

**EMISIÓN DE CERTIFICADO DE INVERSIÓN  
INMOBILIARIA MESOAMERICANA S.A. DE C.V.**

Informe con estados financieros auditados al 31 de diciembre de 2017	Fecha de Comité: 19 de abril de 2018
Comité Ordinario N° 10/2018	San Salvador, El Salvador
<b>Wilfredo Vásquez/</b> Analista titular (503) 2266-9471	wvasquez@ratingspcr.com
<b>Juan Fernando Díaz/</b> Analista Soporte (502) 6635-2166	jfdiaz@ratingspcr.com

Aspecto o Instrumento Clasificado <sup>1</sup>	Clasificación	Perspectiva
<b>Emisión de Certificados de Inversión (CIIMSA01)</b>	A	Estable

**Significado de la Clasificación**

**Categoría A:** Corresponde a aquellos instrumentos en que sus emisores cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

*"Dentro de una escala de clasificación se podrán utilizar los signos "+" y "-", para diferenciar los instrumentos con mayor o menor riesgo<sup>2</sup> dentro de su categoría. El signo "+" indica un nivel menor de riesgo, mientras que el signo menos "-" indica un nivel mayor de riesgo".*

*"La información empleada en la presente clasificación proviene de fuentes oficiales, sin embargo, no garantizamos la confiabilidad e integridad de la misma, por lo que no nos hacemos responsables por algún error u omisión por el uso de dicha información. Las clasificaciones de PCR constituyen una opinión sobre la calidad crediticia y no son recomendaciones de compra y venta de estos instrumentos".*

*"La opinión del Consejo de Clasificación de Riesgo no constituye una sugerencia o recomendación para invertir, ni un aval o garantía de la emisión; sino un factor complementario a las decisiones de inversión; pero los miembros del consejo serán responsables de una opinión en la que se haya comprobado deficiencia o mala intención y estarán sujetos a las sanciones legales pertinentes".*

**Racionalidad**

La clasificación se fundamenta por la buena capacidad de pago del Emisor, debido al buen desempeño financiero de Cartonera Centroamericana (CARSA), principal fuente de ingresos del Emisor, así como la generación de flujos de caja le que permite cumplir con las obligaciones de la emisión. Asimismo, cuenta con resguardos legales que garantizan el cumplimiento de pago. Ambas entidades pertenecen al Grupo Sigma Q.

**Perspectiva**

Estable

**Resumen Ejecutivo**

- **Desempeño financiero.** Al 31 de diciembre de 2017, el aumento en el nivel de ingresos totales de CARSA permitió un mejor desempeño generalizado en sus márgenes. Lo anterior, obedeció a la obtención de nuevos clientes en la región centroamericana. Asimismo, el menor crecimiento en los gastos administrativo respecto al margen bruto permitió que la cobertura de cargos fijos resultara en 4.14 veces y en mejor posición respecto a diciembre de 2016 (3.76 veces).
- **Generación de flujos de caja.** Como fuente primaria de los ingresos del Originador, CARSA muestra una variación positiva en su nivel de EBITDA (14.42%), provista por un aumento en su margen operativo. Al 31 de diciembre de 2017, la cobertura de EBITDA obtuvo una leve disminución,

<sup>1</sup> Metodología de clasificación de riesgo de bonos.

<sup>2</sup> Normalizado bajo los lineamientos del Art.9 de "NORMAS TÉCNICAS SOBRE OBLIGACIONES DE LAS SOCIEDADES CLASIFICADORAS DE RIESGO" (NRP-07), emitidas por el Comité de Normas del Banco Central de Reserva de El Salvador.

resultando en 3.19 veces frente a 3.64 veces a diciembre 2016, sin embargo, se considera adecuada.

- **Adecuados ratios de cobertura por IMSA.** Las proyecciones indican un comportamiento adecuado de los ratios de cobertura durante la vigencia de la emisión. A diciembre de 2017, los ratios financieros cumplen con las métricas establecidas en el modelo de la emisión y se observa en una aceptable posición respecto a las proyecciones.
- **Resguardos legales.** IMSA se obliga a no vender, pignorar, dar en garantía o caución, y/o transferir bajo ningún título o modo, ni constituir derecho real o personal alguno, a favor de terceros, sobre los préstamos prendarios, relacionados a la emisión. En caso de que la sociedad CARSA realice el prepago o pago anticipado de los créditos, el pago será utilizado y destinado única y exclusivamente para el pago de las obligaciones derivadas de los certificados de inversión de la presente emisión.
- **Miembros del Grupo Sigma Q.** Cartonera Centroamericana e Inmobiliaria Mesoamericana forman parte del Grupo Sigma Q, quien cuenta con más de 50 años de experiencia y se posiciona como la principal empresa de empaque en Centroamérica. IMSA es la empresa inmobiliaria, así como arrendadora del Grupo Sigma Q y poseedora de activos industriales con los contratos de arrendamientos a largo plazo con CARSA.

## Resumen de la Emisión

### DATOS BÁSICOS DE LA EMISIÓN

CONCEPTO	DETALLE
Nombre del emisor	: Inmobiliaria Mesoamericana S.A. de C.V.
Denominación	: CIIMSA01
Clase de Valor	: Certificados de Inversión representado por anotaciones electrónicas de valores en cuenta.
Monto máximo de la emisión	: De hasta cuatro millones de dólares de los Estados Unidos de América (\$4,000,000.00) que serán colocados en dos o más diferentes tramos de hasta dos millones de dólares de los Estados Unidos de América (\$2,000,000.00) cada uno.
Plazo de la emisión	: La emisión cuenta con un plazo desde uno hasta nueve años a partir de la fecha de colocación de cada tramo.
Transferencia de los valores	: Los traspasos de los valores representados por anotaciones electrónicas de valores en cuenta, son por medio de transferencia contable en el Registro de Cuenta de Valores que lleva la Central de Depósito de Valores, S.A. DE C.V. (CEDEVAL, S.A. de C.V.) de forma electrónica.
Interés Moratorio	: En caso de mora en el pago de capital, el emisor reconocerá a los Tenedores de los valores, además, un interés del 5.00% anual sobre la porción del capital de la cuota correspondiente en mora.
Destino de los recursos:	: Los fondos que se obtengan por la negociación de la presente emisión serán destinados para la cancelación de préstamos mercantiles de Inmobiliaria Mesoamericana S.A. de C.V.

Fuente: The Network Co./Elaboración: PCR

## Características de los Instrumentos Clasificados

La emisión se compone por Certificados de Inversión, representada por anotaciones electrónicas de valores en cuenta, a colocar por Inmobiliaria Mesoamericana (IMSA). Los valores emitidos son obligaciones negociables (títulos de deuda). La emisión se encuentra dividida en una serie de tramos por la suma de hasta US\$ 4 millones de dólares de los Estados Unidos de América.

### DETALLE DE LA EMISIÓN

CONCEPTO	DETALLE
Monto de la Emisión	US\$4.0 millones de dólares norteamericanos.
Plazo de la emisión	La emisión cuenta un plazo desde uno hasta nueve años a partir de la fecha de colocación de cada tramo.
Tasa de Interés	El emisor está obligado a pagar intereses de forma mensual sobre el saldo de las anotaciones en cuenta de cada titular durante todo el período de vigencia de la emisión que se calcularán con base en el año calendario. El emisor establecerá la tasa de interés a pagar previo a la colocación de cada tramo.
Periodicidad de Pago de Intereses	Mensual

Fuente: The Network Co./Elaboración: PCR

El monto de la emisión es por la suma de US\$4.0 millones, sin embargo, se colocaron US\$3.5 millones. El capital se pagará al vencimiento del plazo y los intereses están obligados a pagar intereses mensualmente, a

partir de la fecha de colocación a través del procedimiento establecido por la Central de Depósito de Valores, S.A. de C.V. (CEDEVAL, S.A. DE C.V.).

