,

⁸ Es la edad del inmueble considerando su estado de conservación y las remodelaciones.

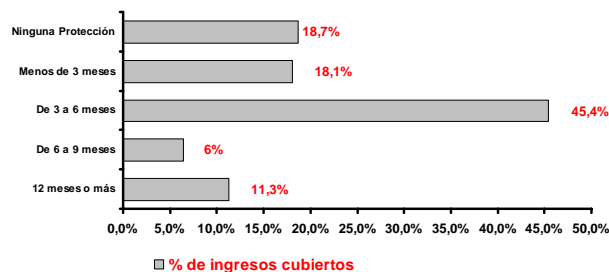
mientras que el CONAVI (ente estatal) es valorado como un inquilino estable. La U Latina muestra una alta dependencia hacia el edificio dado el tipo de actividad que desarrolla, mientras que la dependencia de Sykes al inmueble esta en función de la competitividad del país, de su exposición en Costa Rica y el costo operativo de mover instalaciones a nuevas plazas (cerca del 15% del total de sus empleados alrededor del mundo se ubican en los inmuebles del fondo). En el caso de CONAVI, se considera que las barreras de salida están en función de facilidades de organización y crecimiento que el inmueble le brinda a la entidad. Otros arrendatarios de inmuebles más pequeños (CODISA, Price Waterhouse Coopers, EXACTUS, Taller Vargas Matamoros, CESA, y Policromía) poseen contratos de largo plazo (más de 10 años).

La entrada al portafolio de un importante inmueble multi-inquilino incrementa la sensibilidad del portafolio a los mayores inquilinos. No obstante, las condiciones del mercado de ofiencentros hacen que la mayor parte de los contratos de arrendamiento del inmueble posean bajas barreras de salida.

El 26% de los contratos del portafolio poseen vencimientos mayores a 10 años y aportan el 72% de los ingresos del fondo. La estructura de contratos refleja el perfil del fondo, donde los ingresos protegidos ante desocupación anticipada con 12 o más meses de cobertura (11,3% de los ingresos) corresponden en su mayor parte a inquilinos que ocupan un solo inmueble y que poseen baja dependencia al mismo, mientras que las coberturas de 3 a 6 meses (45,5% de los ingresos) se explican básicamente por la dependencia de Sykes y la U Latina a sus inmuebles. Las coberturas de ingresos menores a 3 meses (36,8%) reflejan principalmente entrada del ofiencentro Torre La Sabana y la presencia del CONAVI y INAMU, quienes por su naturaleza de entidades públicas tienen contratos que no poseen cláusulas de protección al fondo ante un retiro anticipado, esto producto de lo que establece la legislación costarricense.

Las coberturas ante desocupación anticipada se consideran adecuadas tomando en cuenta la dependencia de los inquilinos a los inmuebles y las características de competitividad de los espacios de oficinas y áreas comerciales del fondo.

FIG: Cobertura de Ingresos en meses de arrendamiento ante desocupación anticipada



En general, la permanencia histórica de los inquilinos en los inmuebles es relativamente larga, ya que la mayoría ha ocupado los inmuebles por un plazo no menor a 3 años y en algunos casos, la ocupación llega a 9 años o más. Hacia delante, no se esperan modificaciones importantes en los niveles de ocupación

Cerca del 30% de los ingresos provienen de inquilinos que obtienen sus ingresos en mercados externos. Lo que reduce tanto la correlación interna del portafolio así como la relación existente entre el desempeño del portafolio y los ciclos de la economía costarricense.

Perfil y Organización del Fondo

Administración. El fondo es administrado por Improsa SAFI S.A., única sociedad administradora de fondos de inversión especializada en fondos inmobiliarios en Costa Rica. Actualmente solamente administra el FIIG.

La sociedad fue establecida en noviembre de 1996 en Costa Rica, cuenta con un capital social de €120,1 millones (31 diciembre del 2005), y es 100% propiedad del Grupo Financiero Improsa, S.A. (GFI).

La comisión cargada por Improsa SAFI al FIIG por la administración de su portafolio es de 2,25% sobre el valor neto de los activos del FIIG la cual es calculada diariamente y pagada mensualmente. La administradora ha anunciado que para diciembre 2006 la tasa de comisión bajaría hasta un 2,0%.

Comité de Inversiones. La estructura de administración del FIIG contempla un Comité de Inversiones compuesto por siete miembros, de los cuales tres son independientes a la sociedad administradora. Los miembros independientes cuentan con extensa experiencia en el ámbito empresarial, financiero y en el desarrollo y

comercialización de bienes raíces. El comité se estima como de alta calidad.

Prácticas de inversión. Al identificarse un prospecto de compra, la gerencia de la SAFI inicia el análisis previo del proyecto realizando las consultas pertinentes. Si el proyecto se encuentra dentro de los parámetros de inversión se presenta el caso previamente al comité de inversiones. Si después de un análisis previo se mantiene el interés en el proyecto se continúa con el proceso para elevar el caso formalmente a dicho comité. En caso que el Comité de su visto bueno a la compra del inmueble con las condiciones exigidas (precio, cambios en contratos de arrendamiento, garantías contra desocupación anticipada, entre otros) y el dueño del inmueble las acepta, la compra se realiza. La administración del fondo mantendrá las futuras compras dentro de los lineamientos generales de la estrategia de inversión actual.

La estrategia implementada se ha traducido en un rendimiento bruto (Ingresos Actuales / Costo de inmuebles) alto 11,91%, un costo promedio por metro cuadrado de área arrendable (US\$ 912) y un promedio de alquiler por metro cuadrado arrendable (US\$ 8,13) alineados con los promedio de otros fondos inmobiliarios. No obstante lo anterior, el bajo desarrollo del mercado inmobiliario nacional puede afectar las valoraciones de los edificios y los alquileres cobrados.

