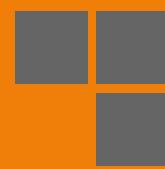


2025



IMPROSA SOCIEDAD ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A.

ANÁLISIS DE FUSIÓN DE FONDOS: FIIG – FIIC – FII4

Contenido

I. Generalidades.....	2
Objetivo	2
Cumplimiento de normativa	4
Justificación de la fusión a valor en libros del fondo	5
II. Análisis del Entorno:.....	6
Entorno Internacional.....	6
Entorno Nacional	8
Empleo.....	8
Índice Mensual de Actividad Económica (IMAE)	10
Situación fiscal	14
Perspectivas Económicas.....	15
III. Fondos de Inversión	17
Caracterización de los Fondos de Inversión	17
Fondo Gibraltar.....	18
Balance de Situación - Fondo Gibraltar.....	18
Estado de Resultados - Fondo Gibraltar.....	19
Diversificación del portafolio FIIG	20
Fondo Los Crestones.....	21
Balance de Situación - Fondo Los Crestones.....	21
Estado de Resultados - Fondo Los Crestones.....	22
Diversificación del portafolio FIIC	23
Fondo Cuatro	24
Balance de Situación - Fondo Cuatro	24
Estado de Resultados - Fondo Cuatro	25
Diversificación del portafolio FII4.....	26
IV. Proyecciones 2025 al 2034 de los Fondos de Inversión	27
Supuestos de proyección FIIG	27
Ingresos por alquileres.....	27
Comisión de administración.....	27
Impuestos	27

Seguros	27
Mantenimiento.....	27
Peritazgos, calificación de riesgo, auditorías, asambleas, mercadeo, legales, asesorías y otros ...	27
Gastos Financieros.....	28
Inversiones en Mejoras.....	28
Proyecciones Fondo Gibraltar.....	29
Valor descontado por participación FIIG.....	30
Supuestos de proyección FIIC	31
Ingresos por alquileres.....	31
Otros ingresos.....	31
Comisión de administración.....	31
Impuestos	31
Seguros	31
Mantenimiento.....	31
Peritazgos, calificación de riesgo, auditorías, asambleas, mercadeo, legales, asesorías y otros ...	31
Gastos Financieros.....	32
Inversiones en Mejoras.....	32
Proyecciones Fondo Los Crestones.....	33
Valor descontado por participación FIIC	34
Supuestos de proyección FII4	35
Ingresos por alquileres.....	35
Comisión de administración.....	35
Impuestos	35
Seguros	35
Mantenimiento.....	35
Peritazgos, calificación de riesgo, auditorías, asambleas, mercadeo, legales, asesorías y otros ...	35
Gastos Financieros.....	36
Inversiones en Mejoras.....	36
Proyecciones Fondo Cuatro	37
Valor descontado por participación FII4	38
V. Análisis de resultados para una propuesta de Fusión.....	39
Términos de intercambio de participaciones para Fusión	39
Fondo de Inversión Inmobiliario Gibraltar	39

Fondo de Inversión Inmobiliario Los Crestones	39
Fondo de Inversión No Diversificado Inmobiliario Cuatro.....	40
Balance de Situación de Fondos	41
Supuestos de proyección Fondo Fusionado.....	42
Ingresos por alquileres.....	42
Comisión de administración.....	42
Impuestos	42
Seguros	42
Mantenimiento.....	42
Peritazgos, calificación de riesgo, auditorías, asambleas, mercadeo, legales, asesorías y otros ...	42
Gastos Financieros.....	42
Inversiones en Mejoras.....	43
Sinergias operativas estimadas	44
Proyecciones Fondo fusionado resultante	45
Análisis del cambio en los dividendos estimados producto de una potencial fusión	47
Valor descontado por participación Fondo Fusionado.....	48
Diversificación del portafolio fusionado.....	49
VI. Conclusiones.....	50
Otros efectos esperados de la Fusión	51

Índice de figuras

Figura 1 Tasa de desempleo 2018-2024* (set-oct-nov)	9
Figura 2 Índice Mensual de Actividad Económica (IMAE)	11
Figura 3 IMAE por sector.....	12
Figura 4 Variación Interanual IMAE, por actividades económicas noviembre 2021 – noviembre 2024.....	14
Figura 5 Déficit fiscal	15
Figura 6 Balance de Situación - Fondo Gibraltar	18
Figura 7 Estado de Resultados - Fondo Gibraltar	19
Figura 8 Distribución del ingreso por inquilino-Gibraltar.....	20
Figura 9 Distribución del ingreso por sector-Gibraltar.....	20
<i>Figura 10 Distribución del ingreso por inmueble-Gibraltar</i>	<i>20</i>
Figura 11 Balance de Situación - Fondo Los Crestones	21
Figura 12 Estado de Resultados - Fondo Los Crestones	22
Figura 13 Distribución del ingreso por inquilino-Crestones	24
Figura 14 Distribución del ingreso por sector-Crestones.....	23
Figura 15 Distribución del ingreso por inmueble-Crestones	23
Figura 16 Balance de Situación - Fondo Cuatro	24
Figura 17 Estado de Resultados - Fondo Cuatro	25
Figura 18 Distribución del ingreso por inquilino Cuatro.....	26
Figura 19 Distribución del ingreso por sector-Cuatro.....	26
Figura 20 Distribución del ingreso por inmueble-Cuatro	26
Figura 21 Indicadores Gibraltar.....	29
Figura 22 Valor descontado Gibraltar	30
Figura 23 Indicadores Crestones.....	33
Figura 24 Valor descontado Crestones	34
Figura 25 Indicadores Cuatro	37
Figura 26 Valor descontado Cuatro.....	38
Figura 27 Participaciones Gibraltar	39
Figura 28 Participaciones Crestones	39
Figura 29 Participaciones Cuatro	40
Figura 30 Balance de Situación de Fondos	41
Figura 31 Sinergias operativas estimadas	44
Figura 32 Indicadores Fondo Fusionado	45
Figura 33 Dividendos Gibraltar.....	47
Figura 34 Dividendos Los Crestones.....	47
Figura 35 Dividendos Cuatro	47
Figura 36 Valor descontado Fondo Fusionado	48
Figura 37 Distribución del ingreso por inquilino-fusionado	49
Figura 38 Distribución del ingreso por sector-fusionado	49
Figura 39 Distribución del ingreso por inmueble-fusionado.....	49

Índice de tablas

Tabla 1 Perspectivas de la Economía Mundial, octubre de 2024	7
Tabla 2 Empleo y desempleo 2018 al 2024* (set-oct-nov)	9
Tabla 3 Caracterización de los Fondos de Inversión.....	17

20 de enero de 2025

Sr. Jaime Ubilla Carro

Gerente

Improsa SAFI

Grupo Financiero Improsa

Estimado Señor:

De conformidad con nuestra propuesta de servicios profesionales y con los términos y condiciones establecidos en ella, hemos efectuado un análisis de una posible fusión entre el Fondo de Inversión Inmobiliario Gibraltar, Fondo de Inversión Inmobiliario Los Crestones e Improsa Fondo de Inversión No Diversificado Inmobiliario Cuatro, desde la perspectiva de los flujos del inversionista.

Nuestro análisis se sustenta en la información suministrada por su representada, tanto en forma verbal como escrita, así como en información sobre la industria. Los supuestos de las proyecciones financieras utilizadas en nuestro análisis fueron suministrados por la Administración, quien a su vez verificó y dio por aceptados los resultados de dichas proyecciones.

Se utilizaron los estados financieros internos y auditados de los fondos al cierre de los períodos fiscales 2022 y 2023, corte trimestral a septiembre de 2024, así como las proyecciones de la administración de los fondos para los próximos 10 años e información publicada en la página web de Improsa SAFI. Asumimos que la empresa y sus ejecutivos están en capacidad de cumplir las proyecciones establecidas a partir de los supuestos que la Administración propone.

El consultor no tiene ningún interés en la actividad valuada o en compañías relacionadas que pudieran representar un conflicto de interés o un sesgo en la evaluación. El reporte incluye una descripción del análisis de valuación efectuado, las metodologías utilizadas, y las fuentes utilizadas en el análisis.

Guido Rojas Alvarado

Grupo SIGA Consultores de Centroamérica S.A.

I. Generalidades

Objetivo

Según la oferta presentada, el objetivo será analizar el escenario de una posible fusión entre los Fondos: Gibraltar, Los Crestones e Inmobiliario Cuatro, desde los enfoques de flujos de efectivo y fusión a valor en libros.

Antecedentes

Improsa SAFI monitorea constantemente cómo las condiciones del mercado influyen en sus operaciones y en los flujos de efectivo de los Fondos Inmobiliarios. Esta vigilancia motiva a la Administración a buscar las mejores opciones para obtener una mayor eficiencia operativa y de gestión que derive en el mayor beneficio posible para los inversionistas. Entre las acciones que se ha propuesto Improsa SAFI para lograr este objetivo, se encuentra realizar un análisis para determinar el potencial de una fusión de los fondos inmobiliarios Gibraltar, Los Crestones e Inmobiliario Cuatro, así como de los posibles términos de intercambio en el marco de una eventual fusión.

Adicionalmente, ya existe un antecedente exitoso de la fusión previa de los fondos Inversión Inmobiliario Los Crestones y Fondo de Inversión No Diversificado Inmobiliario Dos y Fondo de Desarrollo Inmobiliario Multipark realizado por Improsa SAFI.

Fondos de Inversión

IMPROSA FONDO DE INVERSIÓN NO DIVERSIFICADO INMOBILIARIO CUATRO

Se encuentra debidamente autorizado para realizar Oferta Pública por la Superintendencia General de Valores (SUGEVAL), mediante la Sesión 99-99 realizada el día 21 de junio de 1999. Fecha de última actualización: junio 2024.

El Fondo posee un modelo de negocio por su naturaleza Cerrado, es decir, las participaciones del Fondo no son redimibles directamente por el Fondo. Aquellos inversionistas que deseen liquidar su inversión en este Fondo deberán recurrir al mercado secundario de una bolsa de valores organizada por medio de un puesto de bolsa.

El Fondo es No Diversificado, por lo que no deberá cumplir con los límites establecidos para los Fondos Inmobiliarios en relación a las limitaciones en materia de ingresos. La moneda para suscripción o reembolso de participaciones es en dólares estadounidenses, por su objetivo es de Ingreso, el mercado en que invierte es Local y por su especialidad de cartera es del tipo Inmobiliario.

El Fondo es de especialidad Inmobiliario y la moneda para suscripción o reembolso de

participaciones es en dólares estadounidenses. El Fondo posee una calificación de riesgo Scr A +3 (CR) Perspectiva Estable, otorgada por la Sociedad Calificadora de Riesgo Centroamericana S.A.

Fondo de Inversión Inmobiliario Gibraltar

Se encuentra debidamente autorizado por la Superintendencia General de Valores, mediante Resolución SGV-R-73 del 11 de mayo del 2000. Se encuentra inscrito ante la Comisión Nacional de Valores de la República de Panamá mediante resolución No. 228-09 del 17 de julio del 2009. Adicionalmente, se encuentra registrado en las siguientes plazas bursátiles: Guatemala desde el 24 de abril de 2013, El Salvador desde el 29 de mayo de 2013, Nicaragua desde el 22 de abril de 2013 y Colombia desde el 3 de agosto de 2022.

El Fondo tiene como objetivo primordial la inversión en bienes inmuebles para su arrendamiento y complementariamente para su venta, es de naturaleza cerrado, la especialidad de su cartera es inmobiliario, de ingreso, es diversificado, invierte en el mercado local, el tipo de moneda tanto para la suscripción como para el reembolso de participaciones es en dólares estadounidenses.

Invertirá principalmente en activos no financieros (bienes inmuebles terminados y debidamente ocupados) y en menor medida (hasta un 20% del activo total) en valores inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios.

El Fondo podrá invertir en activos inmobiliarios del tipo: Comercio, Oficinas, Restaurantes, Bodegas, Industrial. Sector público o privado. El porcentaje mínimo de inversión en estos activos es del 80%; éstos deben estar ubicados en Costa Rica.

El Fondo posee una calificación de riesgo scr AA 3 (CR), con Perspectiva negativa, otorgada por la Sociedad Calificadora de Riesgo Centroamericana S.A. La calificación de riesgo scr AA (CR) se otorga a aquellos fondos cuya: “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.”

Fondo de Inversión Inmobiliario Los Crestones

Se encuentra debidamente autorizado por la Superintendencia General de Valores, mediante Resolución SGV-R- 1725 del 24 de julio del 2007. Fecha de última modificación al prospecto: febrero 2024.

El Fondo es de naturaleza cerrado, la especialidad de su cartera es inmobiliario, de ingreso, diversificado, invierte en el mercado local. El tipo de moneda tanto para la suscripción como para el reembolso de participaciones es en dólares estadounidenses.

El Fondo podrá invertir en activos inmobiliarios del tipo: Comercio, Oficinas, Restaurantes, Bodegas, Industrial. Sector público o privado. El porcentaje mínimo de inversión en estos activos es del 80%.

Estos inmuebles deben estar todos ubicados en Costa Rica y pueden estar localizados máximo un 100% del valor del fondo en el Gran Área Metropolitana y máximo un 60% del valor del fondo en el resto del país. Los inmuebles deberán estar en buen estado de conservación y podrán estar destinados a cualquier actividad privada o pública, industrial o comercial, en la que se tenga la expectativa de generar alquileres o plusvalías atractivas para el Fondo.

La concentración máxima de ingresos provenientes de un inquilino es del 25% de los ingresos mensuales del fondo. El nivel máximo de endeudamiento del Fondo es del 60% del activo total, en colones y dólares estadounidenses. El Fondo posee una calificación de riesgo Scr AA-3 (CR) Perspectiva Estable, otorgada por la Sociedad Calificadora de Riesgo Centroamericana S.A.

Cumplimiento de normativa

La Superintendencia General de Valores (SUGEVAL), según lo dispuesto en la Ley Reguladora del Mercado de Valores N° 7732, tiene como fin propiciar la transparencia de los mercados de valores, la formación correcta de los precios en ellos y la protección de los inversionistas. Con este propósito, la SUGEVAL lleva a cabo una serie de acciones de supervisión, regulación y fiscalización.

Bajo la supervisión o regulación de la SUGEVAL, se encuentran, entre otras, las Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión y sus Fondos. Dentro de los instrumentos de regulación, se encuentra el Reglamento General de las Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión, aprobado por el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero, mediante artículo 17 del acta de la sesión 762-2008, celebrada el 19 de diciembre del 2008 y publicado en el Diario Oficial La Gaceta No. 10 del 15 de enero del 2009.

Respecto a los fondos de inversión inmobiliarios, éstos son patrimonios independientes que son administrados por sociedades administradoras de fondos de inversión, por cuenta y riesgo de los participantes, cuyo objetivo primordial es la inversión en bienes inmuebles para su explotación en arrendamiento y complementariamente para su venta.

Dicho Reglamento, fue modificado en el artículo 8° de la sesión 1611-2020, celebrada el 12 de octubre de 2020, en los artículos 52, 82 y 87. En su exposición de motivos el CONASIF establece que “en lugar de requerir dos informes con enfoques diferentes, se lleve a solicitar un solo informe o estudio de valoración que permita identificar el valor razonable de los inmuebles”. Específicamente en el Artículo 87. Valoración de inmuebles, menciona que “Debe existir valoración de cada inmueble, que refleje, entre otras cosas, los ingresos por alquileres de los arrendamientos y otros supuestos que los participantes del mercado utilizarán al fijar el precio

de la propiedad en condiciones de mercado". Esta valoración debe incluir los enfoques y métodos de valuación que satisfagan la definición de valor razonable de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF); así como cumplir con la información indicada en las Disposiciones Operativas de las Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión.

En este orden de ideas, en las consideraciones sobre la valoración de los inmuebles el CONASSIF menciona que "la "IVS 400 Real Property Interests" desarrolla los principios para determinar el valor de los inmuebles, en la cual se describen tres enfoques de valoración: el enfoque de mercado (precio de transacciones similares o comparables), el enfoque de ingresos (descuento de flujos de caja) y el enfoque de costo (costo de reposición depreciado, que puede usarse cuando no hay evidencia de precios de transacciones para una propiedad similar o no hay un flujo de ingresos identificable)". Estas normas de valoración rigen a partir del 1 de enero de 2021, según el acuerdo de la SUGEVAL SGV-A-245 del 10 de diciembre de 2020.

