

FIDEICOMISO PARA LA EMISIÓN DE BONOS/INMOBILIARIA SANTIAGOMILLAS- SCOTIABANK DE COSTA RICA-2011

Informe Mantenimiento de Calificación de Riesgo

Sesión Ordinaria: N° 1192020

Fecha de ratificación: 06 de agosto de 2020

Información Financiera: no auditada a diciembre 2019 y marzo 2020.

Contactos: Nancy Rodríguez Bejarano
Marcela Mora Rodríguez

Analista Financiero
Analista Senior

nrodriguez@scriesgo.com
mmora@scriesgo.com

1. CALIFICACIÓN DE RIESGO

A continuación, se presenta el análisis de calificación de riesgo del Fideicomiso para la Emisión de Bonos/Inmobiliaria Santiagomillas-Scotiabank de Costa Rica-2011, en adelante llamado "Fideicomiso Santiagomillas", con información financiera no auditada a diciembre 2019 y a marzo 2020.

Con base en esta información, se otorgaron las siguientes calificaciones:

Fideicomiso para la Emisión de Bonos/Inmobiliaria Santiagomillas- Scotiabank de Costa Rica-2011				
Bonos Estandarizados	Anterior		Actual*	
	Calificación	Perspectiva	Calificación	Perspectiva
Bonos Estandarizados Serie A	scr AA (CR)	Estable	scr AA (CR)	Estable
Bonos Estandarizados Serie B	scr AA (CR)	Estable	scr AA (CR)	Estable

*La calificación actual no varió con respecto a la anterior.

Explicación de la calificación otorgada:

scr AA (CR): Emisiones respaldadas por una muy buena gestión de los riesgos a los que se ve expuesta la capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos acordados. No se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a la que pertenece o en la economía. Nivel Muy Bueno.

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

Las calificaciones desde "scr AA (CR)" a "scrC (CR)" pueden ser modificadas por la adición del signo positivo (+) o negativo (-) para indicar la posición relativa dentro de las diferentes categorías.¹

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

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

2. FUNDAMENTOS

La calificación asignada a la Emisión de Bonos/Inmobiliaria Santiagomillas-Scotiabank de Costa Rica-2011 se fundamenta en:

Fortalezas

- Fortaleza financiera de la Inmobiliaria Santiagomillas S.A. (Fideicomitente).
- Estructura financiera del Fideicomiso estable.
- Indicadores financieros sanos por parte del Fideicomiso.
- Alta calidad de los inmuebles dados en garantía dentro del Fideicomiso.
- Contrato maestro de arrendamiento que respalda el ingreso de flujos para el Fideicomiso.
- Fideicomitente comprometido con la figura y que hasta la fecha ha cumplido a cabalidad sus obligaciones.
- Fiduciario con experiencia en la administración de Fideicomisos de Oferta Pública.

Retos

- Mantener una gestión diligente por parte del Fiduciario en la administración del Fideicomiso a lo largo de la vida del mismo.
- Mantener un control sobre el cumplimiento de las proyecciones del Fideicomiso, con el objeto de realizar un planeamiento oportuno para el momento del vencimiento de los bonos.
- Dar mantenimiento oportuno y preventivo a los inmuebles que responden dentro del patrimonio del Fideicomiso.

Con relación a la crisis sanitaria del COVID-19, comenta la Administración que el Fideicomiso no ha presentado afectación en materia de atrasos en los pagos de arrendamientos, lo anterior considerando que, según el contrato del Fideicomiso, el Fideicomitente (Inmobiliaria Santiagomillas) en su condición de arrendante debe pagar la totalidad de la renta establecida en los contratos maestros de arrendamientos de cada una de las fincas.

Por lo tanto, de presentarse algún inconveniente entre los subarrendatarios deberá ser resuelto y cubierto por Inmobiliaria Santiagomillas y sus clientes. Asimismo, hay que considerar que en ambos inmuebles el mayor subarriendo que tiene la Inmobiliaria en cada una de las fincas arrendadas es Automercado, negocio al detalle que suplir productos de primera necesidad al mercado que no se ha visto afectada por los cierres sanitarios dispuestos por parte de las Autoridades Sanitarias.

3. HECHOS RELEVANTES

El 08 de octubre de 2019 se comunica el resultado de los avalúos realizados a los inmuebles fideicomitados para el reconocimiento a valor razonable, dichos avalúos comparados con los del periodo 2018 mostraron un crecimiento neto de US\$56.444,24. Las valoraciones fueron efectuadas por la firma ICICOR.

4. GENERALIDADES DEL FIDEICOMISO

El Fideicomiso Santiagomillas fue constituido el día 12 de agosto del 2011, con el objetivo de reestructurar los pasivos cedidos por la Inmobiliaria Santiagomillas S.A. y pagar las series del Programa de Emisión y demás pasivos del Fideicomiso.

El propósito del Fideicomiso Santiagomillas se puede resumir en varios puntos:

- Que el Fiduciario utilice los flujos que provienen de los contratos de arrendamiento para constituir y abastecer las cuentas del Fideicomiso.
- Que el Fiduciario proceda a cumplir utilizando los fondos disponibles del Fideicomiso, las obligaciones de pago de bonos e intereses.
- Que el Fiduciario proceda a realizar nuevas emisiones para cubrir los fondos que el Fideicomiso pudiera necesitar para la cancelación total del principal e intereses de los bonos.
- Que al haberse cancelado la totalidad de las amortizaciones e intereses y cualquier gasto originado

por emisión, el Fiduciario proceda con la devolución del patrimonio fideicometido al Fideicomitente.

- Que en caso de incumplimiento de los contratos de arrendamiento por parte del Fideicomitente, el Fideicomiso ejecute el procedimiento establecido en el contrato del Fideicomiso.
- Que a solicitud de Inmobiliaria Santiagomillas el Fiduciario proceda con la cancelación de las cédulas hipotecarias aportadas al patrimonio fideicometido, en cualquier momento durante el plazo del Fideicomiso, en el tanto estas no se encuentren prescritas.
- Que de previo a su cancelación, el Fiduciario custodie las cédulas hipotecarias, y las mantenga en propiedad fiduciaria.