#### **Características de los Tramos**

La emisión de los certificados de inversión, representados por anotaciones electrónicas de valores en cuenta, cuenta con dos o más tramos de hasta cuatro millones de dólares de los Estados Unidos de América (\$4,000,000.00).

A opción de Inmobiliaria Mesoamericana S.A. de C.V., podrá haber redenciones anticipadas de capital, parciales o totales, a partir del décimo trimestre o en los trimestres sucesivos después de cada tramo de emisión, previo acuerdo de la Junta Directiva de Inmobiliaria Mesoamericana S.A. de C.V., en el cual se establecerá el procedimiento respectivo y que oportunamente, con un plazo mínimo de 5 días hábiles, se hará del conocimiento de la Bolsa de Valores y CEDEVAL. La Bolsa de Valores hizo del conocimiento del mercado las condiciones de redención anticipada que le hayan sido comunicadas.

#### **Obligaciones del emisor**

El emisor hace constar que ha otorgado dos créditos prendarios a favor de la sociedad Cartonera Centroamericana S.A. de C.V., según constan en las Escrituras Públicas la primera por la suma de US\$ 2,000,000 para el plazo de siete años, contados a partir de su otorgamiento es decir el día doce de febrero del año dos mil catorce, al once punto cero por ciento (11%) de interés anual sobre saldos, durante los primeros cinco años del referido crédito y a partir del sexto año con un incremento anual y acumulativo de uno punto cinco por ciento sobre la tasa inicial establecida, con un techo máximo de catorce por ciento, cuyo destino sería el pago de deudas a favor de terceros, así mismo en el referido instrumento se hace constar que la sociedad Cartonera Centroamericana S.A. de C.V., prometió la constitución de prenda sin desplazamiento sobre una maquina Impresora troqueladora, la cual respaldaría las obligaciones contenidas en el referido crédito, y en los demás términos, pactos y condiciones que constan en dicho instrumento;

La segunda Escritura Pública, por la suma de US\$2,000,000 para el plazo de diez años, contados a partir de su otorgamiento es decir el día veintiséis de noviembre del año dos mil catorce, al doce punto cinco por ciento (12.50%) de interés anual sobre saldos, durante los primeros cinco años del referido crédito y a partir del sexto año con un incremento anual y acumulativo de uno punto cinco por ciento sobre la tasa inicial establecida, así mismo en el referido instrumento se hace constar que la Sociedad Cartonera Centroamericana S.A. de C.V., prometió la constitución de prenda sin desplazamiento sobre maquina Impresora troqueladora, la cual respaldaría las obligaciones contenidas en el referido crédito, y en los demás términos, pactos y condiciones que constan en dicho instrumento.

Y una tercera Escritura Pública otorgada a la sociedad Cartonera Centroamericana S.A. de C.V, a favor del emisor, Prenda sin desplazamiento sobre una maquina impresora troqueladora de las siguientes características: Marca: Martín; Modelo: DRO GT; Serie: UN MIL SEISCIENTOS VIENTIOCHO; Origen: Francia; Año: DOS MIL ONCE; Impresión a tres colores; Formato máximo UN MIL SEISCIENTOS mms por DOS MIL OCHOCIENTOS mms; Producción nominal: once mil pliegos/hora, prenda que garantiza hasta la cantidad de tres millones seiscientos mil Dólares de los Estados Unidos de América, garantizando los dos créditos antes relacionados en una proporción del cincuenta por ciento para cada uno. Garantía debidamente inscrita en el Registro de Comercio el día nueve de enero del año dos mil quince, al Número CINCO del Libro DOS MIL TRESCIENTOS CUARENTA Y NUEVE del Registro de Prendas.

#### **Obligaciones de No Hacer**

El emisor se obliga a no vender, pignorar, dar en garantía o caución, y/o transferir bajo ningún título o modo, ni constituir derecho real o personal alguno, a favor de terceros, sobre los préstamos prendarios relacionados a los párrafos anteriores, así como sobre los flujos económicos derivados de los mismos. Dicha obligación está sujeta al plazo de las emisiones.

#### **Obligaciones Hacer**

El emisor se obliga y se compromete a utilizar y destinar única y exclusivamente, los flujos económicos derivados de los préstamos prendarios detallados anteriormente, para el pago de las obligaciones derivadas de los certificados de inversión de la presente emisión. En el caso que la sociedad CARSA, realice el prepago o pago anticipado de los créditos anteriormente indicados, el pago recibido por el emisor, será utilizado y destinado única y exclusivamente para el pago de las obligaciones derivadas de los certificados de inversión de la presente emisión, el cual tiene prohibido un destino diferente al mismo. Este caso en particular, también se someterá al plazo estipulado para las emisiones.

En caso de incumplimiento de las obligaciones y en especial de las obligaciones de hacer y no hacer descritas en el prospecto de la emisión, el plazo y sus correspondientes tramos, caducará, lo que dará derecho a cada tenedor de los certificados de inversión a que pueda exigir la petición de cumplimiento sin pena de iniciar las acciones ordinarias o ejecutivas contenidas en el Código Procesal Civil y Mercantil, todo ello dependiendo del tipo de incumplimiento. Podrá iniciarse un proceso Común Declarativo de Incumplimiento de Contrato, solicitando la terminación del mismo y pidiendo la Indemnización por daños y perjuicios que este incumplimiento ocasionare a cada uno de los tenedores de los certificados de inversión; dejando abierta la posibilidad de entablar de forma simultánea la solicitud de Medidas Cautelares, con el fin de solicitar de manera preventiva cualquiera de las medidas establecidas en el artículo cuatrocientos treinta y seis del Código Procesal Civil y Mercantil a efectos de salvaguardar los derechos de los tenedores de los certificados de inversión derivados de la presente emisión. De incumplida la obligación de hacer, para efectos de reclamar las pretensiones judiciales pertinentes, en el caso de existir insolvencia de pago, quiebra u otra situación que conlleve a la mora en el pago de capital e intereses, los titulares de los referidos certificados de inversión, de conformidad con los artículos cuarenta y cinco y siguientes de la Ley de Anotaciones Electrónicas de Valores en Cuenta tendrán el derecho de solicitar al emisor, por medio de una Casa de Corredores de Bolsa, a fin de que ésta solicite a su vez a la Central de Depósito de Valores, S.A. de C.V. (CEDEVAL), la expedición de certificados de anotaciones en cuenta, que tendrán como efecto legal la materialización de los valores a que se refieran o en su defecto solicitar a la Central de Depósitos de Valores, S.A. de C.V. (CEDEVAL), certificación o constancia en que se determine la titularidad de las anotaciones correspondientes y así determinar al titular de los certificados de inversión producto de la presente emisión.