El artículo 87 menciona además que "La valoración no puede tener una antigüedad superior a seis meses, respecto a la fecha de adquisición del activo o de la actualización de la información financiera del fondo"

Justificación de la fusión a valor en libros del fondo

El valor en libros registrado en los estados financieros corresponde al resultado de la aplicación de la normativa SGV-A-245, que incorpora tres enfoques de valoración: el enfoque de mercado (precio de transacciones similares o comparables), el enfoque de ingresos (descuento de flujos de caja) y el enfoque de costo (costo de reposición depreciado, que puede usarse cuando no hay evidencia de precios de transacciones para una propiedad similar o no hay un flujo de ingresos identificable).

Además, es información pública, auditada en los estados financieros y de control y seguimiento de la Superintendencia. Debido a lo anterior, y a que representa la mejor aproximación al valor real de los activos del fondo, el valor en libros incorpora una serie de fortalezas para ser utilizado como la base del ejercicio de análisis de fusión.

El uso del valor en libros permite incorporar los principios de:

- Simplicidad y claridad contable
- Cumplimiento normativo y regulatorio
- Transparencia y equidad
- Adecuación al tipo de activo y naturaleza del fondo,
- Facilidad de integración y análisis post-fusión,
- Minimización del riesgo de sobrevaloración o infravaloración,
- Precedentes del sector.

Lo anterior debido a que:

- La metodología de valor en libros refleja los valores contables registrados en los estados financieros de los fondos, siendo estos auditados y cumpliendo con las normas internacionales de información financiera, lo que facilita la comparación objetiva y directa entre los activos y pasivos de las partes involucradas.
- Al estar basado en registros históricos y contables, reduce la subjetividad inherente a otras metodologías de definición de valor.
- Como indicamos anteriormente, el valor en libros cumple con las NIIF y con las metodologías implementadas por la Superintendencia general de valores. De manera que el valor en libros permite cumplir con las disposiciones de auditorías externas y reguladores, brindando confianza a los stakeholders en la legitimidad del análisis.
- Las fusiones de fondos deben priorizar el uso de valores que permita garantizar la consistencia con las prácticas contables estándar.
- Al utilizar valores en libros, se reduce el riesgo de discrepancias derivadas de estimaciones subjetivas o modelos de valoración complejos que podrían generar conflictos entre los participantes.
- Proporciona un punto de partida equitativo para las negociaciones al basarse en cifras previamente auditadas y verificables.
- La fusión basada en valor en libros simplifica los procesos de integración contable y administrativa de los fondos fusionados.
- Esto facilita el desarrollo de un balance consolidado, la determinación de las participaciones de los inversionistas y la proyección de flujos futuros.

II. Análisis del Entorno:

Entorno Internacional

Según el informe de perspectivas de la economía mundial del mes de octubre de 2024, el Fondo Monetario Internacional proyecta que el crecimiento económico global se mantenga en niveles relativamente estables, pero con tasas moderadas que pueden considerarse decepcionantes. La previsión de crecimiento para 2024 y 2025 se sitúa en un 3,2%, sin cambios significativos respecto a las estimaciones previas de los informes de julio y abril de 2024. Sin embargo, al analizar más de cerca, se observan ajustes importantes en las previsiones, como el aumento de las expectativas para Estados Unidos, que contrarresta las revisiones a la baja de otras economías avanzadas, particularmente en Europa. En los países emergentes y en desarrollo, los conflictos, los fenómenos meteorológicos extremos y las interrupciones en la producción de materias primas, como el petróleo, han afectado las perspectivas, especialmente en regiones como el Medio Oriente, Asia Central y África Subsahariana. No obstante, estos ajustes negativos se compensan en parte por las mejoras en las economías de Asia emergente, impulsadas por un fuerte incremento en la demanda de semiconductores y productos electrónicos, favorecidos.

A pesar del avance en la desinflación, existen riesgos que podrían obstaculizar el proceso y generar nuevas tensiones. Las tensiones geopolíticas y los aumentos en los precios de las materias primas podrían interrumpir el proceso de reducción de la inflación, lo que a su vez

dificultaría que los bancos centrales flexibilicen su política monetaria. Esto traería consigo desafíos para la política fiscal y la estabilidad financiera global. Además, una caída más profunda de lo esperado en el sector inmobiliario de China, dada la importancia de este país en el comercio mundial, podría tener efectos negativos tanto a nivel local como global. A esto se suma el posible resurgimiento de políticas proteccionistas, que agravarían las tensiones comerciales y las disfunciones en las cadenas de suministro, además de generar malestar social que podría reducir la confianza de consumidores e inversionistas, lo que a su vez retrasaría la implementación.

Frente a estos desafíos, es crucial que las políticas económicas a corto plazo se ajusten con precisión para asegurar una transición suave hacia un crecimiento más estable. En muchos países, la prioridad es modificar la política monetaria para garantizar la sostenibilidad de la deuda pública, lo que permitirá fortalecer los márgenes fiscales. Al mismo tiempo, es esencial emprender reformas estructurales para mejorar las perspectivas de crecimiento a mediano plazo, sin perder de vista el apoyo a los sectores más vulnerables. La cooperación multilateral se vuelve más importante que nunca, tanto para acelerar la transición hacia una economía verde como para apoyar la reestructuración de la deuda. En este contexto, mitigar los riesgos de fragmentación geoeconómica y reforzar los marcos multilaterales basados en normas son tareas fundamentales para asegurar que todos los países puedan aprovechar los beneficios.

Actualización de Perspectivas de la Economía Mundial de Octubre de 2024					
(PIB real, variación porcentual anual)	Proyecciones		Proyectado WEO Julio 2024		
	2023	2024	2025	2024	2025
Producto Mundial	3,3%	3,2%	3,2%	3,2%	3,3%
Economías Avanzadas	1,7%	1,8%	1,8%	1,7%	1,8%
Estados Unidos	2,9%	2,8%	2,2%	2,6%	1,9%
Zona Euro	0,4%	0,8%	1,2%	0,9%	1,5%
Alemania	-0,3%	0,0%	0,8%	0,2%	1,3%
Francia	1,1%	1,1%	1,1%	0,9%	1,3%
Italia	0,7%	0,7%	0,8%	0,7%	0,9%
España	2,7%	2,9%	2,1%	2,4%	2,1%
Japón	1,7%	0,3%	1,1%	0,7%	1,0%
Reino Unido	0,3%	1,1%	1,5%	0,7%	1,5%
Canadá	1,2%	1,3%	2,4%	1,3%	2,4%
Otras economías avanzadas	1,8%	2,1%	2,2%	2,0%	2,2%
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	4,4%	4,2%	4,2%	4,3%	4,3%
China	5,2%	4,8%	4,5%	5,0%	4,5%
India	8,2%	7,0%	6,5%	7,0%	6,5%
Rusia	3,6%	3,6%	1,3%	3,2%	1,5%
América Latina y el Caribe	2,2%	2,1%	2,5%	2,1%	2,4%
Brasil	2,9%	3,0%	2,2%	2,1%	2,4%
México	3,2%	1,5%	1,3%	2,2%	1,6%
Arabia Saudita	-0,8%	1,5%	4,6%	1,7%	4,7%

Tabla 1 Perspectivas de la Economía Mundial, octubre de 2024

Fuente: Fondo Monetario Internacional Informe Weo, octubre 2024 (julio 2024)

Entorno Nacional

Empleo

Según la Encuesta Continua de Empleo 1 realizada por el INEC (Instituto Nacional de Estadísticas y Censos) y publicada en enero del 2025, la fuerza de trabajo² se estimó en 2.392.195 personas y la tasa neta de participación laboral fue de 56,7%, ambas cifras se mantienen sin variación significativa con respecto a la encuesta realizada en el trimestre móvil anterior.

Para los hombres, la fuerza de trabajo fue de 1.455.681 personas y la tasa de participación se estimó en 68,9% sin presentar variación estadística. En el caso de las mujeres, la fuerza de trabajo fue de 936.514 personas y la tasa de participación fue de 44,4%, con variación estadística significativa ambos indicadores.

Respecto a la población ocupada³, ésta es de 2.218.696 personas para el trimestre en estudio, el indicador presenta un crecimiento interanual de 160.025 personas. La tasa de ocupación con respecto a la población de 15 años o más se estima en 52,6%, disminuyendo 3,2 p.p en comparación con el mismo periodo del año anterior.

Del total de personas ocupadas, 1.357.948 son hombres y 860.748 mujeres. Se vio un aumento en la población ocupada de 73.398 hombres y en el caso de las mujeres, un aumento de 86.627. La tasa de ocupación de los hombres fue de 64,2%, mientras que, la tasa de ocupación de la mujer fue de 40,8%; en el caso de los hombres, la variación interanual fue de 2,7 p.p. y, en las mujeres, la variación interanual de 3,6 p.p.

Respecto a la población desempleada del trimestre, se estimó en 173.499 personas, de estas 97.733 son hombres y 75.766 son mujeres. En forma interanual, la población desempleada ascendió en 14.761 personas, aumentando en 2.961 hombres y 11.800 en mujeres.

La tasa de desempleo nacional fue de 7,3%; para la población masculina se estimó en 6,7% y la femenina en 8,1%. Al compararlas con el mismo trimestre del año anterior, la tasa de desempleo nacional aumentó en 0,1 p.p.; la tasa de desempleo en hombres tuvo una disminución de 0,2 p.p. y la de las mujeres un aumento de 0,5 p.p., estas disminuciones son estadísticamente significativas.

¹ Herramienta para obtener información constante respecto a la población empleada y desempleada del país. Entre los temas que se indagan destaca: características demográficas, educativas y de aseguramiento, características económicas del empleo y desempleo e ingresos que reciben las personas por su trabajo.

² Personas de 15 años y más, que durante el período de referencia participaron en la producción de bienes y servicios económicos o estaban dispuestas a hacerlo. Está conformada por la población ocupada y la desempleada.

³ Personas en la fuerza de trabajo que participaron en la producción de bienes y servicios económicos por lo menos 1 hora en la semana de referencia. Incluye a las personas que, pese a tener trabajo, no lo realizaron en la semana de referencia por alguna circunstancia especial, pero tienen garantía de retornar al trabajo, siguen recibiendo sueldo por el trabajo y su periodo de ausencia no sobrepasa un mes.

La siguiente tabla muestra el comportamiento de la población total estimada y de la fuerza laboral, así como el comportamiento de la tasa de desempleo, el impacto generado por la pandemia y como este indicador ha empezado a ceder terreno:

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024*
Población Total	5.022.311,0	5.075.372,0	5.128.407,0	5.180.040,0	5.229.297,0	5.278.110,0	5.320.988,0
Fuerza de trabajo	2.459.237,0	2.492.283,0	2.440.826,0	2.437.387,0	2.460.146,0	2.245.784,0	2.392.195,0
Ocupados	2.165.323,0	2.182.818,0	1.953.151,0	2.103.963,0	2.173.061,0	2.081.900,0	2.218.696,0
Desempleo	293.914,0	309.465,0	487.675,0	333.424,0	287.085,0	163.884,0	173.499,0
% Desempleo	12,00%	12,40%	20,00%	13,70%	11,70%	7,30%	7,25%

*(set-oct-nov)

Tabla 2 Empleo y desempleo 2018 al 2024* (set-oct-nov)

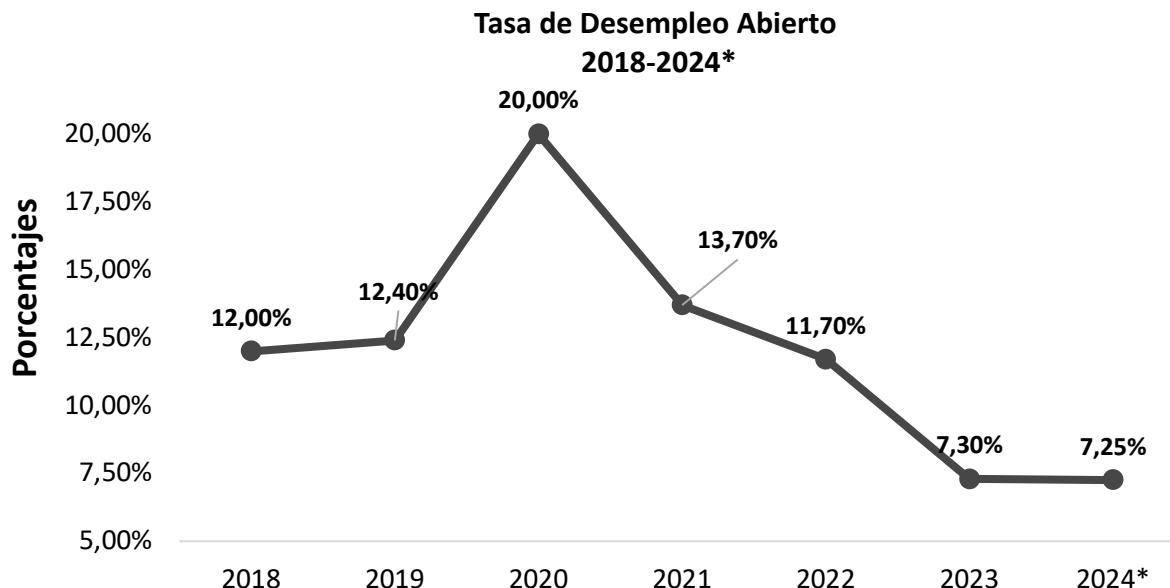


Figura 1 Tasa de desempleo 2018-2024* (set-oct-nov)

Fuente: INEC

La tasa neta de participación creció interanualmente, pasando del 54,3% en el tercer trimestre de 2023 al 57,3% en el mismo trimestre de 2024. Por otro lado, la tasa de ocupación se situó en 53,5%, un valor superior al promedio de los últimos dos años, que fue del 51,6%, y alcanzó en este tercer trimestre de 2024 el nivel más alto desde la pandemia de COVID-19, según los principales indicadores del mercado laboral desde 2011.

A lo largo del tiempo, se pueden señalar algunos momentos clave:

En 2011, la economía aún se recuperaba de la crisis de 2008, lo que llevó a una caída del empleo en sectores tradicionales (como la agricultura y la industria), afectados por el comercio internacional. La tasa de ocupación descendió del 55,0% al 51,0% entre 2010 y 2011. En los

años siguientes, la tasa de desempleo se mantuvo relativamente estable, oscilando entre el 9,0% y el 11,0%.

Entre 2013 y 2014, se observó un incremento en la participación laboral, que pasó del 63,0% al 64,0%, alcanzando su mayor tasa de ocupación en la serie, entre el 56,0% y el 57,0%. En ese periodo, la participación laboral femenina superó el 50,0% y aumentó la incorporación de miembros de los hogares al mercado laboral. Sin embargo, a finales de 2015, la participación laboral disminuyó y aumentó la población fuera de la fuerza de trabajo, especialmente entre jóvenes y mujeres, quienes se alejaron del mercado laboral para dedicarse a estudios o responsabilidades familiares y recibieron otros ingresos que no provenían del empleo.

Entre 2015 y 2017, la tasa de participación femenina varió entre el 45,0% y el 41,0%. En 2018, el mercado laboral recuperó la participación tanto de mujeres como de jóvenes, pero la absorción de empleo no alcanzó los niveles de 2013-2014, lo que provocó un aumento gradual de la tasa de desempleo.

En 2020, la pandemia agravó el aumento del desempleo, alcanzando su nivel más alto en el trimestre de mayo de julio, con una tasa del 24,4%. Asimismo, se registró la menor participación laboral, con solo el 57% de las personas en edad de trabajar activas en el mercado, y una tasa de ocupación del 43,1%, debido a la escasa creación de empleos en medio de la emergencia sanitaria.

A partir de la segunda mitad de 2023, con la disminución de los efectos directos de la pandemia, la tasa de desempleo comenzó a disminuir, tendencia que se mantiene en los períodos más recientes.

Índice Mensual de Actividad Económica (IMAE)

El Índice Mensual de Actividad Económica (IMAE) es un indicador de corto plazo que aproxima la evolución de la producción de bienes y servicios del país en un determinado mes, mide la evolución en el corto plazo de la producción realizada por los agentes económicos en el país. Es uno de los principales indicadores utilizados por el Banco Central de Costa Rica para el análisis de la actividad económica en el corto plazo que puede afectar positiva o negativamente el arrendamiento de inmuebles según subsector.