4.1. Patrimonio Fideicometido

Los bienes y derechos cedidos al Fideicomiso en concepto de patrimonio fideicometido son los siguientes:

- Finca ubicada en Pozos de Santa Ana en la provincia de San José, que mide 1,09 hectáreas aproximadamente. Se refiere a un centro comercial que cuenta con un supermercado Auto Mercado y nueve locales comerciales.
- Finca ubicada en San Isidro de Alajuela en la provincia de Alajuela, que mide 3,96 hectáreas aproximadamente. Se refiere a un centro comercial que cuenta con un supermercado Auto Mercado y once locales.
- Tres cédulas hipotecarias emitidas a favor de Santiagomillas S.A., empresa absorbida por fusión por Inmobiliaria Santiagomillas S.A., que pesan sobre el inmueble de Alajuela, inscritas en el registro público, por un monto de US\$2.500.000, cuyo vencimiento es el 20 de julio de 2007, y prescriben inicialmente diez años después.

4.2. Descripción de los inmuebles

Como se mencionó en el apartado anterior, el Fideicomiso tiene como parte del patrimonio dos inmuebles, uno ubicado en Alajuela y el otro en Santa Ana, ambos arrendados por la cadena de supermercados Automercado y algunos otros comercios en los locales. Seguidamente, se muestra una breve descripción de los mismos:

Inmueble de Santa Ana	
Ubicación	Pozos de Santa Ana
Terreno en m2	10.922,77
Construcción en m2	4.457,40
Tipo construcción	Centro comercial
Construcción en años	14
Tipo de locales	Supermercado y locales comerciales
Uso de los locales	Venta detallista
Tipo de zona	Comercial de plusvalía estable

Inmueble de Alajuela	
Ubicación	San Isidro de Alajuela
Terreno en m2	39.611,82
Construcción en m2	4.503,21
Tipo construcción	Centro comercial
Construcción en años	8
Tipo de locales	Supermercado y locales comerciales
Uso de los locales	Venta detallista
Tipo de zona	Residencial de plusvalía estable

Resulta válido mencionar que los inmuebles dados en garantía al Fideicomiso se valoran anualmente, procedimiento que garantiza mantener actualizado el valor de mercado de estos inmuebles, los cuales ante cualquier incumplimiento podrían servir para cancelar las obligaciones con los inversionistas.

La última valoración registrada fue en julio 2019 para ambos inmuebles. El valor del inmueble de Alajuela se mantuvo sin mayor variación con respecto al año anterior, por su parte, el valor del inmueble de Santa Ana aumentó en 1% anual. A continuación el detalle:

	Avalúo 2018	Avalúo 2019	Variación	Δ%
Inmueble Alajuela	\$ 9.076.867	\$ 9.082.760	\$ 5.893	0%
Terreno	\$ 3.598.994	\$ 3.631.496	\$ 32.502	1%
Construcción	\$ 5.477.873	\$ 5.451.264	\$ (26.609)	0%
Inmueble Santa Ana	\$ 7.409.491	\$ 7.460.042	\$ 50.552	1%
Terreno	\$ 3.545.742	\$ 3.559.599	\$ 13.857	0%
Construcción	\$ 3.863.748	\$ 3.900.443	\$ 36.695	1%

Un aspecto relevante por mencionar en relación con el inmueble de Alajuela es que existe una parcela, denominada FF1, con un área privativa de 14.414,84 m2, misma que formará parte del patrimonio fideicometido en un estado de excepción.

4.3. Contratos maestros de arrendamiento

El Fideicomitente arrienda los inmuebles aportados al Fideicomiso, suscribiendo los contratos maestros de arrendamientos correspondientes a cada inmueble.

Inmobiliaria Santiagomillas depositará los días primero de cada mes, o en su defecto el día hábil siguiente, los montos de las rentas, en las cuentas del Fideicomiso. En el caso de Alajuela, el monto de la renta mensual a pagar durante el 2020 es de US\$65.088,08 por mes adelantado; el arrendamiento corresponde únicamente a la porción en garantía. El monto de la renta mensual correspondiente al inmueble de Santa Ana es de US\$72.512,83 durante el 2020. Los montos de la renta de ambos contratos maestros de arrendamiento estarán sujetos a un incremento anual de 2% sobre el monto de la renta del año anterior.

El plazo de los contratos es por 15 años a partir de setiembre 2011. De previo a que haya transcurrido el plazo de cada uno de los contratos maestros de arrendamiento, con al menos seis meses de anticipación, Inmobiliaria Santiagomillas podrá renovar el contrato, para continuar con el arrendamiento y extender los contratos maestros por un período que cubra el resto del plazo de este Fideicomiso.

Si Inmobiliaria Santiagomillas opta por no renovar los contratos maestros, estará obligada, según las disposiciones de este Fideicomiso, a proporcionarle al Fideicomiso un nuevo inquilino para los inmuebles, que deberá alquilarlo (s) al menos en las mismas condiciones en las que se encuentran alquilados a Inmobiliaria Santiagomillas o mejores. En este caso, si Inmobiliaria Santiagomillas no colabora con el Fiduciario para que dicho nuevo inquilino en efecto suscriba el arrendamiento del inmueble arrendado correspondiente, o la negociación de dicho contrato no se concreta en una firma, el Fiduciario deberá considerar el Fideicomiso incumplido, y proceder con el procedimiento indicado en el contrato de Fideicomiso.

5. FIDEICOMITENTE

Inmobiliaria Santiagomillas S.A. es el Fideicomitente en el presente Fideicomiso. Fue constituida en mayo 2007 e inició formalmente operaciones en octubre del mismo año, tras fusionarse por absorción con las compañías Centro Comercial del Este S.A., Santiagomillas S.A. e Inmobiliaria Alonso S.A. En el pasado, estas empresas eran parte del Grupo Auto Mercado, el cual administraba el negocio inmobiliario desde 1960, año en que se inicia el negocio de supermercados, por parte del Grupo.

En torno a la estructura societaria de la Empresa, cabe señalar que la totalidad del capital social le pertenece al socio AM Real State Holding Inc., empresa constituida bajo la legislación de la República de Panamá. Seguidamente, se presenta la estructura indicada:

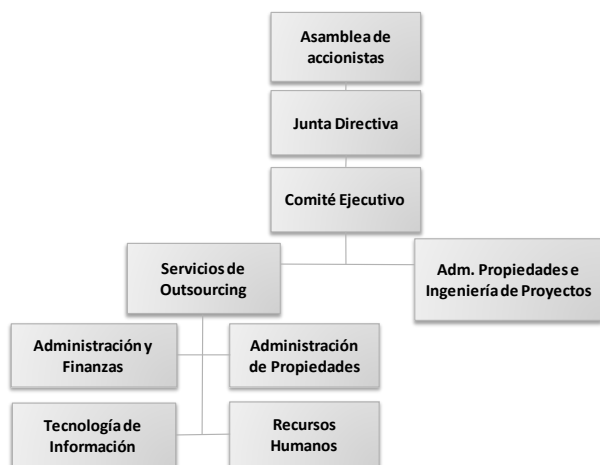


Sobre este tema, es importante mencionar que Inmobiliaria Santiagomillas S.A. no tiene ninguna subsidiaria y que los inmuebles que alquila están registrados como activos propios.