Todo lo anterior, para seguir el proceso ejecutivo regulado en los artículos cuatrocientos cincuenta y siete y siguientes del Código Procesal Civil y Mercantil. También se cuantificará el incumplimiento de la obligación de hacer por medio de certificaciones de saldo extendidas por los contadores de cada uno de los tenedores de los certificados de inversión que desearan iniciar las acciones legales correspondientes, debiendo contar con el visto bueno del gerente de cada tenedor de certificado de inversión, que pretenda iniciar el proceso ejecutivo, todo ello según lo establecido en el artículo un mil ciento trece del Código de Comercio, la disposición anterior aplica si el tenedor de los certificados de inversión fuera persona jurídica, ya que para el caso de las personas naturales no es necesario presentar las certificaciones de saldo para promover la acción ejecutiva que se menciona.

#### **Destino de los Fondos**

Los fondos que se obtengan por la negociación de la presente emisión fueron destinados para la cancelación de préstamos mercantiles de Inmobiliaria Mesoamericana S.A. de C.V. con la sociedad The Network Company Enterprises Inc.

#### **Análisis del Originador**

##### **Reseña**

##### ***Inmobiliaria Mesoamericana***

Inmobiliaria Mesoamericana S.A. de C.V., es una sociedad salvadoreña que fue constituida en febrero de 2012. Como parte de su finalidad social, Inmobiliaria Mesoamericana S.A. de C.V. se encuentra habilitada para adquirir inmuebles y maquinaria y posteriormente darlos en arrendamiento.

La Actividad Económica es: actividad Inmobiliaria, de bienes raíces, de terrenos, de inmuebles, de casas, de fincas, industrias, granjas y otros, para su compra, venta, arrendamiento, leasing. Comprar, vender, dar en arrendamiento toda clase de bienes muebles, equipos, etc.

A continuación, se presenta la estructura accionaria de la sociedad:

<b>NÓMINA DE ACCIONISTAS</b>		
<b>Nombre</b>	<b>Número de Acciones</b>	<b>Participación Accionaria</b>
Casa de OroQ, S.A.	22,689	99.99%
Ing. José Roberto Rivera Samayoa	1	0.04%
<b>Total Acciones Suscritas y Pagadas</b>	<b>22,690</b>	<b>100%</b>

*Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR*

##### **Directores y Plana Gerencial**

La Sociedad es administrada por la Junta Directiva, aprobada en Acta de Junta General de Accionistas número 12 con fecha 19 de septiembre de 2017, quedando conformada por los siguientes miembros:

#### JUNTA DIRECTIVA

Cargo	Nombre
Presidente	Ing. José Roberto Rivera Samayoa
Vice-presidente	Álvaro Ernesto Guatemala Cortez
Secretario	Lic. Oscar Armando Calderón Arteaga
Director Suplente	Lic. Gustavo Gutiérrez Lorenzana

*Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR*

Inmobiliaria Mesoamericana cuenta con el siguiente personal ejecutivo:

#### PLANA GERENCIAL

Cargo	Nombre
Gerente General	Ing. José Roberto Rivera Samayoa
Tesorero	Lic. Valeire Herrera

*Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR*

En opinión de PCR, la Compañía cuenta con una Junta Directiva y plana gerencial con experiencia en el sector.

#### Compañía Relacionada: Cartonera Centroamericana

Producto del análisis efectuado, PCR considera que Cartonera Centroamericana (CARSA) tiene un nivel de desempeño bueno, respecto a sus prácticas de Gobierno Corporativo CARSA fue fundada en Guatemala en 1953 y trasladada a El Salvador en 1959. Con más de 50 años de experiencia, se posiciona como uno de los proveedores más importantes de empaques de material corrugado en el país y la región Centroamericana. Al igual que Inmobiliaria Mesoamericana, CARSA es parte del grupo internacional Sigma Q, que se caracteriza por su excelente infraestructura y maquinaria de calidad mundial y personal con décadas de trayectoria en la industria y dentro del grupo Sigma Q.

A continuación, se presenta la estructura accionaria de la sociedad:

#### NÓMINA DE ACCIONISTAS

Nombre	Número de Acciones	Participación Accionaria
Latin American Kraft Inv.	449,880	74.9%
Cajas y Empaque de Guatemala, S.A.	150,000	25.0%
Corporación Sarman, S.A.	120	0.1%
<b>Total Acciones Suscritas y Pagadas</b>	<b>600,000</b>	<b>100%</b>

*Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR*

#### Directores y Plana Gerencial

La Sociedad es administrada por la Junta Directiva, conformada por los siguientes miembros quienes cuentan con una amplia experiencia en el giro del negocio:

#### JUNTA DIRECTIVA

Cargo	Nombre
Presidente	Ing. José Roberto Rivera Samayoa
Secretario	Lic. Oscar Armando Calderón Arteaga
Director Suplente	Licda. Carmen Aída Hernández de Meardi

*Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR*

En opinión de PCR, la Compañía cuenta con una plana gerencial con experiencia en el sector, la cual se detalla a continuación:

#### PLANA GERENCIAL

Cargo	Nombre
Gerente CARSA	Mauricio Tapias
Gerente Comercial	Jaime Escalón
Gerente Técnico	Rafael Rodríguez
Gerente de Producción	Diana Gómez
Líder de Finanzas	Francisco Hernández

*Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR*

En relación con la Gestión Integral de Riesgos, el cumplimiento de las políticas y procedimientos de acuerdo con PCR es bueno. A continuación, se detallan los principales riesgos identificados:

## **Gestión integral de riesgo**

La compañía posee una gestión integral de riesgo mediante políticas y criterios que son aplicadas a todo el Grupo Sigma Q para mitigar los riesgos globales por medio de: Comité de auditoría, Comité estratégico, Comité de compensación, Código de conducta, Manual de practica corporativa, Manual de políticas corporativas, Normas y procedimiento corporativos, Políticas corporativas de seguridad en tecnología de información y comunicaciones, Flujogramas de procesos, normas y procedimientos SAP, y áreas específicas como riesgos de crédito, tipo de cambio e interés y riesgo tecnológico:

### **Riesgo crediticio**

Cartonera Centroamericana administra el riesgo mediante el desarrollo de políticas para el otorgamiento de créditos por medio de la evaluación del Comité de Crédito quienes autorizan los créditos considerando el historial, referencias del cliente y la capacidad de pago. El comportamiento del pago de los deudores, la antigüedad de los saldos y las garantías son monitoreados constantemente mediante sistemas informáticos.

### **Riesgo de tipo de cambio e interés**

La compañía se ve expuesta al riesgo de tipo de cambio en las cuentas por pagar específicamente a las denominadas en euros, las fluctuaciones en los tipos de cambio entre el dólar estadounidense a euros se encuentran monitoreadas contantemente a su vez los principales elementos del balance con el efectivo, cuentas por cobrar comerciales, préstamos bancarios que se encuentran sujetas a variaciones en la tasa de interés.

### **Riesgo tecnológico**

La compañía cuenta con sistemas automatizados que le permiten monitorear en tiempo real los procesos de producción críticos (PLANTNODES y CTI), manteniendo siempre la mejor calidad por medio del sistema CNC permitiendo muestreo de cartón computarizado, además de la mejora continua: 3S's.

## **Responsabilidad Social Empresarial**

---

Producto del análisis efectuado, consideramos que CARSA tiene un nivel de desempeño Bueno<sup>3</sup>, respecto a sus prácticas de Responsabilidad Social Empresarial.