En noviembre de 2024, la producción nacional creció un 4,5% en comparación interanual, lo que representó una desaceleración de 0,2 puntos respecto a noviembre de 2023, pero una aceleración de 0,2 puntos en relación con el mes anterior, según el Índice Mensual de Actividad Económica (IMAE). Las empresas bajo regímenes especiales registraron un aumento del 13,0%, mientras que las del régimen definitivo subieron un 3,6%. En términos interanuales, el IMAE creció un 4,5%.

El siguiente gráfico muestra la producción del país que ha superado el efecto de la Pandemia, y su comportamiento mostrado desde finales de 2021 hacia la baja es simplemente la corrección del efecto base y que se está volviendo a los niveles pre pandemia.

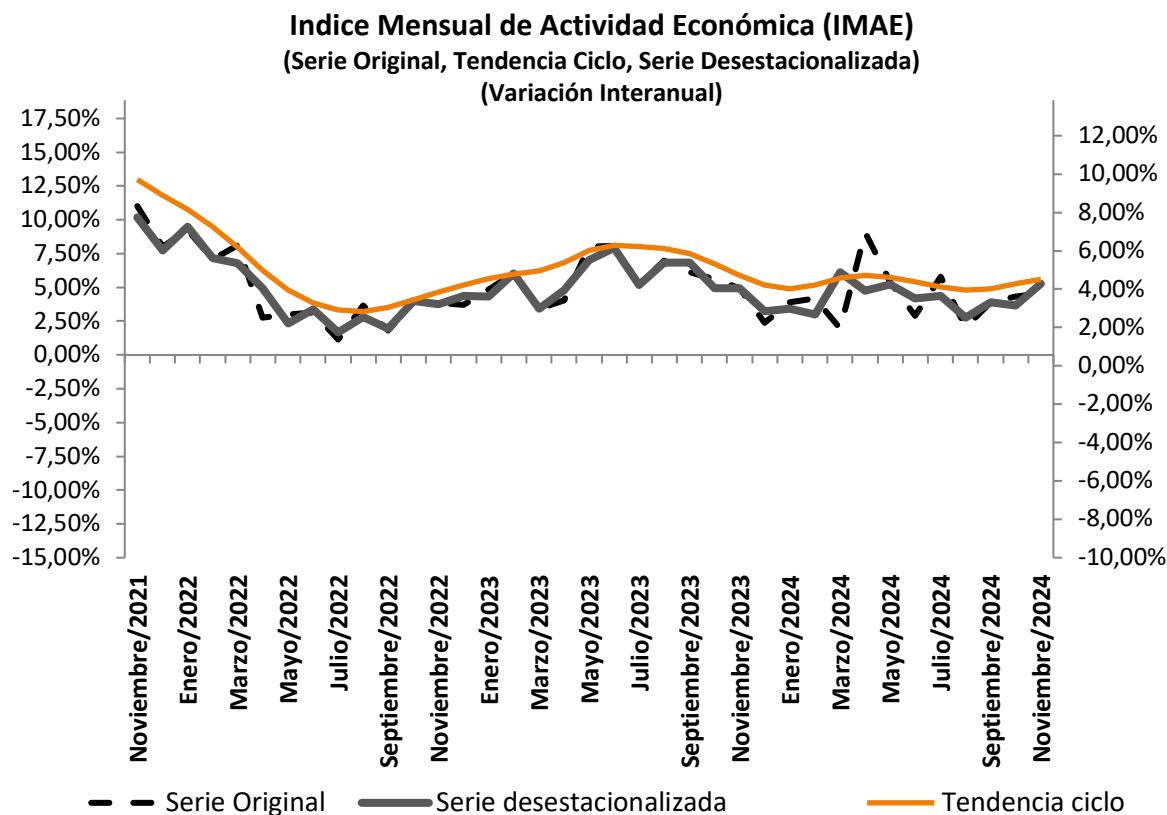


Figura 2 Índice Mensual de Actividad Económica (IMAE)

Fuente: BCCR

En noviembre de 2024, el 84,2% del crecimiento de la producción se concentró en sectores como la manufactura, la construcción, los servicios profesionales, el transporte, los servicios financieros, así como la enseñanza y salud.

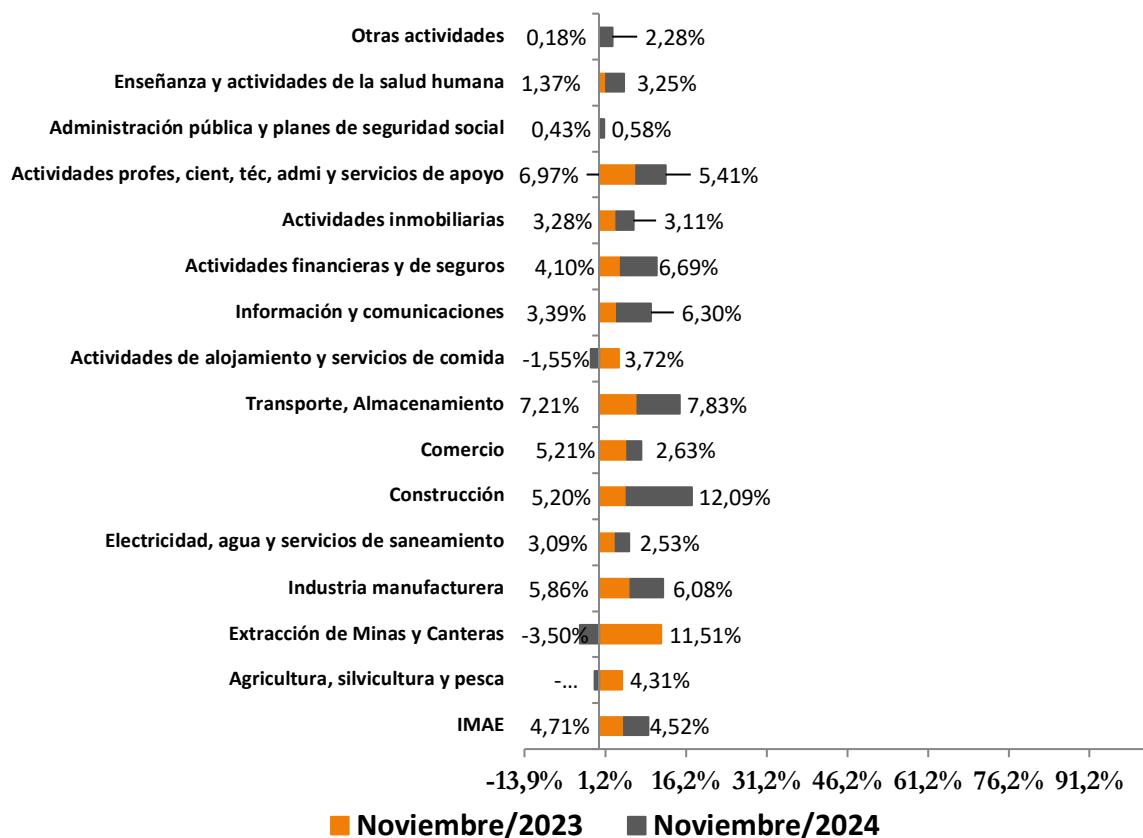


Figura 3 IMAE por sector

Fuente: BCCR

La actividad agropecuaria experimentó una disminución del 0,8% en comparación con el mismo mes del año anterior. Este descenso fue resultado de varios factores: i) una caída en la producción de café, papa, plátano y cebolla destinada al mercado local, debido a condiciones climáticas adversas; ii) un aumento en la producción de productos agrícolas orientados al mercado externo, como plantas, raíces vivas, tubérculos y hortalizas; y iii) un incremento en la producción de pollo, huevos, carne y leche, impulsada por una mayor demanda interna.

La fabricación creció un 6,1% en noviembre de 2024, con diferencias según el régimen comercial: un aumento del 1,6% en el régimen definitivo (RD) y del 12,9% en el régimen especial (RE). En el RD, destacó la mayor producción de la industria alimentaria y productos metálicos como baterías y tubos de acero, con un crecimiento interanual mejorado de 0,7 puntos. En el RE, el aumento se atribuyó principalmente a las mayores exportaciones de implementos médicos y telas e hilos del grupo “textiles”.

En noviembre, la actividad constructiva experimentó un crecimiento interanual del 12,1%, impulsado por un aumento del 16,0% en la ejecución de obras privadas.

Este incremento se debe principalmente a la mayor construcción de viviendas para sectores de ingresos medios y altos, con variaciones cercanas al 25,0% (sin ajuste estacional), así como a un aumento en la construcción de edificios residenciales y, en menor medida, en naves industriales y locales comerciales.

Por otro lado, la construcción destinada al sector público disminuyó un 1,7%, afectada principalmente por la menor actividad en la construcción de carreteras, caminos y puentes por parte del Consejo Nacional de Vialidad y las municipalidades, así como el lento avance en la Ampliación de la Ruta 32, aunque este descenso fue parcialmente compensado por mayores obras del Ministerio de Obras Públicas y Transportes, el Programa de Integración Fronteriza y la construcción de acueductos y alcantarillados.

En noviembre, la actividad de comercio y reparación de vehículos aumentó un 2,6%, con un crecimiento promedio del 4,0% en los primeros meses de 2024. Destacó un incremento en las ventas dentro del grupo "resto de actividades comerciales", especialmente en textiles y calzado. Aunque las ventas de productos farmacéuticos, eléctricos y vehículos siguieron creciendo a un ritmo superior al promedio de la actividad comercial (2,6%), mostrando una desaceleración en comparación con el mismo mes del año anterior.

El gráfico adjunto muestra la variación interanual del Índice Mensual de Actividad Económica (IMAE) desde noviembre de 2021 (9,7%) hasta noviembre de 2024 (4,5%), así como la variación interanual para diversas actividades económicas, incluyendo Industria Manufacturera, Construcción, Comercio, Transporte, Almacenamiento, Actividades Financieras y de Seguros, y Actividades Inmobiliarias.

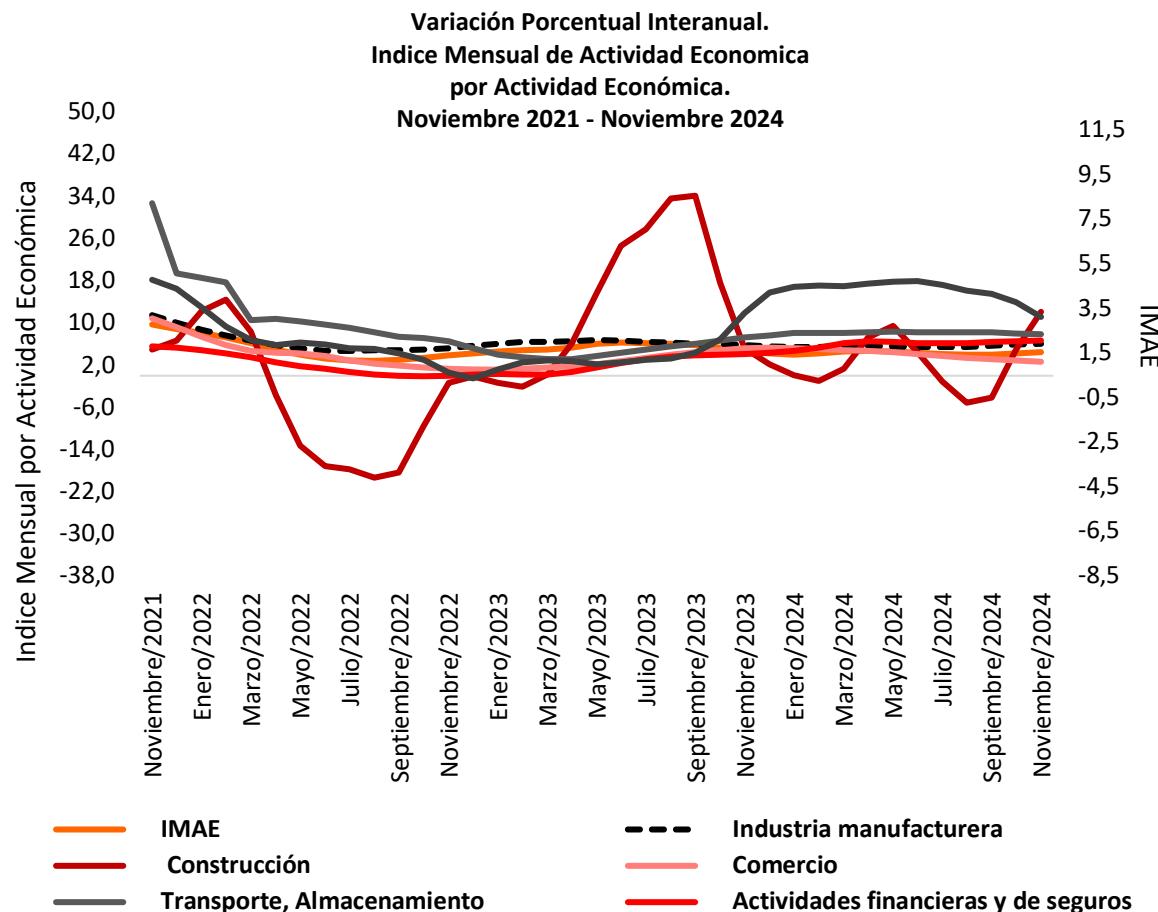


Figura 4 Variación Interanual IMAE, por actividades económicas noviembre 2021 – noviembre 2024

Situación fiscal

Según informa el Ministerio de Hacienda, se registraron ingresos totales por ¢ 593.498,7 millones en el mes de octubre 2024, representando un crecimiento de 12,8% con respecto al mismo periodo del 2023 (¢ 526.049,0 millones), resultando en una diferencia de ¢ 67.449,7 millones.

El gasto total del Gobierno Central de octubre 2024 alcanzó los ¢ 669.537,1 millones. Dicha cifra creció 3,7% con respecto al monto registrado en 2023 (¢ 645.753,4 millones). El aumento neto en el gasto total fue por ¢ 23.783,7 millones, con respecto a octubre del 2023.

El gasto total sin intereses alcanzó ¢ 538.684,4 millones. Dicho rubro creció 4,8% respecto al mismo periodo del 2023 (¢ 513.781,6 millones).

Por otro lado, en octubre de 2024 los ingresos alcanzaron ¢ 593.498,7 millones y los gastos totales sin intereses ¢ 538.684,4 millones, lo que generó un superávit primario de ¢ 54.814,3 millones.

En octubre de 2024, los ingresos alcanzaron ¢ 593.498,7 millones y los gastos totales ¢669.537,1 millones, lo que generó un déficit financiero de ¢ 76.038,4 millones.

El siguiente gráfico muestra el comportamiento del déficit fiscal en Costa Rica, desde el año 2017 al 2023.

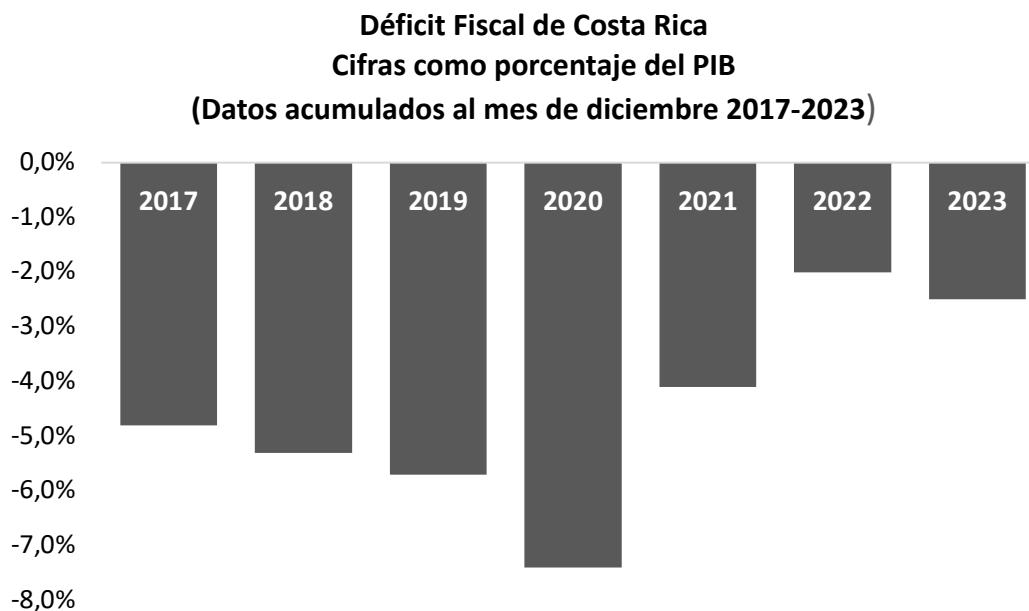


Figura 5 Déficit fiscal

Fuente: Ministerio de Hacienda de Costa Rica.