El giro principal del negocio es el manejo de bienes inmuebles. La Inmobiliaria se propone en el Plan Estratégico Corporativo a 2019 la apertura de un nuevo local por año con el fin de aumentar la cobertura geográfica de la Gran Área Metropolitana, aumentando así el portafolio de inmuebles.

5.1. Estructura Organizativa

La estructura administrativa de Inmobiliaria Santiagomillas S.A. se puede apreciar a continuación:



Resulta preciso aclarar que la Inmobiliaria Santiagomillas, recibe los servicios outsourcing de una empresa del Grupo llamada Automercado S.A., la cual le brinda los servicios de

finanzas, administración, recurso humano, etc., con lo cual mantienen economías de escala.

La Junta Directiva está compuesta de la siguiente manera:

Junta Directiva	
Puesto	Miembro
Presidente	Guillermo Alonso Guzmán
I Vicepresidente	Diego Alonso Naranjo
II Vicepresidente	Alberto Alonso Guzmán
Secretario	Adrián Alonso Naranjo
Tesorero	Eduardo Alonso Guzmán
Vocal I	Manrique Alonso Guzmán
Vocal II	Mary Paz Alonso Naranjo

5.2. Mercado que abastece

Los servicios ofrecidos por la Inmobiliaria corresponden al arrendamiento de locales comerciales en ubicaciones estratégicas, en su mayoría ubicadas en el Valle Central.

Una de las fortalezas de la Entidad es ser la desarrolladora para la Cadena de Supermercados Auto Mercado, la cual es una de las más importantes del país, con más de cincuenta años de presencia a nivel nacional.

Inmobiliaria Santiagomillas S. A. es la dueña de los siguientes locales comerciales, que se encuentran actualmente alquilados:

- Auto Mercado Alajuela y once locales comerciales, ubicado en la Ceiba de Alajuela.
- Auto Mercado Centro, estacionamiento y diez apartamentos, ubicados la avenida 3, calles 3 y 5 en San José.
- Auto Mercado el Coco y ocho locales comerciales, ubicados el Cantón de Carrillo en Guanacaste.
- Auto Mercado Heredia y siete locales comerciales ubicados carretera a Barva de Heredia.
- Auto Mercado Los Yoses, edificio con seis locales comerciales, estacionamientos, oficinas y seis apartamentos, en el barrio Los Yoses en San Pedro.
- Auto Mercado Moravia y tres locales comerciales ubicados en el límite de los cantones de Tibás y Moravia.
- Auto Mercado Santa Ana, y nueve locales comerciales ubicados sobre la Radial a Belén en Santa Ana.
- Auto Mercado Tres Ríos, y diez locales comerciales ubicados en la Unión de Cartago.
- Centro Comercial Plaza del Sol, ubicado en Curridabat.

- Centro de Distribución, ubicado en Santa Rosa de Santo Domingo de Heredia.
- Edificio Victoria, ubicado en la avenida 3, calle 3 en San José.
- Planta Industrial, ubicada en Santo Domingo de Heredia
- Auto Mercado Guachipelín, ubicado en Distrito cuarto de Escazú
- Auto Mercado Bratsi, ubicado en el Centro Comercial Plaza Bratsi.
- Auto Mercado Santo Domingo y diez locales más, ubicado en Santo Tomás de Santo Domingo de Heredia.

Asimismo, cuenta con otros dos terrenos en Herradura y Conchal como inversiones disponibles para la venta.

Los contratos de arrendamiento de los locales comerciales tienen una vigencia de un año prorrogable a tres años y se renuevan automáticamente por períodos iguales.

Cabe indicar que los Auto Mercados no son subsidiarias de Inmobiliaria Santiagomillas S.A., sino inquilinas de inmuebles propiedad de la Inmobiliaria. Por tanto, los supermercados que se localizan en dichos inmuebles pertenecen al mismo grupo de interés económico de la Inmobiliaria, más no pertenecen a la misma.

5.3. Obligaciones del Fideicomitente

Algunas de las obligaciones más relevantes del Fideicomitente son las siguientes:

- Tomar en alquiler los inmuebles fideicometidos por un plazo de quince años por medio de Contratos Maestros de Arrendamiento. En el caso en que Inmobiliaria Santiagomillas S.A. termine anticipadamente el contrato de arrendamiento en cualquier momento previo a la expiración de su término, o el Fideicomiso dé por terminado el alquiler debido a cualquier incumplimiento, Inmobiliaria Santiagomillas S.A. deberá pagar al Fideicomiso la suma de un millón de dólares (US\$1.000.000) por inmueble, como indemnización fija por daños y perjuicios.
- Comprometerse a realizar el pago puntual al Fiduciario por concepto de los Contratos Maestros de Arrendamiento firmado entre ambas partes.
- Ser responsable del manejo, el mantenimiento, la modificación y los trámites concernientes a los inmuebles del Fideicomiso, y utilizarlos para cualquier propósito que no contravenga la ley y no vaya en detrimento del Fideicomiso mismo o los accionistas.

- Dar la autorización, si así se decide, de aportar al Fideicomiso nuevos inmuebles, con el fin de realizar nuevas emisiones distintas a las mencionadas en este prospecto.
- Realizar una verificación del estado e inversión de las cuentas del Fideicomiso cuando lo crea conveniente.
- Solicitarle por escrito al Fiduciario la devolución de cualquier remanente que forme parte de las cuentas del Fideicomiso al momento de la liquidación del Fideicomiso.

5.4. Datos de la situación financiera del Fideicomitente

A marzo 2020, Inmobiliaria Santiagomillas contabiliza un monto total de €80.474,90 millones en activos, aumentando un 5% anual y reduciéndose en 6% semestral. De forma anual la variación fue explicada principalmente por el incremento en las propiedades en inversión y en el activo circulante. Por el contrario, de forma semestral, la reducción se debió a la reducción en las propiedades de inversión.

Los activos de la Inmobiliaria se constituyen en un 97% por la partida de propiedades de inversión; el porcentaje restante corresponde a activo circulante. Dicha estructura es considerada como normal en virtud del tipo de negocio del que se trata.