La empresa ha realizado ha identificado a sus grupos de interés por medio de un proceso formal efectuado en diciembre de 2014, ha identificado a sujetos interesados en el correcto funcionamiento de la sociedad, entre los cuales se incluyen accionistas, inversionistas, administradores, trabajadores, acreedores, clientes, entidades públicas de supervisión y regulación y competidores. Estos grupos de interés o stakeholders guardan una íntima relación con la sociedad por lo que deben tener a su disposición vehículos que les trasladen la misma información de que disponen los grupos de control. Estas no forman parte de un programa formal. Adicionalmente, CARSA promueve la eficiencia energética, bajo sus prácticas descritas en Políticas ambientales desde diciembre 2014. Sin embargo, promueve parcialmente, el reciclaje por lo que cuenta con depósito para colocar papel reciclado y se participa en campañas de recolección de libros usados. Con relación al aspecto social, promueve la igualdad de oportunidades para trabajadores, cuenta con el Código de Ética Empresarial que dicta las conductas esperadas por todos los trabajadores hacia adentro y fuera de la empresa. Así mismo, ha implementado a partir de 2014, política de erradicación de la discriminación, trabajo infantil y trabajo forzoso.

## **Estrategia**

---

Inmobiliaria Mesoamericana, de acuerdo a su rubro, está facultada para realizar las siguientes actividades económicas: Actividad Inmobiliaria, de bienes raíces, de terrenos, de inmuebles, de casas, de fincas, industrias, granjas y otros, para su compra, venta, arrendamiento, leasing. Comprar, vender, dar en arrendamiento toda clase de bienes muebles, equipos, etc.

De tal forma, y de acuerdo al destino de los fondos establecidos en esta emisión, Inmobiliaria Mesoamericana adquirió activos (inmueble y maquinaria) que son utilizados por Cartonera Centroamericana (CARSA) en su proceso de producción y suscribió un contrato de arrendamiento a largo plazo con CARSA por el uso de estos activos. El contrato de arrendamiento cuenta con el respaldo del 20% de los ingresos totales de CARSA,

---

<sup>3</sup> Categoría RSE2, donde RSE1 es la categoría máxima y RSE6 es la mínima

representado por un número predeterminado de cuentas específicas de clientes de CARSA de excelente historial.

#### **Compañía Relacionada: Cartonera Centroamericana**

Como se ve en el apartado previo, la seguridad económica de Inmobiliaria Mesoamericana depende del desempeño económico de Cartonera Centroamericana. CARSA es una compañía dedicada a la producción de cajas y productos de cartón y papel, que cuenta con una plaza industrial de 15,000 metros cuadrados. A la fecha de análisis, las líneas de producto y segmentos que atiende son los siguientes:

##### Líneas de producto

- Cajas de corrugado y micro corrugado,
- Exhibidores,
- Productos Promocionales, y
- Cartón Chip y Cara Blanca

Cartonera Centroamericana atiende una gran variedad de segmentos el cual permite diversificar su riesgo de concentración en industrias específicas. Entre otras, estas incluyen:

- Alimentos,
- Bebidas,
- Agroindustria,
- Cuidado personal,
- Industria,
- Maquila,
- Confección,
- Comercio, etc

#### **Hechos de importancia**

---

- El 28 de octubre de 2016, Inmobiliaria Mesoamericana, S.A. de C.V., lanza al mercado el tramo uno y dos de la emisión de Certificados de Inversión CIIMSA01, por un total negocia de US\$ 3.5 millones colocados. Los fondos fueron destinados para la cancelación de préstamos mercantiles de Inmobiliaria Mesoamericana S.A. de C.V. con la sociedad The Network Company Enterprises Inc.
- Durante el 2015, CARSA entró al mercado de cajas para exportación de piñas en Costa Rica. El mercado de exportación de piñas de Costa Rica es de \$350MM y CARSA ha identificado como oportunidad este mercado.
- El 4 de diciembre de 2013, Inmobiliaria Mesoamericana, a través de Ricorp Titularizadora, lanza al mercado la su emisión de Valores de Titularización, FTRTIME 01, por un total de US\$9.3 millones. La cual representa la primera titularización en el mercado que tiene como activo los flujos provenientes de los cánones mensuales del contrato de arrendamiento operativo y sus derechos accesorios.

#### **Entorno Económico**

---

##### **Producto Interno Bruto (PIB) e Índice de Volumen de la Actividad Económica (IVAE).**

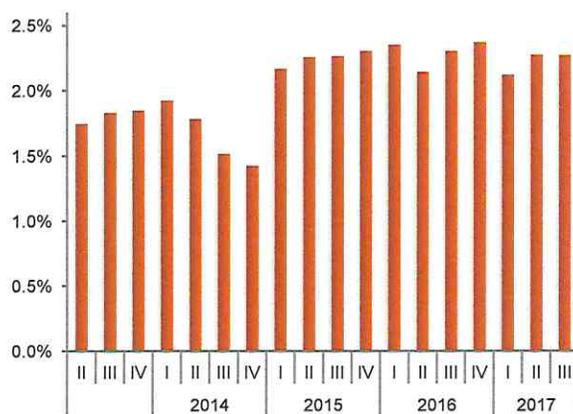
Durante el tercer trimestre de 2017, el PIB a precios constantes de El Salvador mantuvo similares condiciones respecto al período anterior, resultando en un crecimiento de 2.27%, no presentando variaciones frente al mismo período del año anterior (2.30%). De acuerdo con las perspectivas de crecimiento del BCR, el valor esperado del crecimiento del PIB es de 2.3% al cierre de 2017<sup>4</sup>; asimismo, el Banco Central mantiene sus perspectivas de crecimiento económico para los dos siguientes años en 2.5% y 2.6%, respectivamente, apoyado por el crecimiento en la economía estadounidense y la inversión privada.

En términos corrientes, el PIB Salvadoreño pasó de US\$ 7,636.3 millones en septiembre de 2016 a US\$ 7,809.4 millones a septiembre de 2017. El dinamismo en la economía salvadoreña fue impulsado en gran medida por las ramas de comercio e industria manufacturera (siendo estas las de mayor aportación al crecimiento económico durante el periodo estudiado).

---

<sup>4</sup> Proyección realizada por el Banco Central de Reserva de El Salvador, correspondiente a valor esperado dentro del rango 2.3%.

### VARIACIONES ANUALES PIB CONSTANTE A MARZO DE 2017

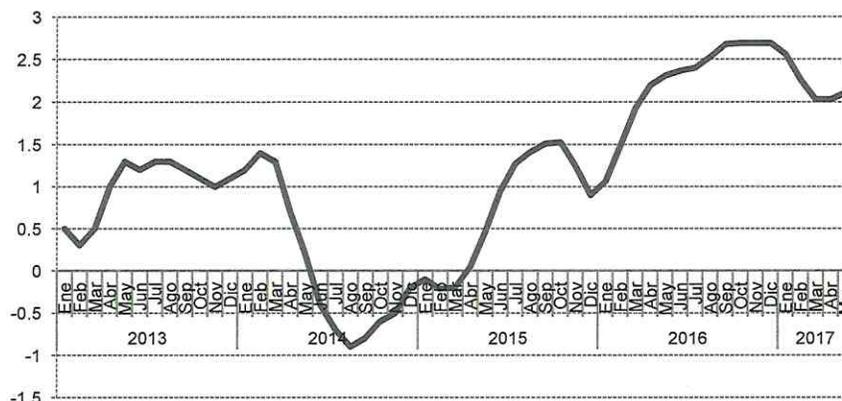


Fuente: BCR / Elaboración: PCR

Los segmentos de mercado que atiende CARSA se encuentran la industria, comercio y agricultura. Los sectores que mostraron un mejor desempeño dentro de los rubros del PIB correspondieron al Comercio, Restaurantes y Hoteles que presentó una variación de 2.19% y 2.89%, respectivamente, de igual forma la Industria Manufacturera que mostró una variación de 1.88% para el tercer trimestre de 2017. Por su parte, el sector Agricultura, Caza, Silvicultura y Pesca presentó un mayor desempeño por 3.30%.