Perspectivas Económicas

En su reunión, la Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica continúa adoptando decisiones drásticas en relación con la política monetaria, en respuesta a la situación local de la tasa de inflación y el comportamiento de los mercados externos, así como a las posibles repercusiones del endurecimiento de la política monetaria por parte de los principales bancos centrales.

En octubre de 2024, el Índice Mensual de Actividad Económica (IMAE) aumentó un 3,9% en comparación interanual, lo que representa una caída de 1,4 puntos porcentuales respecto al mismo mes de 2023 y un leve ascenso de 0,1 puntos, con relación al mes anterior. En este contexto, el crecimiento promedio de la actividad económica durante los primeros diez meses del 2024 se ubicó en 4,3%.

La transmisión de la reducción de la Tasa de Política Monetaria (TPM) al Sistema Financiero (SF) ha afectado principalmente a las tasas de intereses pasivos, lo que ha mantenido el premio por ahorrar en colones en valores negativos, incentivando la dolarización del ahorro, aunque este proceso se ha contenido recientemente. En noviembre, la Tasa Activa Negociada (TAN)

en colones se situó en 11,48%, con reducciones en sectores como manufactura, servicios y comercio, pero un aumento en actividades orientadas al consumo. La Tasa Pasiva Negociada (TPN) experimentó un ajuste más rápido, especialmente en colones, con una disminución de cerca de 113 puntos básicos en los últimos 12 meses, cerrando en 4,01% en dólares. Por su parte, la Tasa Básica Pasiva (TBP) bajó a 4,17%, con caídas tanto en las tasas de captación a plazo como a la vista.

En noviembre de 2024, la inflación general, medida por el Índice de Precios al Consumidor (IPC), se ubicó en -0,1%, lo que representó una aceleración de 0,7 puntos respecto al mes anterior (-0,8%). La inflación subyacente, que refleja la tendencia de los precios más persistentes, alcanzó un 0,6%, un aumento de 0,2 puntos en comparación con octubre. Ambos indicadores se mantuvieron por debajo del límite inferior del rango establecido para la meta de inflación ($3,0\% \pm 1$ punto porcentual).

En noviembre de 2024, las operaciones de compra y venta de divisas en las ventanillas de los intermediarios cambiarios registraron un superávit de USD 587,0 millones, un aumento respecto a los USD 570,2 millones del mismo mes de 2023. Los principales movimientos de divisas fueron impulsados por las unidades del régimen definitivo, aunque el régimen especial (zona franca y perfeccionamiento activo) tuvo el mayor aporte al superávit, con un 86,4% del total. En cuanto a las actividades económicas, la oferta de divisas se concentró en sectores profesionales y científicos, mientras que la demanda fue liderada por el comercio mayorista, minorista y la reparación de vehículos. Este superávit permitió al Banco Central adquirir divisas por USD 381,4 millones para operaciones de estabilización y USD 27,0 millones para operaciones propias. Sin embargo, las reservas internacionales netas del BCCR cayeron en USD 126,9 millones, debido a varios egresos.

III. Fondos de Inversión

Caracterización de los Fondos de Inversión

A continuación, se presentan las características generales de cada fondo de inversión, siendo estos: Fondos de Inversión Inmobiliario Gibraltar, Fondos de Inversión Inmobiliario Los Crestones e Improsa Fondo de Inversión No Diversificado Inmobiliario Cuatro:

Fondo	FIIG	FII4	FIIC
Tipo de Fondo (según diversificación)	Diversificado	No Diversificado	Diversificado
Comisión de administración	1,60%	1,75%	1,25%
Calificación de riesgo	scr AA 3	scr A+ 3	scr AA- 3
Cantidad de inmuebles	37	6	33
Valor libros de la participación	\$ 984	\$ 5.127	\$ 4.816
Último precio de mercado	\$ 885	\$ 4.611	\$ 4.330
Participaciones en circulación	315.780	6.547	38.570
Número de inversionistas (cuentas abiertas)	1.009	172	665
Principal inquilino	DHL	Megasuper	Procter & Gamble
Renta mensual principal inquilino	\$ 260.861	\$ 51.355	\$ 259.381
Peso de inquilino en ingresos del Fondo	12,3%	16,6%	14,8%
Activo Total	\$ 399.860.009	\$ 38.650.453	\$ 274.926.913
Activo Neto	\$ 310.893.110	\$ 33.127.302	\$ 186.159.928
Pasivo Bancario	\$ 88.966.899	\$ 5.523.151	\$ 88.766.985
Nivel de deuda total	22,25%	14,29%	32,29%
Nivel de deuda bancaria	21,16%	13,04%	31,58%
Máximo nivel de deuda según prospecto	35,00%	35,00%	60,00%
Ingresos de rentas mensuales (promedio a Sep'24)	\$ 2.150.367	\$ 311.175	\$ 1.685.692
Margen de EBITDA	66,4%	69,1%	39,2%
Margen neto	35,3%	50,9%	-5,0%
Rendimiento líquido	2,17%	4,71%	2,53%

Tabla 3 Caracterización de los Fondos de Inversión.

Fecha de corte de la información financiera al 30 de septiembre de 2024.

Fondo Gibraltar

En la siguiente sección se presentan los resultados generales del Fondo de Inversión Inmobiliario Gibraltar:

Balance de Situación - Fondo Gibraltar

Balance de Situación Condensado	2021	2022	2023	2024E	22 / 21	23 / 22	24E / 23
Activo Total	434.519.692	412.767.654	395.251.463	402.291.721	-5,0%	-4,2%	1,8%
Efectivo e inversiones	3.594.969	6.388.639	5.582.301	1.692.545			
Bienes inmobiliarios	428.175.953	403.201.260	384.303.263	394.523.217	-5,8%	-4,7%	2,7%
Otros	2.748.770	3.177.755	5.365.899	6.075.960			
Pasivo Total	106.787.827	88.356.168	86.891.715	90.544.674	-17,3%	-1,7%	4,2%
Deuda bancaria	98.236.546	81.322.540	80.294.298	83.166.805	-17,2%	-1,3%	3,6%
Otros	8.551.281	7.033.628	6.597.417	7.377.869			
Activo neto	327.731.865	324.411.486	308.359.748	311.747.047	-1,0%	-4,9%	1,1%
Participaciones	311.064.679	311.064.679	311.064.679	311.064.679	0,0%	0,0%	0,0%
Otros	16.667.186	13.346.807	(2.704.931)	682.368			
Razones seleccionadas							
Bienes inmobiliarios / Activo Total	98,5%	97,7%	97,2%	98,1%			
Deuda bancaria / Pasivo Total	92,0%	92,0%	92,4%	91,9%			
Endeudamiento total	24,6%	21,4%	22,0%	22,5%			
Endeudamiento bancario	22,6%	19,7%	20,3%	20,7%			

Figura 6 Balance de Situación - Fondo Gibraltar

El Activo Total muestra un crecimiento estimado de un 1.8% respecto al año 2023, dicho resultado obedece al crecimiento del activo inmobiliario como resultado de inversiones en mejoras, principalmente en Cafetal Dos y Tobogán.

Estado de Resultados - Fondo Gibraltar

Estado de Resultados Condensado	2021	2022	2023	2024E	22 / 21	23 / 22	24E / 23
Ingreso total	37.059.883	36.449.666	34.621.215	26.907.364	-1,6%	-5,0%	-22,3%
Arrendamientos	31.332.621	32.304.432	27.494.714	25.927.831	3,1%	-14,9%	-5,7%
Otros ingresos	5.727.262	4.145.234	7.126.501	979.534	-27,6%	71,9%	-86,3%
Gastos de operación totales	9.707.749	9.553.154	10.305.132	10.482.010	-1,6%	7,9%	1,7%
Comisión de administración	5.689.638	5.184.766	5.020.669	4.954.273	-8,9%	-3,2%	-1,3%
Impuestos municipales	1.063.914	1.066.622	1.295.603	1.355.737	0,3%	21,5%	4,6%
Mantenimiento de inmuebles	627.475	646.527	1.273.690	1.440.647	3,0%	97,0%	13,1%
Seguros	411.243	408.799	343.190	362.564	-0,6%	-16,0%	5,6%
Otros	1.915.479	2.246.440	2.371.980	2.368.788	17,3%	5,6%	-0,1%
EBITDA	27.352.134	26.896.512	24.316.083	16.425.354	-1,7%	-9,6%	-32,5%
Intereses	4.112.178	6.258.764	6.825.134	6.406.074	52,2%	9,0%	-6,1%
Impuesto sobre la renta	3.835.888	4.351.233	2.885.133	3.191.979	13,4%	-33,7%	10,6%
Utilidad neta	19.343.988	10.735.101	2.288.576	6.411.563	-44,5%	-78,7%	180,2%
Ratios seleccionados							
Ocupación promedio	89,2%	85,0%	76,2%	74,1%			
Margen EBITDA	73,8%	73,8%	70,2%	61,0%			
Margen Neto	52,2%	29,5%	6,6%	23,8%			
Cobertura de intereses	6,65	4,30	3,56	2,56			
Impuestos / Arrendamientos	3,4%	3,3%	4,7%	5,2%			
Costo de la carga financiera	4,3%	7,3%	7,8%	7,1%			

Figura 7 Estado de Resultados - Fondo Gibraltar

Los ingresos se han visto impactados por una disminución en la ocupación y renegociación de contratos de alquiler. Por otro lado, a pesar de un crecimiento moderado en el gasto operativo, el margen EBITDA ha disminuido a causa de aumentos en mantenimiento, así como en las cuotas condominales que debe asumir el Fondo por desocupación.

Diversificación del portafolio FIIG

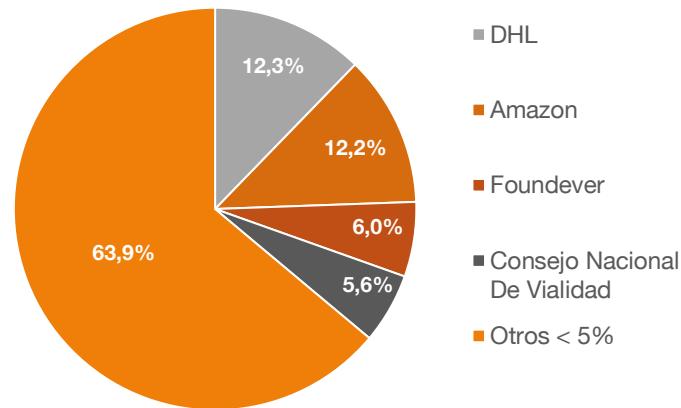


Figura 8 Distribución del ingreso por inquilino-Gibraltar

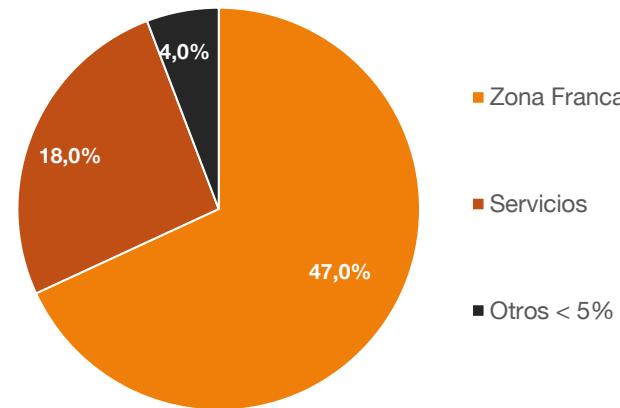


Figura 9 Distribución del ingreso por sector-Gibraltar

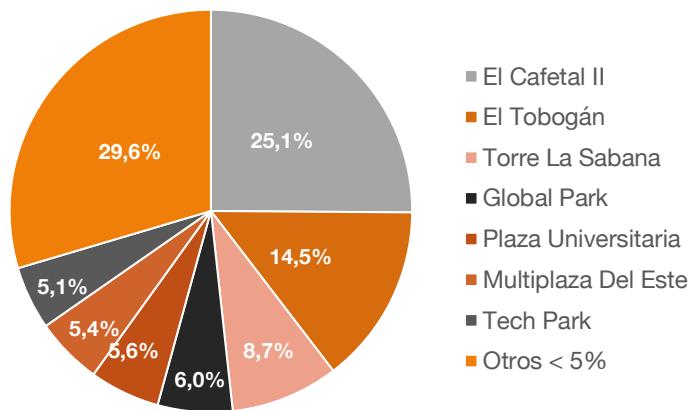


Figura 10 Distribución del ingreso por inmueble-Gibraltar

Fondo Los Crestones

En la siguiente sección se presentan los resultados generales del Fondo de Inversión Inmobiliario Los Crestones:

Balance de Situación - Fondo Los Crestones

Balance de Situación Condensado	2021	2022	2023	2024E	22 / 21	23 / 22	24E / 23
Activo Total	186.159.556	272.566.942	272.863.705	275.675.645	46,4%	0,1%	1,0%
Efectivo e inversiones	284.119	1.333.357	2.483.666	519.444			
Bienes inmobiliarios	180.005.015	264.930.588	263.862.798	265.702.863	47,2%	-0,4%	0,7%
Otros	5.870.422	6.302.997	6.517.241	9.453.338			
Pasivo Total	49.221.905	78.435.736	82.988.964	88.839.612	59,4%	5,8%	7,0%
Deuda bancaria	47.344.855	75.965.607	81.095.405	84.438.084	60,5%	6,8%	4,1%
Otros	1.877.050	2.470.129	1.893.559	4.401.528			
Activo neto	136.937.651	194.131.206	189.874.741	186.836.033	41,8%	-2,2%	-1,6%
Participaciones	134.702.195	191.777.789	191.777.789	191.777.789	42,4%	0,0%	0,0%
Otros	2.235.456	2.353.417	(1.903.048)	(4.941.756)			
Razones seleccionadas							
Bienes inmobiliarios / Activo Total	96,7%	97,2%	96,7%	96,4%			
Deuda bancaria / Pasivo Total	96,2%	96,9%	97,7%	95,0%			
Endeudamiento total	26,4%	28,8%	30,4%	32,2%			
Endeudamiento bancario	25,4%	27,9%	29,7%	30,6%			

Figura 11 Balance de Situación - Fondo Los Crestones

Se estima que el Activo Total aumente en un 1.0% respecto al año 2023, en parte, derivado del crecimiento leve del activo inmobiliario por inversiones efectuadas en los inmuebles, entre ellos Oficentro La Virgen, Oficentro Mediterráneo, Parque Empresarial Fórum y Sabanilla Corporativo.

Estado de Resultados - Fondo Los Crestones

Estado de Resultados Condensado	2021	2022	2023	2024E	22 / 21	23 / 22	24E / 23
Ingreso total	17.001.847	13.595.050	20.055.215	20.639.087	-20,0%	47,5%	2,9%
Arrendamientos	12.738.703	13.486.302	19.170.327	20.379.022	5,9%	42,1%	6,3%
Otros ingresos	4.263.144	108.748	884.888	260.065	-97,4%	713,7%	-70,6%
Gastos de operación totales	4.060.012	4.454.721	6.371.804	6.437.865	9,7%	43,0%	1,0%
Comisión de administración	1.361.451	1.455.840	2.403.170	2.357.985	6,9%	65,1%	-1,9%
Impuestos municipales	433.651	448.152	784.794	839.749	3,3%	75,1%	7,0%
Mantenimiento de inmuebles	808.778	819.604	1.138.318	1.179.249	1,3%	38,9%	3,6%
Seguros	199.155	214.678	315.345	350.777	7,8%	46,9%	11,2%
Otros	1.256.977	1.516.447	1.730.177	1.710.104	20,6%	14,1%	-1,2%
EBITDA	12.941.835	9.140.329	13.683.411	14.201.222	-29,4%	49,7%	3,8%
Intereses	2.459.758	3.652.487	6.747.396	6.435.251	48,5%	84,7%	-4,6%
Impuesto sobre la renta	1.530.797	1.618.720	2.402.983	2.459.215	5,7%	48,4%	2,3%
Utilidad neta	8.920.557	3.768.159	(385.124)	5.017.208	-57,8%	-110,2%	1402,8%
Ratios seleccionados							
Ocupación promedio	77,0%	84,2%	75,0%	86,2%			
Margen EBITDA	76,1%	67,2%	68,2%	68,8%			
Margen Neto	52,5%	27,7%	-1,9%	24,3%			
Cobertura de intereses	5,26	2,50	2,03	2,21			
Impuestos / Arrendamientos	3,4%	3,3%	4,1%	4,1%			
Costo de la carga financiera	5,0%	8,0%	7,8%	7,0%			

Figura 12 Estado de Resultados - Fondo Los Crestones

Los ingresos del Fondo aumentaron considerablemente en 2023 al incorporar a la cartera los edificios Atrium, Multipark y Parque Empresarial Forum producto de la fusión por absorción con el Fondo de Inversión de Desarrollo de Proyectos Multipark y con Improsa Fondo de Inversión No Diversificado Inmobiliario Dólares Dos. Adicionalmente, se estima que los ingresos del 2024 aumenten en un 2,9% por un aumento en la ocupación del Fondo. Por otro lado, un estricto control del gasto operativo ha permitido mantener un margen de EBITDA estable, estimando una mejora de 60 puntos base para el 2024.