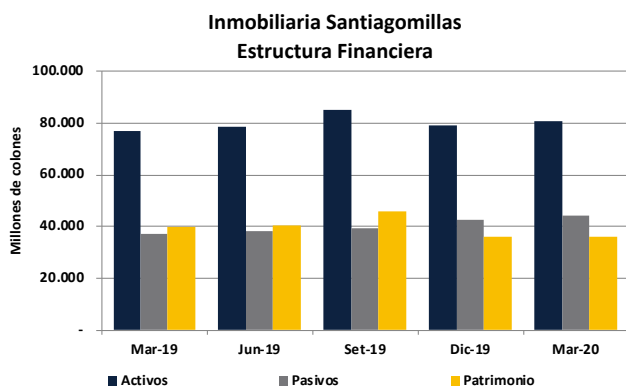
La partida de propiedades de inversión se encuentra conformada por los terrenos y edificios pertenecientes a la Inmobiliaria.

Por su parte, los pasivos de la Inmobiliaria suman un total de €44.417,20 millones al cierre del período en análisis, registrando un crecimiento de 19% interanual y de 13% semestral. La variación anual y semestral respondió principalmente al incremento en los documentos por pagar a largo plazo.

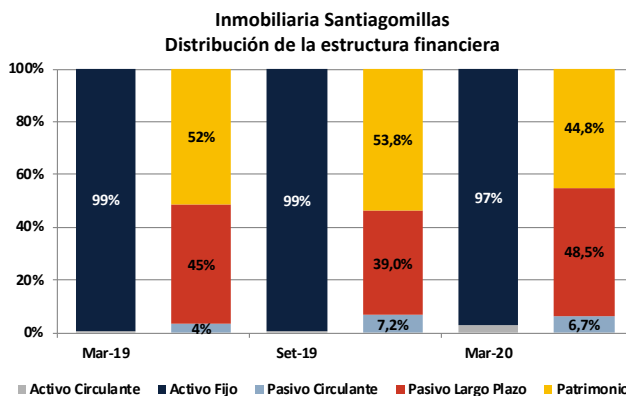
Con respecto a su composición, los pasivos se constituyen en un 84% por los pasivos de largo plazo y la porción restante por pasivos circulantes. El rubro de mayor representatividad dentro de los pasivos corresponde a los documentos por pagar a largo plazo, el cual representa un 50%. Además, la porción circulante de documentos por pagar a largo plazo muestra un peso relativo del 3% sobre el total de pasivos. El pasivo fideicometido representa un 25% del total.

Por último, el patrimonio de la Inmobiliaria se registra en €36.057,70 millones al cierre de marzo 2020, disminuyendo en 9% anual y en 21% semestral. La variación respondió en mayor medida a movimientos en el capital pagado en exceso y en las utilidades retenidas.

A la fecha bajo análisis, el patrimonio se compone en un 50% por la reserva de utilidades, seguido de 32% por las utilidades retenidas, 11% por el capital social y 5% por el capital pagado en exceso, siendo éstas las partidas de mayor representatividad.



De forma histórica, el activo fijo ha mostrado un rol preponderante dentro de la composición de los activos totales, condición catalogada como normal dada la naturaleza del negocio inmobiliario. A marzo 2020, un 45% de sus activos fueron financiados a través de su estructura patrimonial, seguida de un financiamiento de 48% con pasivo a largo plazo y el restante 7% con pasivo circulante.



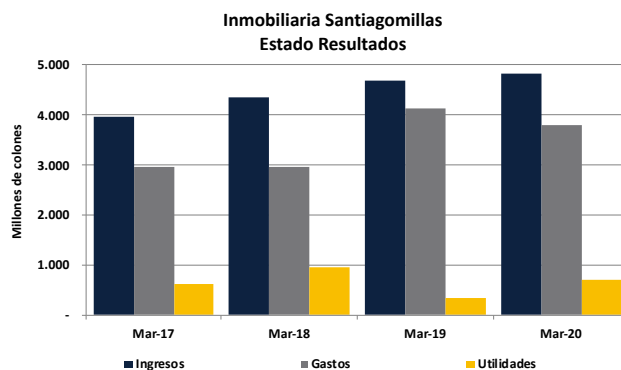
En términos de resultados, a marzo 2020, la Inmobiliaria registró ganancias por €714,22 millones, presentando un crecimiento de 104% con respecto al monto registrado el año anterior. La variación anterior respondió al aumento en los ingresos aunado a la reducción en los gastos, principalmente en los gastos financieros y en los gastos por diferencial cambiario.

A marzo 2020, los ingresos acumulados alcanzaron un monto total de €4.820,57 millones, los cuales aumentan en 3% anual ante el incremento en los ingresos por arrendamiento (+3% anual) y en los ingresos financieros (+2% anual).

Los ingresos de la Inmobiliaria se componen en un 98% por ingresos de arrendamiento, seguido de un 2% por ingresos financieros y otros ingresos.

Por su parte, los gastos acumulan un total de €3.797,98 millones a marzo 2020, reduciéndose en 8% con respecto al año anterior. El cambio en los gastos obedece principalmente a la disminución en los gastos financieros y en los gastos por diferencial cambiario.

La partida de gastos está compuesta en un 77% por los gastos generales y de operación, secundado por los gastos financieros con un aporte del 17% y los gastos por diferencial cambiario con 6%.



La razón circulante se ubica en 0,47 veces, aumentando con respecto a cierres trimestrales anteriores, ante el aumento más que proporcional del activo circulante frente al pasivo circulante. El apalancamiento, de igual forma, crece levemente respecto a períodos previos. Por su parte, ante la mejora en los resultados, los indicadores de rentabilidad aumentan interanualmente.

El análisis de la situación financiera de la Inmobiliaria corresponde a un elemento de notable distinción dentro del proceso de evaluación de la estructura del Fideicomiso, lo anterior dado que recae mayoritariamente sobre la Entidad la generación de ingresos del Fideicomiso y por ende al pago de las emisiones.