Una de las prácticas más importantes del fondo es la utilización de peritos y valuadores institucionales de amplio prestigio y experiencia en el ámbito nacional e internacional a fin de lograr una consistencia metodológica en la valoración de los inmuebles. Fitch considera que esta política contribuye a la correcta formación de los precios de los inmuebles, que es un factor fundamental en el análisis del riesgo y rendimiento de cada edificio y por ende de la cartera del FIIG. Asimismo, el fondo cuenta con un Comité de Valoración también conformado por tres personas de amplia experiencia empresarial y en desarrollo de bienes raíces.

El fondo ha utilizado el financiamiento en sus adquisiciones como estrategia para incrementar el rendimiento de la cartera. La administración del fondo ha manifestado su interés en mantener esta práctica, siempre que las condiciones sean favorables para el fondo y que el grado de apalancamiento del fondo no varíe substancialmente. La administración del fondo ha manifestado su intención de no llevar los

niveles de endeudamiento hasta el tope permitido por la regulación (60%).

Administración del Fondo de inversión Inmobiliario Gibraltar. El modelo de operación y administración del fondo se divide en tres áreas principales: Administración de Propiedades, Administración de Activos y Administración de Portafolio. Dentro de este esquema se realiza internamente la gestión de los arrendamientos, adquisiciones, administración y gestión de mantenimiento; mientras que por vía *outsourcing* se ejecutan las valoraciones, canales de distribución, gestión legal, auditoría y soporte de sistemas de información.

Perfil Financiero

Resultado de las particularidades del portafolio del FIIG el comportamiento de la generación de efectivo⁹ y utilidades respecto a los ingresos y activos inmobiliarios siguen reflejando niveles relativamente estables. Lo anterior a pesar de mayores gastos asociados al desarrollo de la cartera (comisiones, gastos operativos y gastos financieros). Fitch espera que con la adquisición de nuevos edificios los indicadores de eficiencia y rentabilidad del FIIG mejoren.

Indicadores Eficiencia y Rentabilidad

	May-06	2005	2004	2003	2002
Margen EBIT	73,43%	70,18%	69,70%	67,23%	66,90%
FFO / Ing Operativos	51,65%	51,91%	59,57%	51,44%	48,00%
EBIT/Act Inmob /1	6,89%	6,98%	6,53%	6,04%	6,52%
FFO/Act Inmob /1	4,85%	5,16%	5,58%	4,62%	4,68%

/1 Indicadores anualizados

La estrategia financiera del FIIG busca utilizar los efectos positivos del financiamiento en la rentabilidad de los inversionistas, el porcentaje de endeudamiento mayo 2006 se aproxima a 34%. Los indicadores de cobertura del FIIG reflejan una buena capacidad de pago dado el tipo de actividad y los horizontes de inversión. Es importante comentar que el fondo asume el riesgo de sufrir incrementos en el servicio de la deuda si existieran aumentos de las tasas de interés. La capacidad de pago del fondo mostró tolerancia a los escenarios de sensibilización aplicados.

⁹ Medida por el EBIT (Ingresos Totales – Gastos Operativos) y el FFO (Ingresos Totales – Gastos Totales)

Indicadores de Cobertura del Servicio de la Deuda

	Caso Base	Sálida de Mayor Arrendatario*	Reducción del 20% en Rentas*
EBIT /Gtos Financ	6,92	4,25	4,61
Deuda Total / EBIT	5,04	8,22	7,57
DSCR	2,25	1,38	1,50

* Escenario de sensibilización

Al 22 de junio del 2006 los pasivos financieros alcanzan US\$ 21,4 millones que se componen de líneas de crédito con ScotiaBank de Costa Rica, S.A. (US\$ 15,66 millones) y con Banco Banex, S.A.¹⁰ (US\$ 2,2 millones). Adicionalmente, se mantiene un saldo por pagar, producto de la adquisición de Torre La Sabana, con el anterior propietario, de aproximadamente US\$ 3,6 millones, los cuales son pagados por medio de desembolsos de las líneas de crédito según se ocupe el edificio.

En los créditos de largo plazo, el FIIG amortizará US\$ 77.347 mensualmente durante 59 meses, y en el mes 60 el saldo pendiente de pago puede ser amortizado en un período adicional de 10 años. Las operaciones bancarias poseen garantías hipotecarias en primer grado sobre bienes inmuebles, además de la cesión suspensiva de los derechos de pago de los contratos de arrendamiento presentes y futuros.

Significado de la Calificación

fi AA- (cri): "El nivel de seguridad y el desempeño del fondo a largo plazo, que se desprende de la evaluación de factores que incluyen primordialmente, calidad y diversificación de los activos, relación riesgo-rendimiento, así como fuerzas y debilidades de la administración y capacidad operativa, es alto."

¹⁰ Son líneas de corto plazo utilizadas para financiar momentáneamente una proporción de las adquisiciones.

Este reporte ha sido elaborado utilizando información proporcionada por los emisores y otras fuentes que se consideran confiables. Fitch Centroamérica no audita dicha información, por lo que no asume responsabilidad alguna ante terceros por pérdidas que puedan producirse como consecuencia de su falsedad. Este informe debe leerse conjuntamente con el prospecto emitido por la compañía emisora. La calificación otorgada podrá ser modificada, suspendida o retirada, como consecuencia de cambios en la información, su falta de disponibilidad, o por otras razones. La calificación otorgada es una opinión y no una recomendación para comprar, vender o mantener determinado título, ni un aval o garantía de la emisión o del emisor.