Diversificación del portafolio FIIC

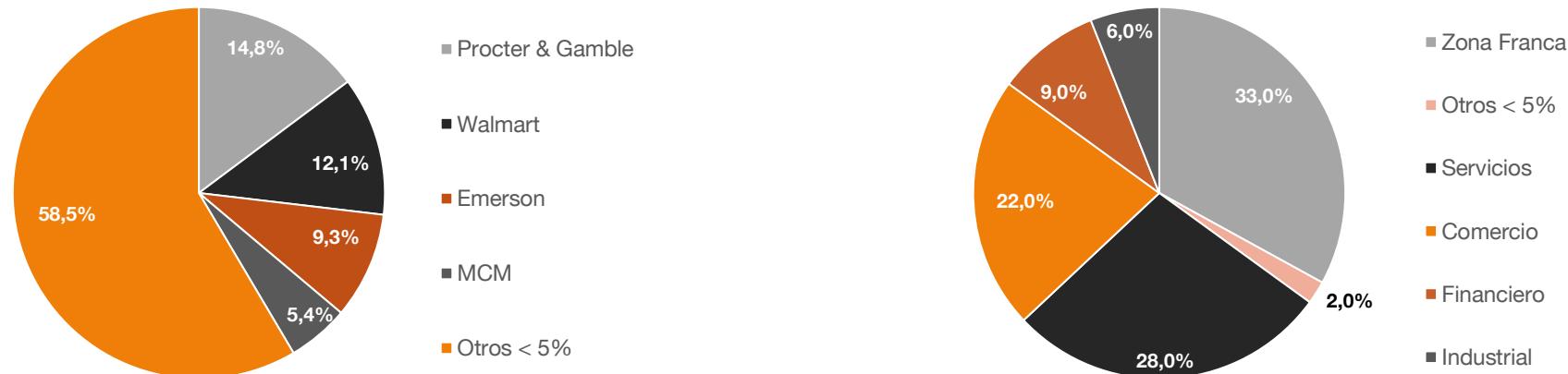


Figura 13 Distribución del ingreso por inquilino-Crestones

Figura 14 Distribución del ingreso por sector-Crestones

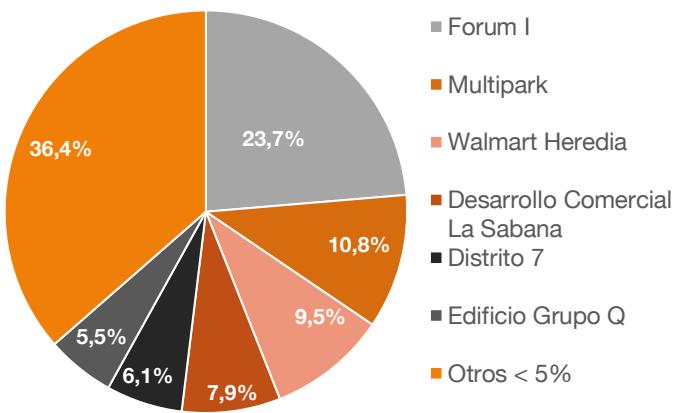


Figura 15 Distribución del ingreso por inmueble-Crestones

Fondo Cuatro

En la siguiente sección se presentan los resultados generales del Fondo de Inversión No Diversificado Inmobiliario Cuatro.

Balance de Situación - Fondo Cuatro

Balance de Situación Condensado	2021	2022	2023	2024E	22 / 21	23 / 22	24E / 23
Activo Total	35.616.066	36.492.286	37.788.727	38.985.013	2,5%	3,6%	3,2%
Efectivo e inversiones	617.297	257.372	546.496	131.252			
Bienes inmobiliarios	34.256.909	35.611.020	36.569.204	37.485.690	4,0%	2,7%	2,5%
Otros	741.860	623.894	673.027	1.368.070			
Pasivo Total	5.299.671	4.990.023	5.403.928	5.727.234	-5,8%	8,3%	6,0%
Deuda bancaria	4.861.442	4.371.770	4.882.098	4.490.760	-10,1%	11,7%	-8,0%
Otros	438.229	618.253	521.830	1.236.475			
Activo neto	30.316.395	31.502.263	32.384.799	33.257.778	3,9%	2,8%	2,7%
Participaciones	32.735.000	32.735.000	32.735.000	32.735.000	0,0%	0,0%	0,0%
Otros	(2.418.605)	(1.232.737)	(350.201)	522.778			
Razones seleccionadas							
Bienes inmobiliarios / Activo Total	96,2%	97,6%	96,8%	96,2%			
Deuda bancaria / Pasivo Total	91,7%	87,6%	90,3%	78,4%			
Endeudamiento total	14,9%	13,7%	14,3%	14,7%			
Endeudamiento bancario	13,6%	12,0%	12,9%	11,5%			

Figura 16 Balance de Situación - Fondo Cuatro

El Activo Total del Fondo ha mostrado un crecimiento en los últimos años, y el cual se estima termine con un incremento de 3.2% para el año 2024. Dichos aumentos se deben principalmente por inversiones en mejoras de los bienes inmobiliarios. Por otro lado, para los pasivos se estima un incremento del 6.0%; sin embargo, se pronostica una disminución de la deuda en comparación al año 2023 como resultado de los pagos de las obligaciones financieras correspondientes.

Estado de Resultados - Fondo Cuatro

Estado de Resultados Condensado	2021	2022	2023	2024E	22 / 21	23 / 22	24E / 23
Ingreso total	4.192.537	4.081.860	3.755.861	3.708.304	-2,6%	-8,0%	-1,3%
Arrendamientos	3.018.314	3.052.268	3.516.263	3.691.308	1,1%	15,2%	5,0%
Otros ingresos	1.174.223	1.029.592	239.598	16.996	-12,3%	-76,7%	-92,9%
Gastos de operación totales	1.129.255	1.220.570	1.321.182	1.295.832	8,1%	8,2%	-1,9%
Comisión de administración	430.941	446.500	554.561	576.297	3,6%	24,2%	3,9%
Impuestos municipales	93.567	91.854	111.376	119.134	-1,8%	21,3%	7,0%
Mantenimiento de inmuebles	390.121	427.691	383.341	328.169	9,6%	-10,4%	-14,4%
Seguros	55.506	53.668	53.896	56.988	-3,3%	0,4%	5,7%
Otros	159.120	200.857	218.008	215.244	26,2%	8,5%	-1,3%
EBITDA	3.063.282	2.861.290	2.434.679	2.412.472	-6,6%	-14,9%	-0,9%
Intereses	315.829	289.675	294.979	300.181	-8,3%	1,8%	1,8%
Impuesto sobre la renta	362.897	372.218	424.063	443.564	2,6%	13,9%	4,6%
Utilidad neta	2.382.282	2.188.711	1.704.270	1.624.971	-8,1%	-22,1%	4,7%
Ratios seleccionados							
Ocupación promedio	48,6%	69,3%	81,7%	81,7%			
Margen EBITDA	73,1%	70,1%	64,8%	65,1%			
Margen Neto	56,8%	53,6%	45,4%	43,8%			
Cobertura de intereses	9,70	9,88	8,25	8,04			
Impuestos / Arrendamientos	3,1%	3,0%	3,2%	3,2%			
Costo de la carga financiera	5,9%	5,9%	6,3%	6,3%			

Figura 17 Estado de Resultados - Fondo Cuatro

A pesar de que se estima que los ingresos totales disminuyan en un 1.3% en el 2024, los ingresos por arrendamientos continúan creciendo de forma constante durante los últimos años, como resultado de mejoras en ocupación. Por otro lado, la utilidad neta se proyecta con un incremento de 4.7% para el 2024, como resultado de un buen control del gasto operativo.

Diversificación del portafolio FII4

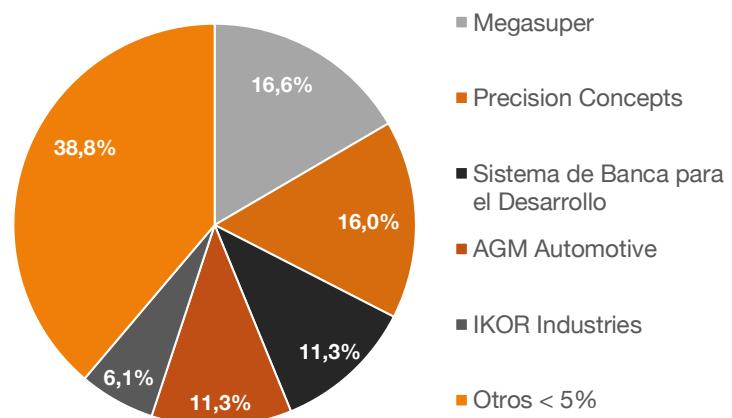


Figura 18 Distribución del ingreso por inquilino Cuatro

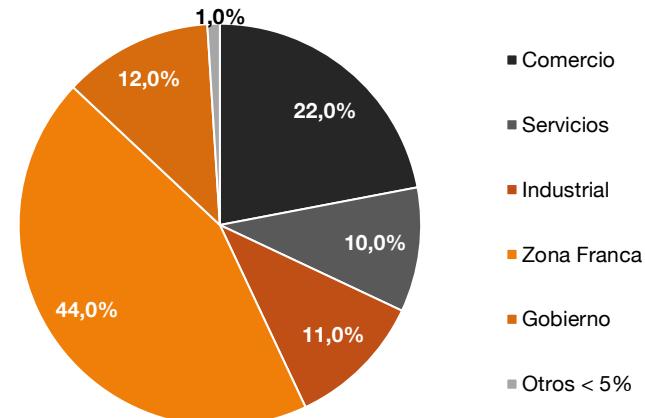


Figura 19 Distribución del ingreso por sector-Cuatro

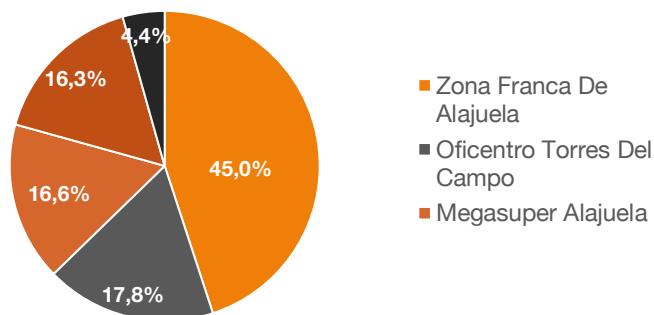


Figura 20 Distribución del ingreso por inmueble-Cuatro

IV. Proyecciones 2025 al 2034 de los Fondos de Inversión

Supuestos de proyección FIIG

Los supuestos utilizados para la proyección del Fondo de Inversión Inmobiliario Gibraltar son:

Ingresos por alquileres

- La estimación de ingresos para el período 2025 – 2034 se realiza con base al flujo esperado por alquileres según el "Rent Roll" que refleja las condiciones pactadas con inquilinos.
- Al vencimiento de los contratos, se suponen ajustes anuales de 2,59% en el caso de inmuebles de oficinas e inflación (2,53%) para otros activos.

Comisión de administración

- Para todo el período de proyección se estima en un 1,60% sobre el activo neto del Fondo.

Impuestos

- Municipales: Se calcula la proporción de impuestos esperados por la SAFI en 2024 entre el activo inmobiliario al inicio del año (0,34%) y se mantiene constante durante el período de proyección.
- Renta: Se estima como un 12,00% sobre el ingreso proyectado.

Seguros

- Se calcula la proporción del gasto por primas de seguro esperado por la SAFI en 2024 entre el activo inmobiliario al inicio del año (0,09%) y se mantiene constante durante el período de proyección.

Mantenimiento

- Los rubros como servicios públicos, seguridad, contratos de mantenimiento y reparaciones se aumentan por inflación anual durante todo el período de proyección; tomando como base los gastos del 2024.
- El gasto por administración de inmuebles (Improsa Capital) se mantiene constante durante el período de proyección.
- El gasto (específicamente, recuperación de cuotas de mantenimiento) se ajusta por colocaciones de áreas desocupadas en el período proyectado.

Peritazgos, calificación de riesgo, auditorías, asambleas, mercadeo, legales, asesorías y otros

- El primer año de proyección (2025) crece por inflación, tomando como base el gasto correspondiente del 2024.
- Para años subsiguientes se estima un crecimiento igual a la inflación.

Gastos Financieros

- Se calculan según las condiciones crediticias otorgadas por los proveedores de financiamiento.
- Las tasas de referencia proyectadas utilizan la curva forward según corresponda (SOFR 1 mes - SOFR 3 meses); mientras que, los spreads de los créditos vigentes se mantienen constantes durante el plazo de proyección.
- Los créditos vigentes se amortizan según lo pactado con los bancos.
- Se incluyen además gastos por intereses y amortizaciones sobre nuevas deudas proyectadas.
- Las nuevas operaciones de financiamiento futuras se proyectan con base a una tasa compuesta por TRI\$3 meses + 4.00% y una amortización a 20 años.

Inversiones en Mejoras

- Durante el primer año de proyección (2025) se utiliza el plan de mejoras estimado según proyecciones de la SAFI.
- Para el mediano plazo (2026-2028) se asume una inversión equivalente al 0.85% del valor de las edificaciones más los TIAs necesarios con base al plan de colocaciones.
- En el largo plazo (2029 en adelante) se asumen inversiones equivalentes al 1.00% del valor de las edificaciones.