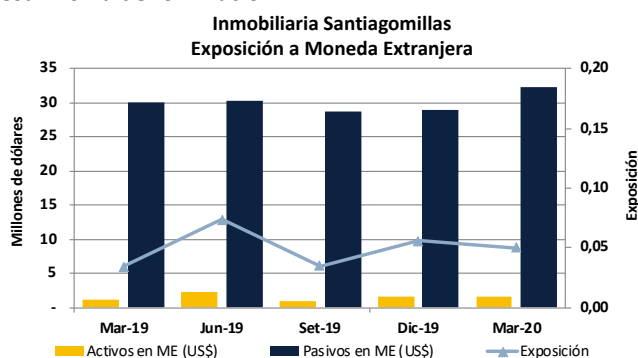
Indicadores Inmobiliaria	mar-19	jun-19	sep-19	dic-19	mar-20
Act. Circulante / Pas. Circulante	0,26	0,40	0,10	0,14	0,47
Pasivos Totales / Patrimonio	0,94	0,94	0,86	1,17	1,23
Gastos Totales/Ingresos Totales	0,88	0,74	0,90	0,64	0,79
Margen neto	7,5%	17,4%	-0,2%	25,4%	14,8%
Rentabilidad s/ patrimonio	1,6%	3,8%	0,0%	6,4%	3,5%
Rendimiento s/ Inversión	0,9%	2,0%	0,0%	3,2%	1,7%

5.4.1. Exposición Cambiaria

Inmobiliaria Santiagomillas cuenta dentro de su estructura con activos y pasivos en moneda extranjera, mismos que se ven expuestos a las fluctuaciones del mercado cambiario, manifestando así un potencial riesgo de tipo de cambio.

A marzo 2020, el activo denominado en moneda extranjera representa el 0,5% del activo total, mientras que el pasivo en moneda extranjera corresponde el 43% del pasivo total. Es preciso señalar que dichos pasivos se componen principalmente por los documentos por pagar a largo plazo.

Además, al término del período en evaluación, se registra una brecha negativa de US\$31,47 millones (₡18.482,94 millones). Lo anterior determina un índice de exposición cambiaria con una cobertura muy baja, en donde los activos en moneda extranjera cubren en 0,02 veces los pasivos en esa misma denominación.



Según se indica en las notas a los estados financieros, la Inmobiliaria ejecuta un monitoreo constante de la exposición neta en dólares, esto con el objetivo de gestionar efectivamente el respectivo riesgo cambiario. Asimismo, la Gerencia realiza un análisis de sensibilidad sobre la exposición neta, en el cual se plantea escenarios de posibles pérdidas o ganancias ante variaciones del 10% en el tipo de cambio según sea la tendencia de la variación.

La Administración de la Inmobiliaria comenta que se han tomado medidas mitigadoras ante el riesgo de tipo de cambio. En esta línea, han canjeado deudas en dólares por deudas en colones, se han ido dolarizando los ingresos por

medio de los cambios de contratos de arrendamiento de colones a dólares; además, los aportes de los socios a la Inmobiliaria se realizan actualmente en dólares.

6. FIDUCIARIO

El papel del Fiduciario lo cumple Scotiabank de Costa Rica S.A., delegado en el departamento de Fideicomisos, el cual se encuentra bajo la jurisdicción costarricense. El Banco pertenece al Grupo Financiero BNS Costa Rica, que está conformado por una serie de empresas dedicadas, entre otras actividades, a brindar a sus clientes servicios financieros y bursátiles, de arrendamiento, de administración de recursos y de banca de inversión. Asimismo, el Grupo BNS Costa Rica pertenece en un 13,12% a Corporación Mercaban de Costa Rica, y en un 86,88% a BNS Internacional (compañía domiciliada en Panamá), las cuales a su vez, son 100% propiedad de Scotia International Limited, propiedad 100% a su vez de The Bank of Nova Scotia.

La actividad principal de Scotiabank es la intermediación financiera, poniendo a disposición del público una amplia gama de productos y servicios. Corresponde a una entidad con servicios de banca universal, atendiendo tanto a los segmentos de banca empresarial y corporativa, así como los distintos segmentos de banca personal.

6.1. Estructura Organizativa

A la fecha, así se compone la actual Junta Directiva de SCOTIABANK DE COSTA RICA, S.A:

Junta Directiva Scotiabank de Costa Rica	
Puesto	Miembro
Presidente	Soledad Rovira
Secretario	Juan Malagon
Tesorero	Juan Pablo Robles
Director I	Maria Gabriela Víquez Rodríguez
Director II	Rafael Moscarella Valladares
Fiscal	Federico Chavarría Volio

La Gerencia General del Banco la ejerce el Sr. Diego Masola, quien llegó en sustitución del señor Jean-Luc Rich, mientras que la Subgerencia General se encuentra a cargo del Sr. Luis Enrique Gómez.

En el caso específico de la Dirección Fiduciaria, es importante mencionar que dependen del área comercial del Banco y el principal ejecutivo del área fiduciaria es el Lic. Guido González Elizondo, MBA, en el cargo de Director de

Fideicomisos. También reciben el apoyo del Lic. Minor Solano Carmona MBA, quien actúa conjuntamente con el Lic. Jhonnathan Fonseca Wille, para todos los efectos relacionados con Fideicomisos.

6.2. Gestión del Fideicomiso

El Fiduciario en su labor de administración del Fideicomiso realizará, entre otras, las siguientes actuaciones, consideradas relevantes:

- Llevar a cabo todos y cada uno de los actos necesarios para el funcionamiento efectivo del Fideicomiso.
- Suscribir cualquier documento necesario para formalizar todas las autorizaciones requeridas, específicamente las que deba otorgar la SUGEVAL, para que el presente Fideicomiso realice las emisiones correspondientes de oferta pública restringida en las condiciones indicadas en el Programa de Emisiones.
- Desempeñar sus funciones como titular del Fideicomiso a través de los representantes legales y órganos previstos en su estructura social y conforme sus propios estatutos sociales.
- Mantener en calidad de propietario Fiduciario los Inmuebles, mantenerlos separados de sus bienes propios y de los correspondientes a otros Fideicomisos que tenga.
- Emplear los inmuebles para la realización de fines lícitos y predeterminados en el prospecto. Scotiabank de Costa Rica no podrá disponer, enajenar, gravar o de alguna forma afectar los Inmuebles.
- Proceder a arrendar inicialmente ambos inmuebles a Inmobiliaria Santiagomillas y consecuentemente suscribir los Contratos Maestros de Arrendamiento.
- Recibir en propiedad fiduciaria todos los dineros, bienes y obligaciones que formen parte del patrimonio fideicometido.
- Definir, junto con el Puesto de bolsa, con un mes de antelación al vencimiento de los bonos, la estrategia de salida de aquellos títulos valores cuyo vencimiento sea superior al de los bonos.
- Utilizar los fondos captados en el Programa de Emisión para:
 - Cancelar los Pasivos cedidos al Fideicomiso, la cesión de estos pasivos será llevada a cabo una vez que el Fideicomiso cuente con los recursos derivados de la captación pública para proceder con su cancelación.
 - En caso de presentar algún saldo después de la cancelación de pasivos, llevar a cabo del depósito en las cuentas del Fideicomiso.