El índice del volumen de la actividad económica (IVAE), indicador que no mide el PIB, sino que brinda una señal de la tendencia de corto plazo de las actividades productivas, al mes de mayo de 2017, mostró un crecimiento anual de 2.1% menor al 0.2% registrado el mismo periodo del año 2016.

### IVAE: VARIACIONES ANUALES MAYO 2017 (%)



Fuente: Banco central de Reserva / Elaborado: PCR

## Análisis Financiero

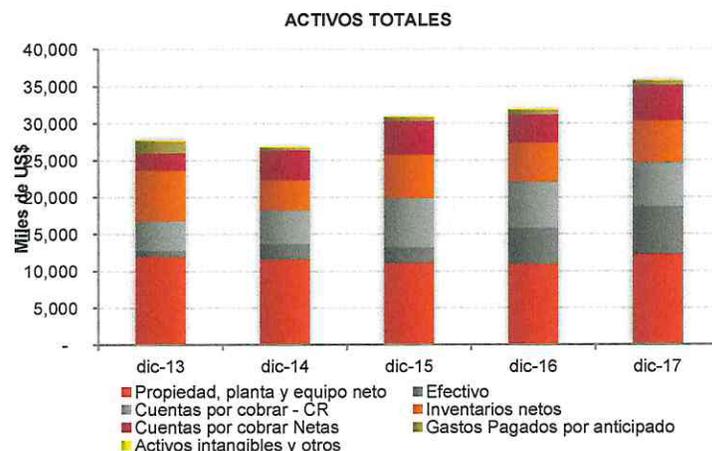
El análisis financiero se ha realizado en base a los Estados Financieros Auditados de los últimos cinco cierres de año de Cartonera Centroamericana S.A. de C.V. (de 2013 a 2017). Dicha Compañía es la principal fuente de ingreso para el Originador y cuya capacidad de pago respalda la fortaleza del originador.

### Análisis del Balance General

#### Estructura de los activos

A diciembre de 2017, los activos mostraron un crecimiento interanual en 12.30%. Los cuales, mostraron un aumento generalizado en los componentes principales del activo, el efectivo resultó en un incremento de 36.44% respecto a diciembre de 2016. En término de estructura, la propiedad, planta y equipos netos continúan representando el principal componente de los activos con el 34.31% versus 34.81% al mismo periodo del año anterior, seguido de las cuentas por cobrar a empresas relacionadas con el 16.35% y los

inventarios con el 15.90% y en conjunto al efectivo resultan con el 66.56% sobre el total de activos. Cabe señalar, el disponible obtiene una importante participación sobre el total de activos (18.37%) frente al mismo período del año anterior 15.12%.



*Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR*

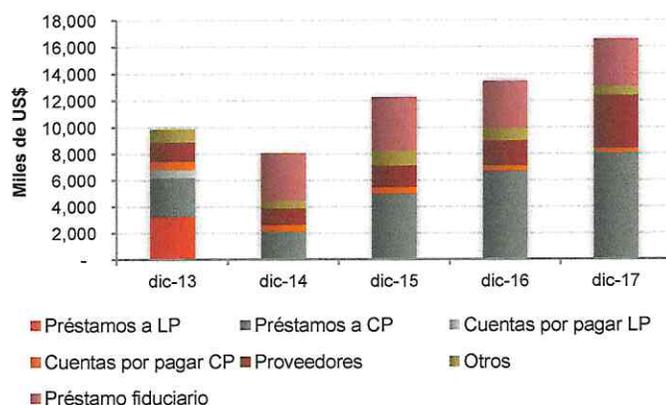
<b>ESTRUCTURA DE ACTIVOS (MILES US\$)</b>					
Componente	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17
Efectivo	820	2,008	2,070	4,805	6,556
Cuentas por cobrar Netas	2,343	4,100	4,625	3,819	4,897
Cuentas por cobrar - CR	3,958	4,562	6,635	6,232	5,838
Inventarios netos	6,887	4,007	5,848	5,310	5,676
Gastos Pagados por anticipado	1,595	315	473	547	479
Propiedad, planta y equipo neto	12,039	11,734	11,207	11,065	12,246
Activos intangibles y otros	119	74	40	8	4
<b>Total de Activos</b>	<b>27,760</b>	<b>26,800</b>	<b>30,898</b>	<b>31,785</b>	<b>35,696</b>

*Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR*

### **Estructura de Pasivos y Patrimonio**

Cartonera Centroamericana tiene pasivos por un total de US\$ 16,571 miles a la fecha de análisis, mostrando un incremento interanual de 23.31% (+US\$ 3,133 miles), representando los préstamos bancarios a corto plazo el 48.53% del total de los pasivos, así mismo, el préstamo fiduciario con Inmobiliaria Mesoamericana con el 21.12% totalizando US\$3.5 millones. En relación con dicho préstamo, corresponde a la obligación fiduciaria otorgada por Inmobiliaria Mesoamericana, S.A. de C.V. a Cartonera, según contrato con fecha del 10 de mayo de 2014.

### PASIVO TOTAL



Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

Con lo anterior, Cartonera liquidó la deuda de largo plazo con instituciones financieras y recurrió a fuentes de financiamiento por medio de emisión y préstamo fiduciario, a partir del 2013.

### ESTRUCTURA DE PASIVOS (MILES US\$)

Componente	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17
Proveedores y otras cuentas por pagar	1,449	1,252	1,644	1,856	3,949
Cuentas por pagar - CR	316	533	467	389	407
Arrendamiento financiero a CP	28	29	-	-	-
Cuentas por pagar a largo plazo	339	-	-	-	-
Préstamos bancarios a CP	2,942	2,079	5,026	6,764	8,043
Provisiones	224	546	1,118	930	672
Préstamo fiduciario	-	3,595	4,000	3,500	3,500
Arrendamiento financiero a LP	53	24	-	-	-
Cuentas por pagar a largo plazo	633	-	-	-	-
Préstamos bancarios a LP	3,183	-	-	-	-
ISR Diferido	679	-	-	-	-
<b>Total Pasivos</b>	<b>9,846</b>	<b>8,059</b>	<b>12,256</b>	<b>13,438</b>	<b>16,571</b>

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

Con respecto al patrimonio, entre los años 2008 y 2011, el capital social de la compañía se mantuvo constante en US\$6.9 millones, representado por 600,000 acciones comunes y nominativas. En Junta General Extraordinaria de Accionistas, del 27 de enero de 2012, se acordó aumentar el valor de las acciones a través de la capitalización de utilidades retenidas, lo que llevó al capital social a totalizar US\$7.2 millones, a la fecha de análisis el capital social ha permanecido constante.

El resto del patrimonio lo componen la reserva legal, las utilidades retenidas y la utilidad obtenida por la revaluación de los activos fijos de Cartonera, que en conjunto totalizan US\$ 11,925 miles. Esto muestra un aumento de US\$ 778 miles, resultado de la disminución en 27.87% en el Superávit por revaluación en la maquinaria del equipo industrial, al mismo período del año anterior.