De conformidad a los supuestos esbozados anteriormente se procedió con las corridas financieras para el fondo, con el objetivo de poder proyectar las principales variables y que se detallan a continuación:

Proyecciones Fondo Gibraltar

Indicadores	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e
% de ocupación (cierre)	79,2%	85,6%	88,7%	89,6%	89,6%	89,6%	89,6%	89,6%	89,6%	89,6%
% de ocupación (promedio)	75,9%	82,9%	86,9%	89,3%	89,6%	89,6%	89,6%	89,6%	89,6%	89,6%
Rendimiento líquido	2,69%	3,62%	4,27%	4,75%	4,98%	5,13%	5,27%	5,41%	5,58%	5,74%
ROE	2,70%	3,63%	4,29%	4,77%	5,01%	5,15%	5,30%	5,44%	5,61%	5,77%
ROAP	4,40%	5,15%	5,75%	6,20%	6,43%	6,60%	6,76%	6,92%	7,07%	7,23%
Rendimiento bruto	6,98%	7,59%	8,11%	8,50%	8,70%	8,85%	9,01%	9,16%	9,31%	9,46%
Gastos operativos	2,58%	2,44%	2,36%	2,30%	2,27%	2,25%	2,24%	2,24%	2,24%	2,23%
Comisión de administración	1,26%	1,24%	1,24%	1,23%	1,22%	1,21%	1,20%	1,19%	1,18%	1,16%
Impuestos municipales	0,34%	0,33%	0,33%	0,33%	0,33%	0,32%	0,32%	0,32%	0,31%	0,31%
Seguros	0,09%	0,09%	0,09%	0,09%	0,09%	0,09%	0,09%	0,09%	0,09%	0,09%
Mantenimiento	0,63%	0,50%	0,44%	0,40%	0,40%	0,41%	0,42%	0,42%	0,43%	0,44%
Peritazgos	0,02%	0,02%	0,02%	0,02%	0,02%	0,02%	0,02%	0,02%	0,02%	0,02%
Otros gastos	0,24%	0,25%	0,24%	0,23%	0,21%	0,20%	0,20%	0,20%	0,20%	0,20%
Factor apalancamiento financiero	0,870	0,951	0,983	1,001	1,007	1,009	1,013	1,017	1,023	1,029
Apalancamiento financiero	1,302	1,313	1,320	1,327	1,337	1,348	1,360	1,371	1,384	1,397
Índice de incidencia de intereses	0,668	0,724	0,745	0,754	0,754	0,748	0,745	0,742	0,739	0,737
Factor de incidencia de activos no inmobiliarios	0,984	0,980	0,982	0,983	0,984	0,985	0,985	0,985	0,986	0,986
Íncidencia del factor fiscal	0,717	0,756	0,773	0,782	0,785	0,785	0,786	0,786	0,787	0,787
Ratios	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e
Dividendo por participación	\$24,2	\$33,7	\$40,9	\$46,3	\$49,2	\$50,7	\$52,2	\$53,6	\$55,3	\$56,9
Valor en libros por participación	\$987	\$988	\$990	\$990	\$991	\$991	\$991	\$991	\$992	\$992
Rendimiento del dividendo	2,45%	3,41%	4,14%	4,68%	4,97%	5,12%	5,27%	5,41%	5,57%	5,73%
Nivel de endeudamiento total	23,3%	23,7%	24,1%	24,5%	25,0%	25,6%	26,3%	26,9%	27,5%	28,2%
Nivel de endeudamiento bancario	21,4%	21,9%	22,2%	22,6%	23,2%	23,8%	24,4%	24,9%	25,5%	26,2%
Costo financiero promedio	6,44%	6,12%	6,22%	6,36%	6,48%	6,61%	6,71%	6,81%	6,87%	6,93%

Figura 21 Indicadores Gibraltar

Se estima una mejora paulatina en los niveles de ocupación hasta alcanzar un 89,6% en el año 2028; producto de ello el rendimiento líquido aumenta año con año, en promedio 33 puntos base durante el período de proyección. Adicionalmente, el apalancamiento financiero crece de manera estable y los dividendos por participación se ven incrementados desde el año 2025 como resultado mejoras en la ocupación e incrementos anuales en los contratos de alquiler.

Valor descontado por participación FIIG

FCFE en US\$ MM	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e
Ingresos	27,7	30,5	32,8	34,7	35,8	36,7	37,7	38,7	39,7	40,7
Gastos operativos	(10,4)	(10,0)	(9,8)	(9,6)	(9,5)	(9,5)	(9,6)	(9,7)	(9,7)	(9,8)
Utilidad Operativa	17,2	20,5	23,1	25,1	26,2	27,2	28,1	29,0	30,0	30,9
Impuestos de renta	(3,3)	(3,7)	(3,9)	(4,2)	(4,3)	(4,4)	(4,5)	(4,6)	(4,8)	(4,9)
NOPAT	13,9	16,8	19,1	20,9	22,0	22,8	23,6	24,4	25,2	26,0
+ D&A	0,7	0,7	0,7	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
- Inversiones de Capital	(4,7)	(3,7)	(3,0)	(3,1)	(3,7)	(3,8)	(3,9)	(4,0)	(4,1)	(4,2)
- Gastos financieros por intereses	(5,6)	(5,5)	(5,7)	(6,0)	(6,3)	(6,7)	(7,0)	(7,4)	(7,7)	(8,0)
- Amortización de deuda	(6,0)	(6,5)	(6,9)	(7,4)	(7,9)	(8,5)	(9,1)	(9,7)	(10,4)	(11,2)
+ Emisión de deuda	10,0	9,0	9,0	9,5	11,0	12,0	12,5	13,0	14,0	15,0
FCFE	8,3	10,8	13,2	14,6	15,6	16,3	16,5	16,8	17,5	18,2
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e
FCFE	8,3	10,8	13,2	14,6	15,6	16,3	16,5	16,8	17,5	18,2
Valor terminal									285,3	
FCFE	8,3	10,8	13,2	14,6	15,6	16,3	16,5	16,8	17,5	303,5
NPV	220,8									
Número de participaciones en circulación	315.780									
Valor por participación (DCF)	699									
Valor en libros*	985									
Valor nominal de la participación	1.000									
TIR	6,87%									

*Al 30 de septiembre, 2024.

Figura 22 Valor descontado Gibraltar

* Nota: El valor terminal se calcula asumiendo un Ke de 8.25% y una g de 2.53%. Se asume también la liquidación de los activos líquidos y pasivos del Fondo al final del período de proyección.

El valor en libros de la participación es de US\$985 al 30 de septiembre del 2024, sumado a las proyecciones desarrolladas por la administración, corresponden a un retorno para los accionistas del 6,87%.

Supuestos de proyección FIIC

Los supuestos utilizados para la proyección del Fondo de Inversión Inmobiliario Los Crestones son:

Ingresos por alquileres

- La estimación de ingresos para el período 2025 – 2034 se realiza con base al flujo esperado por alquileres según el "Rent Roll" que refleja las condiciones pactadas con inquilinos.
- Al vencimiento de los contratos, se suponen ajustes anuales de 2,59% en el caso de inmuebles de oficinas e inflación (2,53%) para otros activos.

Otros ingresos

- En 2025 se asume la venta de los inmuebles Perimercados y Grupo Q.

Comisión de administración

- Se estima un 1,25% sobre el activo neto del Fondo para todo el período de proyección.

Impuestos

- Municipales: Se calcula la proporción de impuestos esperados por la SAFI en 2024 entre el activo inmobiliario al inicio del año (0,32%) y se mantiene constante durante el período de proyección.
- Renta: Se estima como un 12,00% sobre el ingreso proyectado.

Seguros

- Se calcula la proporción del gasto por primas de seguro esperado por la SAFI en 2024 entre el activo inmobiliario al inicio del año (0,13%) y se mantiene constante durante el período de proyección.

Mantenimiento

- Los rubros como servicios públicos, seguridad, contratos de mantenimiento y reparaciones se aumentan por inflación anual durante todo el período de proyección; tomando como base los gastos del 2024.
- El gasto por administración de inmuebles (Improsa Capital) se mantiene constante durante el período de proyección.
- El gasto (específicamente, recuperación de cuotas de mantenimiento) se ajusta por colocaciones de áreas desocupadas en el período proyectado.

Peritazgos, calificación de riesgo, auditorías, asambleas, mercadeo, legales, asesorías y otros

- El primer año de proyección (2025) crece por inflación, tomando como base el gasto correspondiente del 2024.

- Para años subsiguientes se estima un crecimiento igual a la inflación.

Gastos Financieros

- Se calculan según las condiciones crediticias otorgadas por los proveedores de financiamiento.
- Las tasas de referencia proyectadas utilizan la curva forward según corresponda (SOFR 1 mes - SOFR 3 meses - PRIME); mientras que, los spreads de los créditos vigentes se mantienen constantes durante el plazo de proyección.
- Los créditos vigentes se amortizan según lo pactado con los bancos.
- Se incluyen además gastos por intereses y amortizaciones sobre nuevas deudas proyectadas.
- Las nuevas operaciones de financiamiento futuras se proyectan con base a una tasa compuesta por TRI\$3 meses + 4.00% y una amortización a 20 años.

Inversiones en Mejoras

- Durante el primer año de proyección (2025) se utiliza el plan de mejoras estimado según proyecciones de la SAFI.
- Para el resto del período de proyección (2026-2034) se asume una inversión equivalente al 1.00% del valor de las edificaciones.

De conformidad a los supuestos esbozados anteriormente se procedió con las corridas financieras para el fondo, con el objetivo de poder proyectar las principales variables y que se detallan a continuación:

Proyecciones Fondo Los Crestones

Indicadores	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e
% de ocupación (cierre)	86,8%	88,9%	89,6%	89,6%	89,6%	89,6%	89,6%	89,6%	89,6%	89,6%
% de ocupación (promedio)	85,8%	88,1%	89,2%	89,6%	89,6%	89,6%	89,6%	89,6%	89,6%	89,6%
Rendimiento líquido	4,91%	3,70%	3,99%	4,17%	4,33%	4,46%	4,58%	4,68%	4,82%	4,94%
ROE	5,05%	3,83%	4,13%	4,33%	4,48%	4,63%	4,74%	4,85%	4,99%	5,12%
ROAP	5,59%	5,75%	6,03%	6,23%	6,39%	6,54%	6,66%	6,77%	6,90%	7,02%
Rendimiento bruto	7,98%	8,06%	8,31%	8,49%	8,64%	8,79%	8,91%	9,02%	9,14%	9,26%
Gastos operativos	2,39%	2,30%	2,28%	2,26%	2,26%	2,25%	2,25%	2,25%	2,25%	2,24%
Comisión de administración	0,91%	0,91%	0,90%	0,90%	0,89%	0,88%	0,87%	0,87%	0,86%	0,85%
Impuestos municipales	0,32%	0,30%	0,31%	0,30%	0,30%	0,30%	0,30%	0,29%	0,29%	0,29%
Seguros	0,14%	0,13%	0,13%	0,13%	0,13%	0,13%	0,13%	0,13%	0,13%	0,13%
Mantenimiento	0,86%	0,79%	0,77%	0,77%	0,78%	0,79%	0,79%	0,80%	0,81%	0,82%
Peritazgos	0,03%	0,03%	0,03%	0,03%	0,03%	0,03%	0,03%	0,03%	0,03%	0,03%
Otros gastos	0,13%	0,14%	0,13%	0,13%	0,13%	0,13%	0,13%	0,13%	0,13%	0,13%
Factor apalancamiento financiero	0,893	0,933	0,955	0,962	0,969	0,975	0,979	0,984	0,992	0,998
Apalancamiento financiero	1,461	1,440	1,445	1,456	1,466	1,478	1,491	1,503	1,515	1,529
Índice de incidencia de intereses	0,611	0,648	0,661	0,661	0,661	0,659	0,657	0,655	0,655	0,653
Factor de incidencia de activos no inmobiliarios	1,277	0,962	0,958	0,960	0,961	0,962	0,963	0,964	0,964	0,965
Íncidencia del factor fiscal	0,792	0,743	0,749	0,752	0,754	0,755	0,755	0,756	0,757	0,757
Ratios	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e
Dividendo por participación	\$242,6	\$182,3	\$197,9	\$207,6	\$215,2	\$222,3	\$227,9	\$233,2	\$239,9	\$246,0
Valor en libros por participación	\$4.845	\$4.809	\$4.812	\$4.813	\$4.814	\$4.816	\$4.817	\$4.817	\$4.819	\$4.820
Rendimiento del dividendo	5,01%	3,79%	4,11%	4,31%	4,47%	4,62%	4,73%	4,84%	4,98%	5,10%
Nivel de endeudamiento total	31,1%	30,5%	31,1%	31,5%	32,1%	32,6%	33,2%	33,7%	34,2%	34,8%
Nivel de endeudamiento bancario	29,5%	28,8%	29,4%	29,9%	30,4%	30,9%	31,4%	31,9%	32,4%	32,9%
Costo financiero promedio	6,63%	6,41%	6,48%	6,59%	6,66%	6,75%	6,82%	6,90%	6,93%	6,98%

Figura 23 Indicadores Crestones

Se estima una mejora en los niveles de ocupación hasta alcanzar un 89,6% en el año 2027. A pesar de una reducción en el rendimiento líquido en 2026, que se origina al no repetirse la ganancia de capital neta del 2025 por venta de activos (Perimercados y Grupo Q), este incrementa de forma constante en el resto del período de proyección, en promedio 16 puntos base de 2027 a 2034. Adicionalmente, el apalancamiento financiero crece de manera estable y los dividendos por participación incrementan a partir del año 2027, momento en el cual se estabiliza la ocupación.

Valor descontado por participación FIIC

FCFE en US\$ MM	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e
Ingresos	23,5	20,5	21,4	22,1	22,7	23,3	23,8	24,3	24,8	25,4
Gastos operativos	(6,6)	(6,4)	(6,1)	(6,1)	(6,1)	(6,1)	(6,2)	(6,2)	(6,3)	(6,3)
Utilidad Operativa	16,9	14,2	15,3	16,0	16,6	17,1	17,6	18,1	18,6	19,1
Impuestos de renta	(2,5)	(2,5)	(2,6)	(2,7)	(2,7)	(2,8)	(2,9)	(2,9)	(3,0)	(3,0)
NOPAT	14,5	11,7	12,8	13,4	13,9	14,3	14,8	15,2	15,6	16,0
+ D&A	0,3	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4
- Inversiones de Capital	(5,3)	(2,8)	(2,9)	(2,2)	(2,3)	(2,3)	(2,4)	(2,4)	(2,5)	(2,6)
- Gastos financieros por intereses	(5,4)	(5,0)	(5,1)	(5,3)	(5,5)	(5,7)	(5,9)	(6,1)	(6,2)	(6,4)
- Amortización de deuda	(5,4)	(5,4)	(5,7)	(6,1)	(6,5)	(6,9)	(7,0)	(7,4)	(7,9)	(8,4)
+ Emisión de deuda	0,0	3,0	8,0	8,0	8,5	9,0	9,0	9,5	10,0	10,5
FCFE	(1,3)	1,9	7,4	8,2	8,5	8,8	8,9	9,1	9,3	9,5
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e
FCFE	-1,3	1,9	7,4	8,2	8,5	8,8	8,9	9,1	9,3	9,5
Valor terminal										134,7
FCFE	-1,3	1,9	7,4	8,2	8,5	8,8	8,9	9,1	9,3	144,2
Factor de descuento	92,0%	84,6%	77,8%	71,5%	65,7%	60,5%	55,6%	51,1%	47,0%	43,2%
Flujo de caja descontado	-1,2	1,6	5,8	5,8	5,6	5,3	4,9	4,7	4,4	62,3
NPV	98,0									
Número de participaciones en circulación	38.570									
Valor por participación (DCF)	2.541									
Valor en libros*	4.827									
Valor nominal de la participación	5.000									
TIR	6,50%									

*Al 30 de septiembre, 2024.

Figura 24 Valor descontado Crestones

* Nota: El valor terminal se calcula asumiendo un Ke de 8.75% y una g de 2.53%. Se asume también la liquidación de los activos líquidos y pasivos del Fondo al final del período de proyección.

El valor en libros de la participación es de US\$4.827, sumado a las proyecciones desarrolladas por la administración, corresponden a un retorno para los accionistas del 6,50%.

Supuestos de proyección FII4

Los supuestos utilizados para la proyección del Fondo de Inversión No Diversificado Inmobiliario Dos son:

Ingresos por alquileres

- La estimación de ingresos para el período 2025 – 2034 se realiza con base al flujo esperado por alquileres según el "Rent Roll" que refleja las condiciones pactadas con inquilinos.
- Al vencimiento de los contratos, se suponen ajustes anuales de 2,59% en el caso de inmuebles de oficinas e inflación (2,53%) para otros activos.

Comisión de administración

- Se estima un 1,75% sobre el activo neto del Fondo para todo el período de proyección.

Impuestos

- Municipales: Se calcula la proporción de impuestos esperados por la SAFI en 2024 entre el activo inmobiliario al inicio del año (0,32%) y se mantiene constante durante el período de proyección.
- Renta: Se estima como un 12,00% sobre el ingreso proyectado.

Seguros

- Se calcula la proporción del gasto por primas de seguro esperado por la SAFI en 2024 entre el activo inmobiliario al inicio del año (0,15%) y se mantiene constante durante el período de proyección.

Mantenimiento

- Los rubros como servicios públicos, seguridad, contratos de mantenimiento y reparaciones se aumentan por inflación anual durante todo el período de proyección; tomando como base los gastos del 2024.
- El gasto por administración de inmuebles (Improsa Capital) se mantiene constante durante el período de proyección.
- El gasto (específicamente, recuperación de cuotas de mantenimiento) se ajusta por colocaciones de áreas desocupadas en el período proyectado.

Peritazgos, calificación de riesgo, auditorías, asambleas, mercadeo, legales, asesorías y otros

- El primer año de proyección (2025) crece por inflación, tomando como base el gasto correspondiente del 2024.
- Para años subsiguientes se estima un crecimiento igual a la inflación.