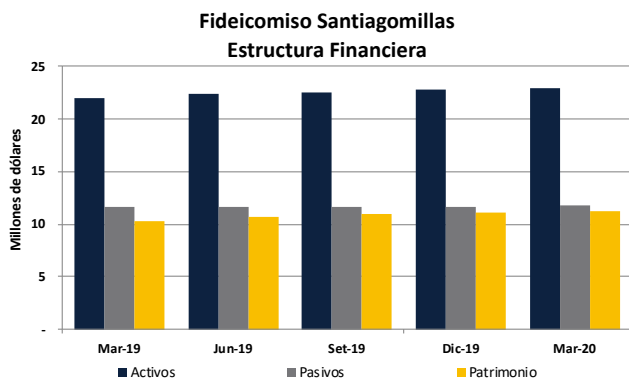
- Pagar oportunamente todas las obligaciones contraídas por el Fideicomiso.
- Rendir cuentas a los tenedores de valores a través del suministro de información periódica y comunicación de hechos relevantes a la SUGEVAL.
- El Fiduciario, en conjunto con el puesto de bolsa, procurará maximizar la seguridad y liquidez de las inversiones, siendo la rentabilidad y crecimiento de la cartera de las cuentas del Fideicomiso un objetivo secundario.
- Cobrar oportunamente la cuota de arrendamiento y todos los demás derechos a favor del Fideicomiso.
- Al vencimiento de los bonos, el Fiduciario utilizará los fondos que existan en las cuentas del Fideicomiso, para proceder al pago de amortizaciones del principal de los bonos. El Fideicomiso tendrá la potestad de realizar emisiones subsecuentes para pagar cualquier diferencial entre los fondos que existan en las cuentas del Fideicomiso, y lo requerido para pagar la totalidad de las amortizaciones del principal de los bonos. Estas emisiones no estarán dentro del Programa de Emisión y deberán realizarse con suficiente antelación.
- Devolver el patrimonio fideicometido al Fideicomitente, Inmobiliaria Santiagomillas S. A., cuando se haya cumplido el propósito para el cual fue creado el Fideicomiso.
- Poner en práctica el procedimiento estipulado en caso de incumplimiento de alguno de los Contratos Maestros de Arrendamiento que se suscribirán con Inmobiliaria Santiagomillas S. A.

7. ESTRUCTURA FINANCIERA DEL FIDEICOMISO

A continuación se detalla la situación financiera del Fideicomiso y aquellos factores de riesgo que pudiesen derivarse del mismo:

7.1. Estabilidad Financiera

El Fideicomiso conserva una estructura financiera estable, característica que se puede apreciar en la siguiente representación gráfica:



Al cierre del período en análisis, los activos muestran un crecimiento interanual de 5%, mientras los pasivos se mantienen sin mayor variación con respecto al mismo período del año anterior. Por su parte, el patrimonio aumenta en 10% anual. Además, históricamente, alrededor del 52% de los activos son financiados con pasivos y su contraparte recae sobre el patrimonio.

7.1.1. Activos

El fideicomiso contabiliza activos por un monto total de US\$22,95 millones a marzo 2020, presentando un crecimiento del 5% con respecto al mismo período del 2019. Dicha variación es explicada en mayor medida al incremento anual en las inversiones disponibles para la venta.

Los activos están compuestos en un 72% por inmuebles, mobiliario y equipo, seguido de inversiones y valores a plazo con una participación del 23% y el restante 4% se distribuye entre otros activos y caja y bancos. Dicha composición de los activos conserva proporciones constantes de forma histórica, aspecto determinado por la naturaleza del fideicomiso.

Las inversiones del Fideicomiso se concentran en alrededor del 70% sobre títulos del Gobierno de Costa Rica. El porcentaje restante de las inversiones a largo plazo se mantienen en entidades del exterior. Sobre este tema, cabe indicar que la composición de las inversiones cumple con los lineamientos de la política de inversiones que dispone el Fideicomiso.

7.1.2. Pasivos

Al cierre del período en análisis, los pasivos del Fideicomiso contabilizan un total de US\$11,72 millones, presentando un aumento de 0,4% anual. Dicha variación respondió

principalmente a la variación en el impuesto de renta diferido.

La conformación de los pasivos se ha mantenido relativamente estable durante los últimos períodos analizados. Los pasivos se constituyen en un 90% por las obligaciones con el público (bonos), seguido del impuesto de renta diferido con un aporte del 8% y el 2% restante corresponde a cargos por obligaciones, impuesto de renta por pagar y retención del impuesto de renta.

El programa de emisión de bonos fue autorizado por SUGEVAL mediante la resolución RGV-R-2504 del 25 de agosto del 2011, colocándose en su totalidad en octubre de ese mismo año. A continuación se muestra el detalle de dicho programa:

Programa de Emisión de Bonos Fideicomiso Inmobiliaria Santiagomillas- Scotiabank de Costa Rica-2011		
Nombre de la Serie	Serie A	Serie B
Clase de Instrumento	Bonos Estandarizados de Deuda	
Tipo de Oferta	Oferta Pública Restringida dirigida a mercado	
Monto de la Emisión	US\$5.500.000,00	US\$5.000.000,00
Moneda	Dólares	Dólares
Plazo	12 años	15 años
Fecha de Emisión	5 de octubre 2011	5 de octubre 2011
Fecha de Vencimiento	5 de octubre 2023	5 de octubre 2026
Valor Facial	US\$1.000,00	US\$1.000,00
Esquema Tasa Interés	Fija durante los primero 5 años y posteriormente tasa variable con piso y techo.	
Tasa interés fija neta	6,25%	6,25%
Tasa interés variable neta (rige a partir del 6to año de la emisión y hasta su vencimiento)	Tasa Libor 6 meses + 3,25% (menos 8% impuesto)	Tasa Libor 6 meses + 3,50% (menos 8% impuesto)
Tasa interés Piso Neta	6,25%	6,25%
Tasa interés Techo Neta	8,70%	9,00%
Periodicidad	Trimestral	Trimestral
Opción de Redención Anticipada	A partir del 5to año y hasta el vencimiento de cada una de las series.	

Cabe señalar que existe la posibilidad de que por instrucción del Fideicomitente se incluyan nuevos inmuebles al Fideicomiso Santiagomillas, a fin de realizar nuevas emisiones que no están contempladas en el actual Programa de Emisión y cuyo destino sea la captación de nuevos fondos por parte del Fideicomiso para la cancelación de nuevos pasivos que le ceda el Fideicomitente. Estas nuevas captaciones pueden ser en colones, dólares, euros o cualquier otra moneda de escogencia por parte del Fideicomitente. De esta forma, el grado de riesgo del Fideicomiso podría cambiar en función de la realización o no de alguna de las variables mencionadas anteriormente.

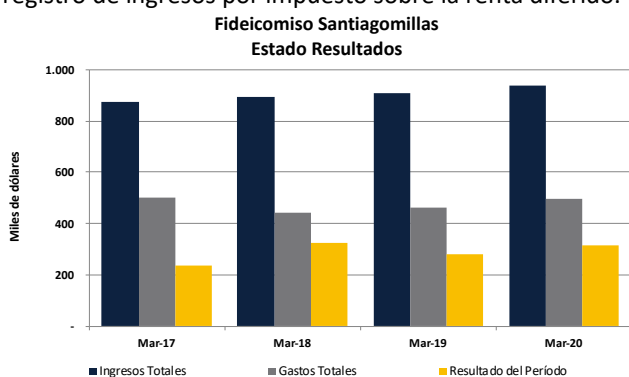
7.1.3. Patrimonio

El patrimonio del Fideicomiso se registra en US\$11,23 millones a marzo 2020, aumentando un 10% de forma anual. Dicha variación se atribuye principalmente al aumento en los resultados acumulados.

De acuerdo a su composición, el patrimonio se constituye por los aportes de capital neto con 48%, y por los resultados acumulados con 52%.

7.1.4. Resultados

A marzo 2020, el Fideicomiso acumuló utilidades por un monto de US\$316.345,56; monto que aumentó en 13% con respecto al monto acumulado a marzo del año anterior. La variación en las utilidades responde principalmente al registro de ingresos por impuesto sobre la renta diferido.



Los ingresos acumulados alcanzaron un total de US\$938.688,63 a marzo 2020, presentando un aumento de 3% con respecto al mismo período del año anterior. Este comportamiento surge producto del incremento en los ingresos financieros, en mayor medida en aquellos por inversiones en valores a plazo.

Los ingresos del Fideicomiso se constituyen en un 86% por los ingresos operativos, seguido de un aporte de 14% por parte de los ingresos financieros.

Por su parte, los gastos acumularon un total de US\$498.295,01 a marzo 2020, los cuales crecen en 7% anual, en respuesta principalmente al aumento en los gastos financieros.

Los gastos se encuentran conformados en un 83% por los gastos financieros, seguido de un 11% por los gastos operativos y el restante 6% por los gastos administrativos.

7.1.5. Razones Financieras

Indicadores Fideicomiso	mar-19	jun-19	sep-19	dic-19	mar-20
Activo Circulante / Pasivo Circ.	3,84	4,14	4,43	4,79	4,54
Pasivos Totales / Patrimonio	1,14	1,09	1,07	1,04	1,04
Emisión / Pasivo total	89,96%	89,86%	90,08%	90,29%	89,56%
Gastos Totales / Ingresos Totales	50,91%	49,40%	47,45%	46,91%	53,08%
Margen neto	38,50%	37,51%	39,95%	46,84%	33,70%
Rentabilidad s/ patrimonio	6,96%	6,72%	7,32%	7,97%	5,71%
Rendimiento s/ Inversión	3,23%	3,14%	3,44%	3,88%	2,78%

7.1.6. Proyecciones Financieras

Para la estructuración del Fideicomiso se elaboraron proyecciones financieras basadas en una serie de supuestos, los cuales se mantienen constantes durante la totalidad de la vida del Fideicomiso (30 años). Sin embargo, como toda proyección queda sujeta a cambios en algunas variables, especialmente de aquellas catalogadas como externas, tales como el tipo cambio, los parámetros tributarios, etc.; o bien, variables de carácter internas, como nuevas emisiones en otras monedas, incorporación de más inmuebles, etc. Por tanto, el comportamiento del conjunto de variables podría modificar la trayectoria proyectada de las proyecciones.

Los principales supuestos utilizados son los siguientes:

Ingresos por alquiler: los cuales son predecibles, ya que provienen de los Contratos de alquiler Maestro, donde se establecen incrementos del 2% anuales.

Propiedad	Ingreso anual año 6 (2017)	Ingreso anual año 7 (2018)	Ingreso anual año 8 (2019)	Ingreso anual año 9 (2020)	Incremento
Inmueble Alajuela	\$ 736.008	\$ 750.728	\$ 767.603	\$ 781.057	2%
Inmueble Santa Ana	\$ 819.966	\$ 836.365	\$ 854.459	\$ 870.154	2%
Total	\$ 1.555.973	\$ 1.587.093	\$ 1.622.062	\$ 1.651.211	

Tasa de interés de inversiones transitorias: las cuentas del Fideicomiso no permanecerán ociosas, sino que se invertirán para obtener determinado rendimiento de ella. Durante el 2019 se obtuvo un rendimiento anualizado sobre las inversiones de 1,03% para los flujos que se mantuvieron en fondos de inversión a la espera de atender los desembolsos debidamente programados para pago de intereses trimestrales. Durante los periodos de proyección, se emplea un supuesto conservador de que se obtiene un rendimiento neto sobre las inversiones invariable de 1,5% anual en dólares.

Honorarios y comisiones: se mantienen los mismos conceptos para la totalidad de la vida del Fideicomiso. Los

siguientes supuestos de crecimiento anuales se establecen según la tendencia histórica que se ha registrado desde el inicio del Fideicomiso en el año 2011.