Gastos Financieros

- Se calculan según las condiciones crediticias otorgadas por los proveedores de financiamiento.
- Las tasas de referencia proyectadas utilizan la curva forward según corresponda (SOFR 1 mes - SOFR 3 meses); mientras que, los spreads de los créditos vigentes se mantienen constantes durante el plazo de proyección.
- Los créditos vigentes se amortizan según lo pactado con los bancos.
- Se incluyen además gastos por intereses y amortizaciones sobre nuevas deudas proyectadas.
- Las nuevas operaciones de financiamiento futuras se proyectan con base a una tasa compuesta por TRI\$3 meses + 4.00% y una amortización a 20 años.

Inversiones en Mejoras

- Durante el primer año de proyección (2025) se utiliza el plan de mejoras estimado según proyecciones de la SAFI.
- Para el resto del período de proyección (2026-2034) se asume una inversión equivalente al 1.00% del valor de las edificaciones.

De conformidad a los supuestos esbozados anteriormente se procedió con las corridas financieras para el fondo, con el objetivo de poder proyectar las principales variables y que procedemos a detallar a continuación:

Proyecciones Fondo Cuatro

Indicadores	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e
% de ocupación (cierre)	85,1%	85,1%	85,1%	85,1%	85,1%	85,1%	85,1%	85,1%	85,1%	85,1%
% de ocupación (promedio)	84,3%	85,1%	85,1%	85,1%	85,1%	85,1%	85,1%	85,1%	85,1%	85,1%
Rendimiento líquido	5,24%	5,56%	5,21%	5,33%	5,49%	5,64%	5,77%	5,96%	6,13%	6,27%
ROE	5,51%	5,84%	5,47%	5,62%	5,79%	5,95%	6,08%	6,28%	6,46%	6,60%
ROAP	6,96%	7,28%	6,91%	7,10%	7,29%	7,45%	7,61%	7,77%	7,94%	8,10%
Rendimiento bruto	10,25%	10,57%	10,23%	10,37%	10,51%	10,65%	10,79%	10,93%	11,07%	11,22%
Gastos operativos	3,29%	3,30%	3,32%	3,27%	3,22%	3,20%	3,18%	3,16%	3,14%	3,12%
Comisión de administración	1,55%	1,56%	1,57%	1,58%	1,56%	1,55%	1,54%	1,54%	1,53%	1,52%
Impuestos municipales	0,32%	0,31%	0,31%	0,30%	0,30%	0,30%	0,29%	0,29%	0,29%	0,28%
Seguros	0,15%	0,15%	0,15%	0,15%	0,14%	0,14%	0,14%	0,14%	0,14%	0,14%
Mantenimiento	1,00%	0,98%	0,97%	0,97%	0,96%	0,95%	0,94%	0,94%	0,93%	0,92%
Peritazgos	0,04%	0,04%	0,04%	0,04%	0,04%	0,04%	0,04%	0,04%	0,04%	0,04%
Otros gastos	0,23%	0,26%	0,28%	0,24%	0,22%	0,22%	0,22%	0,22%	0,22%	0,22%
Factor apalancamiento financiero	1,032	1,038	1,027	1,028	1,031	1,033	1,034	1,038	1,043	1,046
Apalancamiento financiero	1,175	1,167	1,160	1,163	1,171	1,177	1,185	1,185	1,191	1,201
Índice de incidencia de intereses	0,878	0,889	0,885	0,884	0,880	0,878	0,873	0,876	0,876	0,872
Factor de incidencia de activos no inmobiliarios	0,961	0,963	0,964	0,961	0,959	0,960	0,959	0,964	0,965	0,962
Ícidencia del factor fiscal	0,799	0,804	0,799	0,801	0,803	0,804	0,805	0,807	0,808	0,809
Ratios	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e
Dividendo por participación	\$194,5	\$214,8	\$201,6	\$265,6	\$280,6	\$289,8	\$298,2	\$309,8	\$320,7	\$329,9
Valor en libros por participación	\$5.127	\$5.218	\$5.306	\$5.368	\$5.400	\$5.432	\$5.466	\$5.501	\$5.537	\$5.574
Rendimiento del dividendo	3,79%	4,12%	3,80%	4,95%	5,20%	5,34%	5,46%	5,63%	5,79%	5,92%
Nivel de endeudamiento total	14,4%	13,9%	13,4%	13,7%	14,2%	14,5%	15,0%	15,6%	16,0%	16,4%
Nivel de endeudamiento bancario	11,2%	10,7%	10,1%	10,4%	10,8%	11,1%	11,6%	12,1%	12,5%	12,9%
Costo financiero promedio	6,38%	6,40%	6,64%	6,77%	6,88%	7,00%	7,11%	7,14%	7,12%	7,13%

Figura 25 Indicadores Cuatro

Se prevé una ocupación 85,1% en el 2025, la cual se mantiene constante hasta 2034. En cuanto al rendimiento líquido, este crece en la mayoría de los años, excepto en 2027; aumentando en promedio 16 puntos base durante el período de proyección. Adicionalmente, el dividendo por participación aumenta en promedio US\$16 por año, alcanzando US\$280,6 en 2029 y US\$329,9 en 2034.

Valor descontado por participación FII4

FCFE en US\$ MM	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e
Ingresos	3,9	4,1	4,0	4,1	4,2	4,3	4,4	4,5	4,6	4,7
Gastos operativos	(1,6)	(1,6)	(1,6)	(1,6)	(1,6)	(1,6)	(1,7)	(1,7)	(1,7)	(1,7)
Utilidad Operativa	2,3	2,5	2,4	2,5	2,6	2,6	2,7	2,8	2,9	3,0
Impuestos de renta	(0,5)	(0,5)	(0,5)	(0,5)	(0,5)	(0,5)	(0,5)	(0,5)	(0,6)	(0,6)
NOPAT	1,9	2,0	1,9	2,0	2,1	2,1	2,2	2,3	2,4	2,4
+ D&A	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
- Inversiones de Capital	(0,5)	(0,4)	(0,4)	(0,5)	(0,5)	(0,5)	(0,5)	(0,5)	(0,5)	(0,5)
- Gastos financieros por intereses	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,4)
- Amortización de deuda	(0,6)	(1,3)	(0,6)	(0,6)	(0,7)	(0,7)	(0,7)	(0,3)	(0,3)	(0,4)
+ Emisión de deuda	0,6	1,2	0,4	0,8	0,9	0,9	1,0	0,6	0,6	0,6
FCFE	1,3	1,5	1,3	1,7	1,8	1,9	2,0	2,1	2,1	2,2
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e
FCFE	1,3	1,5	1,3	1,7	1,8	1,9	2,0	2,1	2,1	2,2
Valor terminal										38,6
FCFE	1,3	1,5	1,3	1,7	1,8	1,9	2,0	2,1	2,1	40,7
Factor de descuento	92,0%	84,6%	77,8%	71,5%	65,7%	60,5%	55,6%	51,1%	47,0%	43,2%
Flujo de caja descontado	1,2	1,3	1,0	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	1,0	17,6
Valor patrimonio	27,5									
Número de participaciones en circulación	6.547									
Valor por participación (DCF)	4.204									
Valor en libros*	5.060									
Valor nominal de la participación	5.000									
TIR	7,76%									

*Al 30 de septiembre, 2024.

Figura 26 Valor descontado Cuatro

* Nota: El valor terminal se calcula asumiendo un Ke de 8.75% y una g de 2.53%. Se asume también la liquidación de los activos líquidos y pasivos del Fondo al final del período de proyección.

El valor en libros de la participación es de US\$5.060, sumado a las proyecciones desarrolladas por la administración, corresponden a un retorno para los accionistas del 7,76%.

V. Análisis de resultados para una propuesta de Fusión

Seguidamente se muestra el análisis realizado sobre los resultados para una propuesta de fusión.

Términos de intercambio de participaciones para Fusión

Fondo de Inversión Inmobiliario Gibraltar

Como resultado de una eventual fusión de los fondos, se tiene que la cantidad de participaciones en circulación quedarían de la siguiente forma:

Fondo Gibraltar	
Participaciones en circulación FIIG	315.780
Participaciones emitidas para fusión	222.736
Participaciones totales resultantes FIIG	538.516

Figura 27 Participaciones Gibraltar

Fondo de Inversión Inmobiliario Los Crestones

En el siguiente cuadro se detallan los términos de intercambio entre estos fondos.

Fondo Crestones	
Valor libros por participación FIIC	\$4.827
Valor libros por participación FIIG	\$985
Término de intercambio	4,9024
Participaciones en circulación FIIC	38.570
Participaciones FIIG a emitir	189.087

Figura 28 Participaciones Crestones

Producto del proceso de fusión entre el Fondo Inmobiliario Gibraltar y Fondo Inmobiliario Crestones se obtiene que el término de intercambio de participaciones es de 4,9024 veces, por lo tanto el Fondo Inmobiliario Crestones debe realizar una emisión de 189.087 participaciones, las cuales serán asignadas a los propietarios del Fondo Inmobiliario Crestones. Los valores en libros por participación son de septiembre de 2024.

Fondo de Inversión No Diversificado Inmobiliario Cuatro

En el siguiente cuadro se detallan los términos de intercambio entre estos fondos.

Fondo Cuatro	
Valor libros por participación FII4	\$5.060
Valor libros por participación FIIG	\$985
 Término de intercambio	5,1395
Participaciones en circulación FII4	6.547
Participaciones FIIG a emitir	33.649

Figura 29 Participaciones Cuatro

Como consecuencia de la fusión entre el Fondo de Inversión Inmobiliario Gibraltar y el Fondo de Inversión No Diversificado Inmobiliario Cuatro, los términos del intercambio de participaciones sería de 5,1395 veces. Por lo tanto, el Fondo de Inversión Inmobiliario Gibraltar debería realizar una emisión de 33.649 participaciones que se asignarían a los inversionistas del Fondo de Inversión No Diversificado Inmobiliario Cuatro. Los valores en libros por participación son de septiembre de 2024.

Balance de Situación de Fondos

	Gibraltar 30-Sep-24 Real	Crestones 30-Sep-24 Real	Cuatro 30-Sep-24 Real	Gibraltar Fusionado 31-Dec-25 Estimado
ACTIVO	\$399.860.009	\$274.926.913	\$38.650.453	\$711.152.748
Efectivo e inversiones	\$4.939.694	\$4.905.192	\$525.425	\$3.524.607
Cuentas por cobrar	\$919.537	\$663.233	\$113.861	\$1.463.701
Impuesto sobre la renta diferido	\$2.738.253	\$2.775.397	\$550.999	\$7.593.532
Bienes Inmobiliarios	\$391.249.372	\$262.229.960	\$37.460.168	\$689.870.539
Otros activos	\$13.153	\$4.353.131	\$0	\$8.700.369
PASIVO	\$88.966.899	\$88.766.985	\$5.523.151	\$179.279.715
Préstamos bancarios	\$84.619.735	\$86.820.634	\$5.039.844	\$166.917.768
Ingresos diferidos	\$894.521	\$300.986	\$84.893	\$424.038
Depósitos en garantía	\$2.460.676	\$1.057.889	\$326.550	\$4.060.945
Cuentas por pagar, provisiones y otros pasivos	\$991.967	\$587.476	\$71.864	\$7.876.963
PATRIMONIO	\$310.893.110	\$186.159.928	\$33.127.302	\$531.873.033
Participaciones	\$311.064.679	\$191.777.789	\$32.735.000	\$533.800.679
Ajustes por readquisición de participaciones	-\$263.056	\$0	\$136.053	-\$263.056
Capital pagado en exceso	\$0	\$0	\$0	-\$3.446.977
Reservas por ajustes en el valor de los inmuebles	-\$1.561.497	-\$6.033.341	-\$2.058.708	-\$2.780.879
Otras reservas	\$0	\$0	\$2.217.119	\$0
Rendimiento del período	\$1.652.984	\$415.480	\$97.838	\$4.563.266
Rendimiento de períodos anteriores	\$0	\$0	\$0	\$0
Participaciones en circulación	315.780	38.570	6.547	538.514
Valor en libros por participación para fusión	\$985	\$4.827	\$5.060	\$988
Términos de intercambio de participaciones		4,90	5,14	
Participaciones de FIIG a emitir para intercambio	189.086	33.648		

Figura 30 Balance de Situación de Fondos

Los bienes inmobiliarios de la cuenta de activo darán como resultado US\$690MN para el año 2025 producto de la fusión. Por otro lado, se espera que los préstamos bancarios aumenten US\$7MN para el 2025, finalizando el año con un saldo de US\$167MN. En cuanto a la emisión de participaciones, estas llegarán a US\$532MN, pasando de 315.780 participaciones en circulación a 538.514 participaciones en fusión, lo cual representa un incremento del 70,5%.

Supuestos de proyección Fondo Fusionado

Los supuestos utilizados para la proyección de los fondos fusionados son:

Ingresos por alquileres

- Para el período de proyección se estima el flujo esperado por alquileres con base en los "Rent Rolls" que reflejan las condiciones pactadas con inquilinos.
- Al vencimiento de los contratos, se suponen ajustes anuales de 2,59% en el caso de inmuebles de oficinas e inflación (2,69%) para otros activos.

Comisión de administración

- Para el Fondo Fusionado se estima una comisión de 1,50% sobre el activo neto del Fondo.

Impuestos

- Municipales: Se estiman como la sumatoria de los impuestos municipales a pagar por cada Fondo.
- Renta: Se estima como un 12,00% sobre el ingreso proyectado.

Seguros

- Se estima como la sumatoria de los seguros por Fondo, los cuales se calculan como una proporción del gasto por primas de seguro entre el activo inmobiliario.

Mantenimiento

- Se estiman como la sumatorio de los gastos por mantenimiento de cada uno de los Fondos, con base a las proyecciones de la SAFI para cada uno; esto incluye los ajustes por colocaciones de áreas desocupadas en años posteriores a 2022.

Peritazgos, calificación de riesgo, auditorías, asambleas, mercadeo, legales, asesorías y otros

- Peritazgos: Se suman los gastos por peritajes estimados de cada Fondo y se reconoce un ahorro anual de \$4,350 en inmuebles.
- Calificación de riesgo, auditorías, asambleas y mercadeo: Se consideran los gastos del Fondo prevaleciente (FIIG). Esto resulta en un ahorro anual de \$129.265 para el primer año de proyección.
- Legales y otros: Se suman los gastos esperados según proyecciones de la SAFI para cada Fondo.

Gastos Financieros

- Se agregan las operaciones de deuda vigentes de cada Fondo y sus pagos según las condiciones crediticias respectivas.

- Se incluyen además gastos por intereses y amortizaciones sobre nuevas deudas proyectadas a las condiciones del fondo prevaleciente.
- Las nuevas operaciones de financiamiento futuras se proyectan con base a una tasa compuesta por TRI\$3 meses + 4.00% y una amortización a 20 años.

Inversiones en Mejoras

- Durante el período de proyección se suman las inversiones del plan de mejoras estimado según proyecciones de la SAFI para cada Fondo.

Sinergias operativas estimadas

Producto de la fusión de los fondos, se obtienen economías de escala según se puede apreciar en el siguiente cuadro:

Cifras en US\$ MM	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e
Gasto total de Fondos	37,28	35,94	35,43	35,98	36,71	37,55	38,42	39,29	40,15	40,99
Gasto total Fondo Fusionado	35,54	34,64	35,29	35,96	36,68	37,55	38,44	39,37	40,22	41,10
Ahorro en gastos totales	(1,74)	(1,30)	(0,14)	(0,02)	(0,03)	(0,00)	0,03	0,08	0,07	0,11
VAN de ahorros 2025-2034e										-\$2,73

Figura 31 Sinergias operativas estimadas

Es importante resaltar que, con la fusión, adicionalmente a los ahorros que se obtienen, existen mejoras en la eficiencia operativa del manejo del fondo tanto en temas relacionados con el mantenimiento de los inmuebles, así como en los procesos administrativos internos.