Honorarios	Periodicidad	Monto 2020	Incremento anual
Fiduciario	Anual	\$ 90.000	\$7.500 mensual
SUGEVAL	Anual	\$ 4.502	3%
Audidores	Anual	\$ 4.389	3%
BNV	Anual	\$ 2.814	3%
Calificadora	Anual	\$ 11.593	3%
Mantenimiento inmueble	Anual	\$ 22.838	3%
Asesores legales	Anual	\$ 5.628	3%
Imprevistos	Anual	\$ 5.628	3%
Peritaje	Anual	\$ 1.463	3%
Otros gastos financieros	Anual	\$ 520	1%

Gasto de mantenimiento: El supuesto de gasto por mantenimiento se fijó en el inicio del contrato por un monto de US\$18.000 anuales, con un incremento del 3%, por lo que para las proyecciones se contempla el monto actualizado a la fecha que asciende a \$22.173 para el período 2019 y corresponde a una cifra estimada por Inmobiliaria Santiagomillas S.A. de lo que se espera sea el mantenimiento de los inmuebles. Asimismo, debe valorarse que esta cifra será solicitada de manera discrecional por la fideicomitente Inmobiliaria Santiagomillas S.A. por lo que, eventualmente, podría no hacer uso de estas partidas. Durante el período en análisis, se presentó un gasto por concepto de mantenimiento por un total de US\$22.132,97.

Gasto de depreciación: El cálculo de la depreciación se realiza de acuerdo al valor de registro histórico de los inmuebles, de tal manera que el valor de cada edificio al valor del activo en el momento que se cedió efectivamente el inmueble, y se realiza el cálculo de la depreciación con respecto a la vida útil que tiene cada uno de ellos que es de 49 años aproximadamente para Alajuela y de 43 años para el de Santa Ana. Las propiedades de inversión del Fideicomiso son registradas por su valor razonable utilizando la técnica de valoración de enfoque de mercado, el cual refleja las condiciones de mercado del activo, esto por medio de los avalúos realizados por un perito independiente. Por tanto, el monto de la depreciación se calcula únicamente para efectos fiscales y no forma parte de la información de los Estados Financieros, razón por la cual no se incluyen en las proyecciones del Estado de Resultados y del Flujo de Caja de Efectivo.

Gastos por Depreciación		
	Gasto Mensual	Gasto Anual
Inmueble Alajuela	\$ 10.054,19	\$ 120.650,28
Inmueble Santa Ana	\$ 7.988,79	\$ 95.865,48
Total	\$ 18.042,98	\$ 216.515,76

Gasto de seguros: Auto Mercado S.A. suscribe pólizas por un 100% del valor de los inmuebles (sin incluir el valor de los terrenos), según los informes de avalúos practicados anualmente por la firma ICICOR. El supuesto utilizado para proyección de los datos en un incremento del 2% en relación a la prima cancelada en el último cierre fiscal, se prevé que no existan variaciones significativas en el valor de las propiedades y en las tarifas de las Compañías de Seguros.

Gasto Seguro	Gasto Anual
Inmueble Alajuela	\$ 7.289
Inmueble Santa Ana	\$ 5.165
Total	\$ 12.453

Impuestos: La estimación del cálculo del impuesto sobre bienes inmuebles se sustenta en el cobro que sobre el particular realicen las respectivas Corporaciones Municipales en las cuales se encuentran los inmuebles.

- Sobre la renta: 30,00%.
- Sobre intereses: 8,00%.*
- Impuesto al Valor Agregado: 13,00%

*A partir de las emisiones nuevas a partir del mes de julio 2019 se considera el 15% de conformidad con los ajustes de nueva Ley de Fortalecimiento a las Finanzas Públicas

Impuestos s/bienes inmuebles	Valor Inmueble	Monto Anual	Monto Trim.
CC Auto Mercado Alajuela y Santa Ana	\$ 9.351.707	\$ 38.320	\$ 9.580
Total	\$ 9.351.707	\$ 38.320	\$ 9.580

Emisión de series subsecuentes: El Fideicomiso realizó la colocación de dos series iniciales identificadas como series A y B con las condiciones indicadas en el prospecto. Es de suponer que las emisiones A y B serán canceladas a su vencimiento por medio de los recursos existentes en las cuentas del Fideicomiso y con los recursos obtenidos en la colocación de las emisiones subsecuentes.

	Monto	Plazo	Tasa
Serie A	\$ 5.500.000	12	9,78%
Serie B	\$ 5.000.000	15	9,78%
Subsecuente Serie A	\$ 2.450.000	12	9,78%
Subsecuente Serie B	\$ 3.000.000	15	9,78%

Para efectos de las proyecciones, se asumió que las series subsecuentes A y B se colocarán por un plazo de 12 años para la Serie A y por el mismo plazo de la serie original en el caso de la B, supuesto que se mantiene vigente. No obstante, el Fideicomiso podría colocar dichas series a plazos menores o con montos distintos, si los recursos existentes y los que se estiman recibir en el futuro, provenientes de las cuentas del Fideicomiso, le permitieran al Fideicomiso realizar la cancelación de las emisiones originales en un menor plazo.

Un punto relevante por destacar es que los balances proyectados contemplan que el Fideicomiso restringirá utilidades durante el plazo de vigencia de las emisiones, por lo que no se podrá repartir utilidades al Fideicomitente.

En torno a las proyecciones del Estado de Resultados para el año 2019, es posible contemplar que los ingresos registrados a setiembre 2019 cumplen y superan en un 5% los ingresos proyectados por el Fideicomiso. Por su parte, a setiembre 2019, los gastos registrados expresan un cumplimiento del 75% sobre el monto con el que se proyectó culminar el año. Por último, el monto de utilidades registradas a setiembre 2019 superó en un 109% el monto proyectado para dicho período.

Para el 2020, según las proyecciones, se espera un aumento en los ingresos del fideicomiso de 10% en comparación con los datos reales registrados al cierre del 2019. Lo anterior debido a que se registra un aumento en el ingreso por impuesto al valor agregado a los arrendamientos.

Por su parte, los gastos se espera crezcan en 35% anual, principalmente por el aumento los intereses de ambas series. Lo anterior dejaría como resultado una reducción en las utilidades cercana al 46% con respecto a los resultados del cierre del 2019.

Las calificaciones otorgadas no han sufrido ningún proceso de apelación por parte de la entidad calificada. La metodología de calificación de Fideicomisos utilizada por SCRiesgo fue actualizada ante el ente regulador en febrero del 2018. SCRiesgo da por primera vez calificación de riesgo a este emisor en febrero del 2014. Toda la información contenida en el informe que presenta los fundamentos de calificación se basa en información obtenida de los emisores y suscriptores y otras fuentes consideradas confiables por SCRiesgo. SCRiesgo no audita o comprueba la veracidad o precisión de esa información, además no considera la liquidez que puedan tener los distintos valores tanto en el mercado primario como en el secundario. La información contenida en este documento se presenta tal cual proviene del emisor o administrador, sin asumir ningún tipo de representación o garantía.

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