Proyecciones Fondo fusionado resultante

Indicadores	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e
% de ocupación (cierre)	83,0%	86,8%	88,5%	88,9%	88,9%	88,9%	88,9%	88,9%	88,9%	88,9%
% de ocupación (promedio)	81,1%	85,2%	87,5%	88,7%	88,9%	88,9%	88,9%	88,9%	88,9%	88,9%
Rendimiento líquido	3,75%	3,86%	4,32%	4,68%	4,88%	5,02%	5,16%	5,28%	5,44%	5,59%
ROE	3,79%	3,91%	4,38%	4,74%	4,94%	5,09%	5,22%	5,35%	5,51%	5,66%
ROAP	5,01%	5,51%	5,94%	6,29%	6,49%	6,65%	6,80%	6,94%	7,09%	7,23%
Rendimiento bruto	7,52%	7,91%	8,29%	8,59%	8,76%	8,91%	9,05%	9,19%	9,33%	9,46%
Gastos operativos	2,51%	2,40%	2,34%	2,30%	2,27%	2,26%	2,25%	2,25%	2,24%	2,23%
Comisión de administración	1,15%	1,15%	1,14%	1,13%	1,12%	1,11%	1,10%	1,09%	1,08%	1,07%
Impuestos municipales	0,33%	0,32%	0,32%	0,32%	0,32%	0,31%	0,31%	0,31%	0,30%	0,30%
Seguros	0,11%	0,11%	0,11%	0,11%	0,11%	0,11%	0,11%	0,11%	0,11%	0,10%
Mantenimiento	0,74%	0,63%	0,59%	0,57%	0,57%	0,58%	0,58%	0,59%	0,60%	0,60%
Peritazgos	0,02%	0,02%	0,02%	0,03%	0,03%	0,03%	0,03%	0,03%	0,03%	0,03%
Otros gastos	0,15%	0,16%	0,16%	0,14%	0,13%	0,12%	0,12%	0,12%	0,12%	0,12%
Factor apalancamiento financiero	0,903	0,962	0,984	0,997	1,004	1,007	1,010	1,013	1,020	1,026
Apalancamiento financiero	1,350	1,347	1,358	1,367	1,377	1,389	1,401	1,413	1,426	1,440
Índice de incidencia de intereses	0,669	0,714	0,724	0,730	0,729	0,725	0,721	0,717	0,715	0,713
Factor de incidencia de activos no inmobiliarios	1,097	0,972	0,973	0,974	0,975	0,976	0,976	0,977	0,978	0,978
Ícidencia del factor fiscal	0,763	0,759	0,769	0,776	0,778	0,779	0,779	0,779	0,780	0,780
Ratios	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e
Dividendo por participación	\$34,6	\$36,9	\$41,9	\$45,8	\$48,2	\$49,7	\$51,1	\$52,3	\$53,9	\$55,4
Valor en libros por participación	\$985	\$986	\$986	\$987	\$987	\$988	\$988	\$988	\$988	\$989
Rendimiento del dividendo	3,51%	3,74%	4,25%	4,65%	4,88%	5,03%	5,17%	5,30%	5,45%	5,60%
Nivel de endeudamiento total	25,2%	25,6%	26,1%	26,6%	27,2%	27,8%	28,4%	29,0%	29,6%	30,2%
Nivel de endeudamiento bancario	23,5%	23,8%	24,4%	24,8%	25,4%	26,0%	26,6%	27,2%	27,8%	28,4%
Costo financiero promedio	6,54%	6,26%	6,36%	6,49%	6,59%	6,69%	6,78%	6,87%	6,92%	6,97%

Figura 32 Indicadores Fondo Fusionado

El nivel de endeudamiento total del fondo fusionado alcanza un promedio de 27,2% en la proyección de los próximos 5 años y un 30,2% para el año 2034. La ocupación promedio se estima que alcance un 88,9% a partir del año 2028. El rendimiento líquido también presenta una mejoría año a año como consecuencia del incremento en la ocupación. El costo financiero promedio se estima que aumente de forma estable y paulatina.

A pesar de un rendimiento ligeramente menor para Gibraltar, la fusión ofrece un importante beneficio en materia de diversificación por sector de actividad, ya que, actualmente, el portafolio del Fondo está conformado en su mayoría por oficinas (83% según valor en libros); mientras que, la fusión le permitirá incorporar activos de otros sectores de actividad que además han mostrado tener características más defensivas como lo son supermercados y bodegas. Luego de la fusión, la exposición de Gibraltar al sector de oficinas bajaría a 73%.

Por otra parte, a pesar de una disminución con base al rendimiento de Cuatro, la fusión trae consigo un beneficio que para el Fondo Cuatro es una limitante en la actualidad, y es el acceso

a fuentes de financiamiento, las cuales serán necesarias para acometer inversiones futuras que permitan mantener la competitividad de los activos de este Fondo. Actualmente, el Fondo Cuatro tiene un portafolio maduro con propiedades que es probable requieran inversiones en mejoras relevantes para mantener sus niveles de rendimiento; por lo tanto, pertenecer a un Fondo de mayor escala y diversificación facilita el acceso a esa capacidad financiera necesaria para sostener el valor de sus activos en el largo plazo.

Análisis del cambio en los dividendos estimados producto de una potencial fusión

Como resultado del análisis de proyecciones anterior, ante una eventual fusión, se estiman los siguientes cuadros comparativos de dividendos:

Fondo Gibraltar	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e
Dividendos FIIG (sin fusión)	\$24,2	\$33,7	\$40,9	\$46,3	\$49,2	\$50,7	\$52,2	\$53,6	\$55,3	\$56,9
Dividendos FIIG (fusionado)	\$34,6	\$36,9	\$41,9	\$45,8	\$48,2	\$49,7	\$51,1	\$52,3	\$53,9	\$55,4
Intercambio FIIG:FIIG	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000
Dividendos equivalentes (fusionado)	\$34,6	\$36,9	\$41,9	\$45,8	\$48,2	\$49,7	\$51,1	\$52,3	\$53,9	\$55,4
Diferencia (incremental)	\$10,4	\$3,2	\$1,0	-\$0,5	-\$1,0	-\$1,0	-\$1,1	-\$1,3	-\$1,4	-\$1,5
VAN diferencia	\$8,8									

Figura 33 Dividendos Gibraltar

El valor presente de los dividendos por participación para los próximos 10 años que obtendrían los inversionistas del Fondo de Inversión Inmobiliario Gibraltar, se estiman en US\$8,8.

Fondo Los Crestones	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e
Dividendos FIIC (sin fusión)	\$242,6	\$182,3	\$197,9	\$207,6	\$215,2	\$222,3	\$227,9	\$233,2	\$239,9	\$246,0
Dividendos FIIC (fusionado)	\$34,6	\$36,9	\$41,9	\$45,8	\$48,2	\$49,7	\$51,1	\$52,3	\$53,9	\$55,4
Intercambio FIIC:FIIG	4,9024	4,9024	4,9024	4,9024	4,9024	4,9024	4,9024	4,9024	4,9024	4,9024
Dividendos equivalentes (fusionado)	\$169,6	\$180,9	\$205,6	\$224,8	\$236,3	\$243,7	\$250,3	\$256,6	\$264,2	\$271,5
Diferencia (incremental)	-\$73,0	-\$1,4	\$7,6	\$17,2	\$21,1	\$21,3	\$22,5	\$23,4	\$24,4	\$25,5
VAN diferencia	\$23,6									

Figura 34 Dividendos Los Crestones

En el caso del Fondo de Inversión Inmobiliario Los Crestones, para cada inversionista el valor presente de la ganancia proyectada por participación para los próximos 10 años se estima en US\$23,6.

Fondo FII4	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e
Dividendos FII4 (sin fusión)	\$194,5	\$214,8	\$201,6	\$265,6	\$280,6	\$289,8	\$298,2	\$309,8	\$320,7	\$329,9
Dividendos FII4 (fusionado)	\$34,6	\$36,9	\$41,9	\$45,8	\$48,2	\$49,7	\$51,1	\$52,3	\$53,9	\$55,4
Intercambio FII4:FIIG	5,1395	5,1395	5,1395	5,1395	5,1395	5,1395	5,1395	5,1395	5,1395	5,1395
Dividendos equivalentes (fusionado)	\$177,8	\$189,7	\$215,5	\$235,6	\$247,8	\$255,5	\$262,4	\$269,0	\$277,0	\$284,6
Diferencia (incremental)	-\$16,7	-\$25,2	\$13,9	-\$30,0	-\$32,8	-\$34,4	-\$35,8	-\$40,8	-\$43,7	-\$45,3
VAN diferencia	-\$170,5									

Figura 35 Dividendos Cuatro

Los inversionistas del Fondo de Inversión No Diversificado Inmobiliario Cuatro tendrían una disminución de dividendos en los próximos años que calculados a valor presente representan US\$170,5 por participación.

Valor descontado por participación Fondo Fusionado

FCFE en US\$ MM	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e
Ingresos	55,0	55,0	58,1	60,7	62,5	64,1	65,7	67,4	69,0	70,7
Gastos operativos	(17,6)	(16,8)	(16,6)	(16,4)	(16,4)	(16,4)	(16,5)	(16,7)	(16,7)	(16,9)
Utilidad Operativa	37,4	38,1	41,5	44,3	46,1	47,7	49,2	50,7	52,3	53,9
Impuestos de renta	(6,3)	(6,6)	(7,0)	(7,3)	(7,5)	(7,7)	(7,9)	(8,1)	(8,3)	(8,5)
NOPAT	31,2	31,5	34,5	37,0	38,6	40,0	41,3	42,6	44,0	45,4
+ D&A	0,9	0,9	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6
- Inversiones de Capital	(10,5)	(7,0)	(6,4)	(5,7)	(6,4)	(6,6)	(6,7)	(6,9)	(7,1)	(7,2)
- Gastos financieros por intereses	(11,3)	(10,8)	(11,3)	(11,8)	(12,4)	(13,0)	(13,6)	(14,2)	(14,7)	(15,3)
- Amortización de deuda	(12,0)	(13,2)	(13,4)	(14,3)	(15,3)	(16,3)	(17,1)	(17,8)	(19,1)	(20,3)
+ Emisión de deuda	7,0	17,0	18,5	19,0	21,0	22,5	23,2	24,0	25,5	27,0
FCFE	5,3	18,5	22,9	25,0	26,3	27,3	27,8	28,4	29,3	30,1
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e
FCFE	5,3	18,5	22,9	25,0	26,3	27,3	27,8	28,4	29,3	30,1
Valor terminal										476,5
FCFE	5,3	18,5	22,9	25,0	26,3	27,3	27,8	28,4	29,3	506,6
Factor de descuento	92,0%	84,6%	77,8%	71,5%	65,7%	60,5%	55,6%	51,1%	47,0%	43,2%
Flujo de caja descontado	4,8	15,6	17,8	17,9	17,3	16,5	15,4	14,5	13,8	219,0
NPV	366,9									
Número de participaciones en circulación	538,516									
Valor por participación (DCF)	681									
Valor en libros*	988									
Valor nominal de la participación	1.000									
TIR	6,81%									

*Valor estimado con base a la proyección del activo neto

Figura 36 Valor descontado Fondo Fusionado

Una vez efectuada la fusión, el nuevo retorno de los fondos fusionados es un 6,81%, disminuyendo ligeramente con relación al rendimiento de Gibraltar (6,87%), aumentando con base a Los Crestones (6,50%) y disminuyendo según el rendimiento de Cuatro (7,76%).

Diversificación del portafolio fusionado

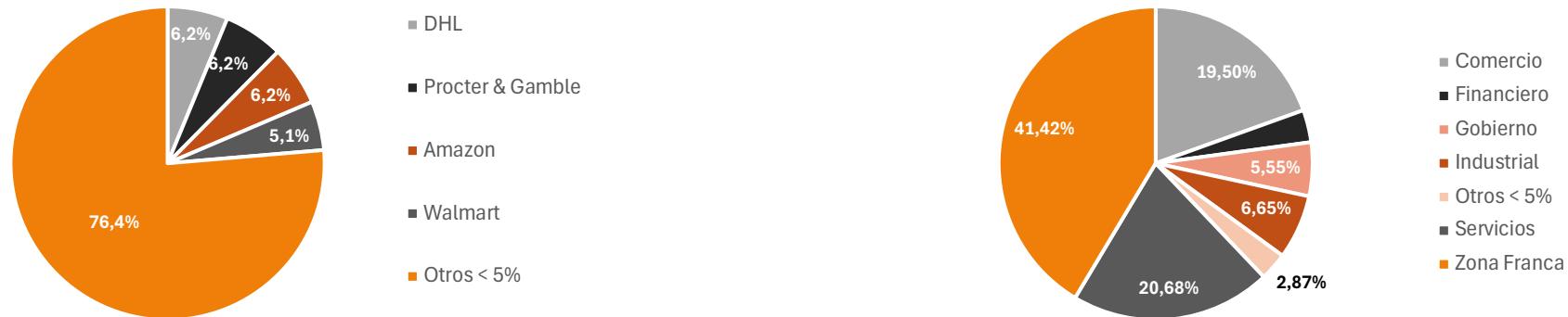


Figura 37 Distribución del ingreso por inquilino-fusionado

Figura 38 Distribución del ingreso por sector-fusionado

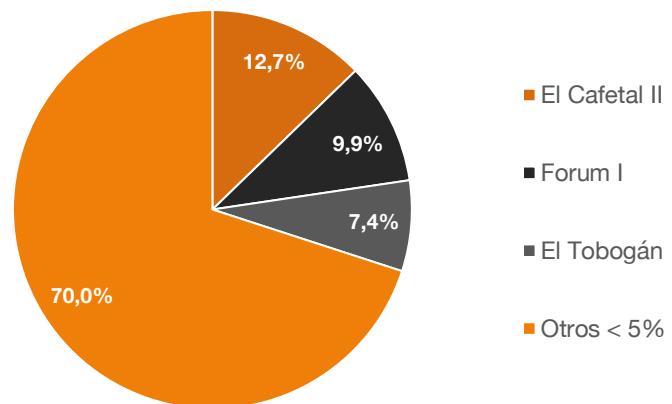


Figura 39 Distribución del ingreso por inmueble-fusionado

VI. Conclusiones

A continuación se presentan conclusiones sobre los potenciales resultados de la fusión:

Fondo Los Crestones

- Mejora la capacidad de acceso a financiamiento
- Menor exposición a volatilidad en tasas de interés
- Diversificación del ingreso por inquilino y reducción del riesgo de concentración de activos
- Incorpora activos clase A+ dentro de su cartera.
- Las proyecciones iniciales de la SAFI nos muestran un retorno esperado para los accionistas en promedio para los próximos 10 años del 6,5%. Por otra parte, para el fondo fusionado se proyecta un retorno del 6,81%
- Se estima un aumento en los dividendos durante los próximos 10 años, el cual traído a valor presente a hoy, es de US\$23,6 por participación

Fondo Gibraltar

- Mayor diversificación por sector y reducción de la concentración de la cartera en oficinas, incorporando activos de otros sectores como supermercados y bodegas.
- Mejora en la diversificación de las fuentes de ingreso, por medio de una mayor disagregación del ingreso, pues para la mayoría de inquilinos (76%) su peso en ingresos no sería superior al 5%.
- Las proyecciones iniciales de la SAFI nos muestran un retorno esperado para los accionistas en promedio para los próximos 10 años del 6,87%. Por otra parte, para el fondo fusionado se proyecta un retorno del 6,81%
- Se estima un aumento en los dividendos durante los próximos 10 años, el cual traído a valor presente a hoy, es de US\$8,8 por participación

Fondo Cuatro

- Formar parte de un Fondo con activos de mayor escala, tanto en tamaño como en diversificación del portafolio, le permite tener acceso a los recursos financieros necesarios, para ejecutar las inversiones para garantizar la competitividad y el rendimiento futuro de sus activos
- Pertener a un Fondo diversificado donde el inquilino principal no representa más del 6% del ingreso y más del 75% del ingreso total proviene de inquilinos que no aportan más de un 5% del ingreso total
- Mejor potencial de liquidez al incorporarse a un Fondo de mayor tamaño
- Las proyecciones iniciales de la SAFI nos muestran un retorno esperado para los accionistas en promedio para los próximos 10 años del 7,76%. Por otra parte, para el fondo fusionado se proyecta un retorno del 6,81%

- Se estima una disminución en los dividendos durante los próximos 10 años, el cual traído a valor presente a hoy, es de US\$170,5 por participación

Otros efectos esperados de la Fusión

Mejora en la percepción del Fondo resultante en el mercado (perfil más diversificado e inquilinos de nivel) con potencial mejora en la liquidez del instrumento.

La fusión propuesta constituye la consolidación de los fondos administrados bajo un solo vehículo. Dicha consolidación es estratégica para continuar materializando sinergias operativas (economías de escala), mejorar la gestión del riesgo de los inversores, acceder a mercados internacionales y a condiciones financieras más competitivas.