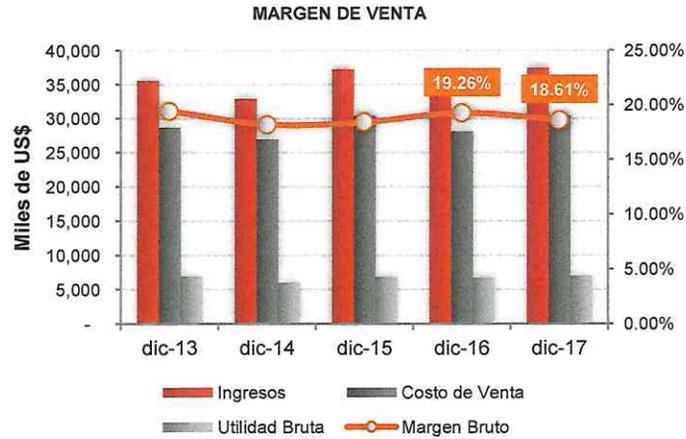
### ESTRUCTURA DE PATRIMONIO (MILES US\$)

Componente	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17
Capital social	7,200	7,200	7,200	7,200	7,200
Reserva Legal	796	898	996	1,070	1,151
Superávit por revaluación	1,989	2,528	2,385	2,243	2,867
Utilidades Retenidas	7,929	8,116	8,061	7,835	7,908
<b>Total Patrimonio</b>	<b>17,914</b>	<b>18,742</b>	<b>18,642</b>	<b>18,347</b>	<b>19,125</b>

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

## Análisis de Resultados

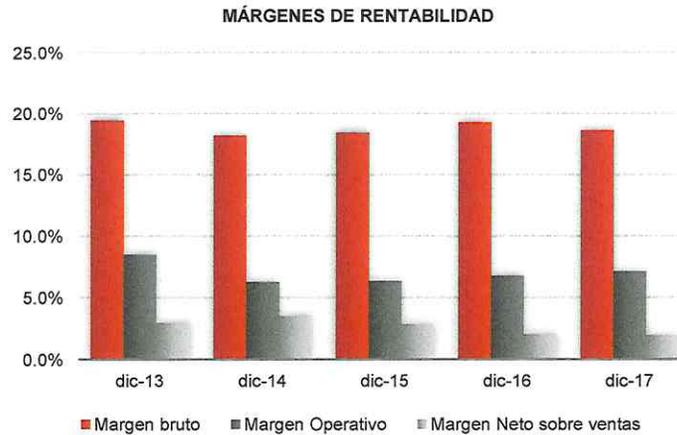
Al cierre del 2017, las ventas totales de Cartonera Centroamericana totalizan US\$ 37,398 miles, mostrando un incremento interanual de US\$ 2,592 miles (7.44%). Lo anterior se debe por las mayores ventas reportadas hacia las regiones de Costa Rica, México y Honduras. Los costos de ventas participan en 81.39% al total de ingresos, superiores en 0.65 puntos porcentuales respecto a diciembre de 2016 (80.74%), lo anterior, resultó a que el margen bruto disminuyera, pasando de 19.26% a diciembre de 2016 a 18.61% al período en estudio.



Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

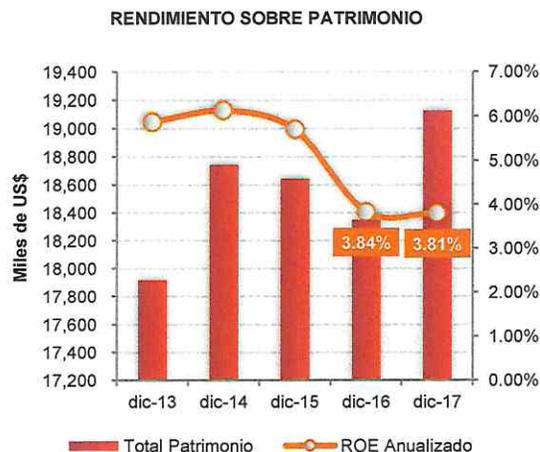
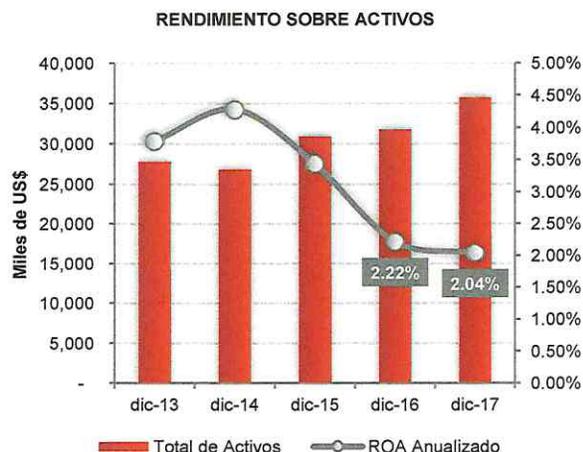
## Análisis de Rentabilidad y Cobertura

A diciembre de 2017, la compañía obtuvo utilidad neta por US\$ 728.90 miles, representando un aumento interanual de US\$ 24 miles (3.40%) respecto a diciembre de 2016, lo anterior resultó en una mejora del margen neto sobre ventas pasando de 2.77% a 3.36% al período en estudio; a consecuencia, en parte, del mejor desempeño del margen neto, debido a la disminución en el gasto administrativo, los cuales se redujeron 5.73% respecto a diciembre de 2016.



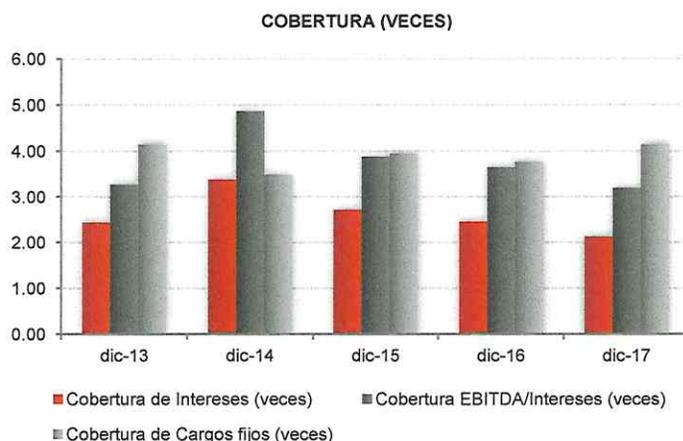
Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

En este sentido, la utilidad neta sobre patrimonio al cierre del 2017 no presentó importantes variaciones resultando en 3.81% frente a 3.84% a diciembre de 2016. Por su parte, el rendimiento sobre activos se redujo levemente 0.18 puntos porcentuales resultando en 2.04% frente a 2.22% al mismo período del año anterior.



*Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR*

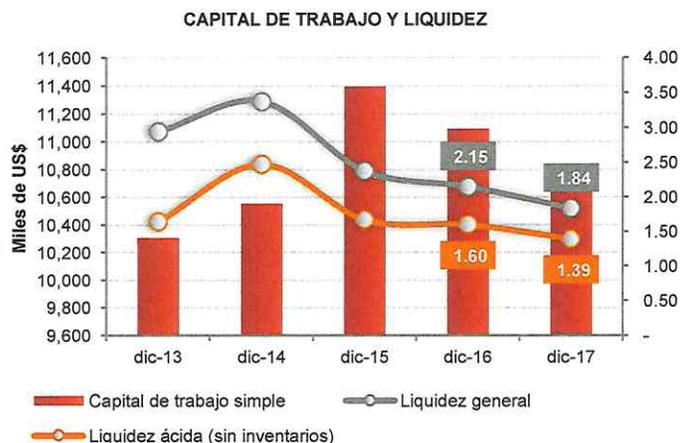
Tanto los cargos fijos como los financieros muestran la suficiente cobertura por medio de la utilidad reportada a diciembre de 2017. La cobertura de cargos fijos de administración aumentó respecto al mismo período del año anterior, lo que implicó que el indicador pasara de 3.76 veces a 4.14 veces, como resultado de la reducción en los gastos administrativos versus el aumento en los ingresos totales. Adicionalmente, a diciembre de 2017, los gastos financieros mostraron un aumento interanual por 30.47%, reflejando un indicador levemente menor por 0.32 veces (diciembre de 2016: 2.44 veces), por su parte, la cobertura de EBITDA e interés resultó de 3.19 veces frente a 3.64 veces a diciembre de 2016.



*Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR*

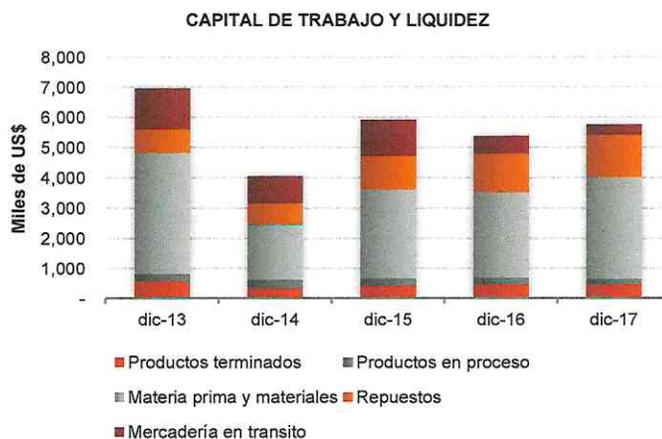
### Liquidez

A diciembre de 2017, la liquidez se continúa ubicando por arriba de la unidad resultando en 1.84 veces y la liquidez ácida por 1.39 veces. Lo que indica que Cartonera Centroamericana, lo que indica que sus obligaciones inmediatas son menores a sus activos corrientes.



*Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR*

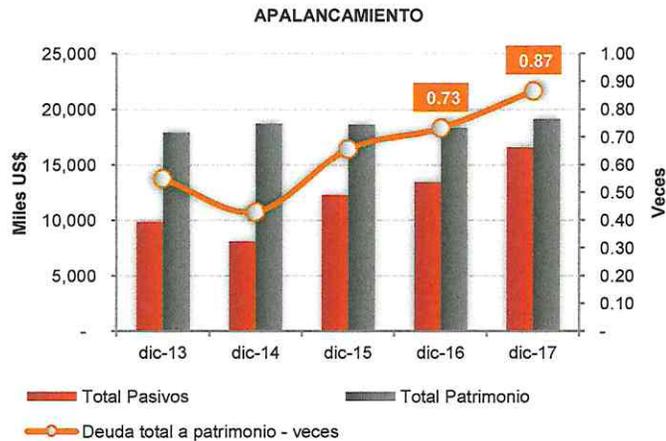
Por su parte, los inventarios al cierre de 2017 están formados en un 59.44% por materias primas y materiales. Mientras que los productos terminados para la venta representan el 8.43% del total. A la fecha de análisis, los inventarios totales muestran un aumento interanual de 6.89%.



*Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR*

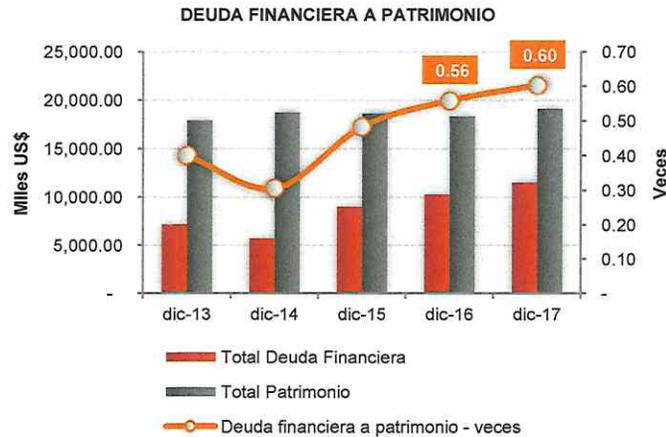
### Endeudamiento y Solvencia

A diciembre de 2017 el índice de deuda total a patrimonio creció al pasar de 0.73 veces a 0.87 veces como resultado del aumento interanual en los pasivos totales por 23.31%, especialmente en las obligaciones financieras de corto plazo (18.91%), versus a un menor crecimiento en el patrimonio total por 4.24%.



*Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR*

La razón de deuda financiera a patrimonio, a diciembre de 2017, presentó un aumento al ubicarse en 0.60 veces versus 0.56 veces a diciembre de 2016. Sin embargo, continúan por debajo al presentado a diciembre de 2011 alcanzando su punto más alto por 1.22 veces. Lo anterior, es como resultado de la política de financiamiento por fuentes no tradicionales realizada a partir de 2013.



*Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR*

### Estados financieros de Inmobiliaria Mesoamericana

A continuación se presentan los estados financieros auditados del originador a diciembre de 2017. Inmobiliaria Mesoamericana S.A. de C.V. adquirió los activos que Cartonera Centroamericana (CARSA) utiliza en su proceso de producción, con lo cual, se suscribió un contrato de arrendamiento a largo plazo con CARSA por el uso de estos activos. La titularización de Inmobiliaria Mesoamericana se realizó en diciembre de 2013 y la sociedad registró la compra de activos en septiembre de 2013, antes de eso la compañía contaba con US\$2 mil de caja y patrimonio con lo que se constituyó.

## ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (MILES US\$)

Componente	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17
<b>Activos</b>					
Efectivo	-	0.1	0.1	0.1	0.1
Disponible restringido	10.2	147.9	54.0	67.2	201.8
Cuenta por cobrar deuda subordinada	-	49.4	49.5	100.0	62.9
Cuentas por cobrar cuenta restringida	219.9	219.9	219.9	219.9	219.9
Otras cuentas por cobrar	-	51.5	29.3	39.2	36.6
Vencimiento corriente de cuentas por cobrar LP - CR	-	-	251.3	269.7	284.0
Costo amortizable por titularización	355.4	333.1	243.9	208.4	-
Cuentas por cobrar LP - CR	-	-	553.7	284.0	-
Propiedad, planta y equipo	11,927.7	11,933.0	11,597.6	12,874.4	13,172.1
Préstamos a compañías relacionadas LP	-	3,595.0	4,000.0	3,500.0	3,500.0
Activo por impuesto diferido	-	-	-	384.0	318.4
<b>Total activos</b>	<b>12,513.1</b>	<b>16,329.8</b>	<b>16,999.4</b>	<b>17,946.9</b>	<b>17,795.7</b>
<b>Pasivos</b>					
Proveedores y otras cuentas por pagar	-	76.1	83.8	64.9	81.3
Préstamos - CR	56.1	91.7	54.7	478.1	509.6
Porción circulante préstamo bancario	-	54.8	58.0	62.4	193.4
Vencimiento corriente de pasivo financiero por titularización	684.4	732.2	783.2	838.0	857.9
Vencimiento corriente de cuentas por pagar a largo plazo	-	-	256.8	269.8	278.5
Vencimiento corriente de arrendamiento financiero de LP	-	-	-	326.9	395.2
Provisiones	-	12.4	34.5	50.0	70.9
Pasivo financiero de titularización	8,615.6	7,883.3	7,100.1	6,262.1	5,279.3
Préstamos bancarios a LP	-	258.2	200.7	136.6	564.5
Cuentas por pagar a largo plazo menos vencimiento corriente	-	-	548.2	278.5	-
Arrendamiento financiero a LP menos circulante	-	-	-	892.2	666.3
Certificados de inversión de deuda a LP	-	-	-	3,500.0	3,500.0
ISR Diferido	266.5	342.0	428.3	898.5	974.2
<b>Total Pasivos</b>	<b>9,622.6</b>	<b>9,450.7</b>	<b>9,548.4</b>	<b>14,057.9</b>	<b>13,371.0</b>
<b>Patrimonio</b>					
Capital social	2,269.0	2,301.7	2,301.7	2,301.7	2,301.7
Reserva Legal	-	27.8	60.0	103.5	163.3
Utilidades retenidas y revaluaciones	621.8	600.5	579.2	557.9	536.6
Utilidades (Pérdidas) de Período	(0.2)	274.1	510.2	925.9	1,423.1
Instrumento financiero de patrimonio	-	3,675.0	4,000.0	-	-
<b>Total patrimonio</b>	<b>2,890.6</b>	<b>3,204.1</b>	<b>7,451.0</b>	<b>3,889.0</b>	<b>4,424.7</b>
<b>Total patrimonio + pasivo</b>	<b>12,513.1</b>	<b>12,654.8</b>	<b>16,999.4</b>	<b>17,946.9</b>	<b>17,795.7</b>

Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

A diciembre de 2017, los activos de Inmobiliaria Mesoamericana se encuentran compuesto principalmente por dos cuentas que son: propiedad, planta y equipo representan el 74.02%, seguido por los préstamos a compañías relacionadas por 19.67% sobre el total de los activos, que corresponde al préstamos con CARSA y Sigma Q otorgado durante el 2017 y que a la fecha de análisis se mantiene vigente. Por su parte, los pasivos financieros de titularización representan el 39.48% del total de los pasivos, seguido por los Certificados de inversión de deuda a LP 26.18%

A diciembre de 2014, Inmobiliaria suscribió convenios de préstamo y de conversión de obligaciones financieras al término del plazo con la Sociedad The Network Company Enterprises Inc., y registrados como instrumentos financieros de patrimonio por un monto de US\$ 3.68 millones. Estos valores contaban con un acuerdo de conversión obligatoria de deuda por acciones comunes de Inmobiliaria Mesoamericana, S.A. de C.V., cuyo derecho se ejercerá siempre y cuando se den cualquiera de las condiciones contractuales. Lo anterior se encontraban compuestas por dos obligaciones de US\$ 2 millones; cada una la primera obligación otorgado el 12 de febrero de 2014, a través de 2 desembolsos a 7 años plazo, con vencimiento el 12 de febrero de 2021, a una tasa de interés de 10% anual sobre saldos, durante los primeros 5 años, a partir del sexto año sufrirá incrementos anuales acumulativos del 1.5%, sobre la tasa inicial establecida, con un techo máximo de 13%, sobre el saldo del capital. La Segunda obligación otorgada el 26 de noviembre de 2014, a través de 3 desembolsos a 10 años plazo, con vencimiento el 12 de febrero de 2024, a una tasa de interés de

10.5% anual sobre saldos, durante los primeros 7 años del presente crédito, a partir del octavo año sufrirá incrementos anuales acumulativos del 1.5%, sobre la tasa inicial establecida, con un techo máximo de 15%, sobre el saldo del capital.

Cabe señalar, la anterior obligación fue cancelada y sustituida con deuda de certificados de inversión colocada el 28 de octubre de 2016 y el 23 de noviembre de 2016 compuesto por dos tramos. El tramo I por US\$ 2 millones y Tramo II por US\$ 1.5 millones. Para los cuales PCR, otorgó una clasificación de "A" perspectiva estable.

A la fecha del análisis, el estado de resultados de Inmobiliaria Mesoamericana registra ingresos por US\$ 2,615 miles correspondientes al arrendamiento de sus activos fijos a CARSA (incluye sobre cobertura y vehículos en arrendamiento).

ESTADO DE RESULTADOS (MILES US\$)					
Componente	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17
Ingresos	-	1,611.2	1,701.8	2,098.6	2,615.0
Costo de Venta	-	1,229.3	1,283.5	1,539.1	1,704.2
<b>Utilidad Bruta</b>	-	<b>381.9</b>	<b>418.2</b>	<b>559.5</b>	<b>910.8</b>
Gastos de administración	-	0.8	7.1	7.8	86.8
Total de Gastos de operación	-	0.8	7.1	7.8	86.8
<b>Utilidad de Operación</b>	-	<b>381.1</b>	<b>411.1</b>	<b>551.7</b>	<b>824.0</b>
Gastos Financieros	0.2	3.8	0.2	0.1	-
Otros ingresos (gastos) netos	-	20.1	48.5	69.9	30.6
<b>Utilidad Antes de ISR</b>	<b>(0.2)</b>	<b>397.4</b>	<b>459.4</b>	<b>621.5</b>	<b>854.5</b>
ISR	-	116.6	159.4	183.5	182.1
<b>Utilidad Neta</b>	<b>(0.2)</b>	<b>280.8</b>	<b>299.9</b>	<b>438.0</b>	<b>672.4</b>

Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

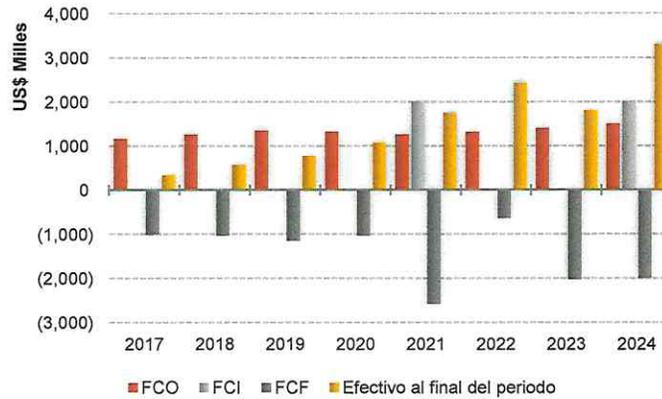
### Proyecciones financieras

Al analizar las proyecciones de acuerdo con la metodología de PCR, el emisor muestra adecuados niveles de solvencia y cobertura de intereses, los cuales se consideran razonables y sin ninguna variación que afecte el desempeño financiero de la Inmobiliaria Mesoamericana (IMSA).

La Compañía sustenta los ingresos proyectados a través del contrato debidamente firmado entre IMSA y CARSA. Estos activos incluyen terreno, edificio, inmuebles y maquinaria (1 máquina impresora troquelada DRO y 1 impresora troqueladora Flexo Folder Midline) utilizados para operar la planta industrial en la cual se fabrica principalmente cartón corrugado para el mercado centroamericano por su empresa relacionada (CARSA), adicionalmente contemplan como ingresos el arrendamiento de vehículos y la cuota de los préstamos que IMSA posee a favor de CARSA, así como los costos iniciales y anuales de la emisión de certificados de inversión.

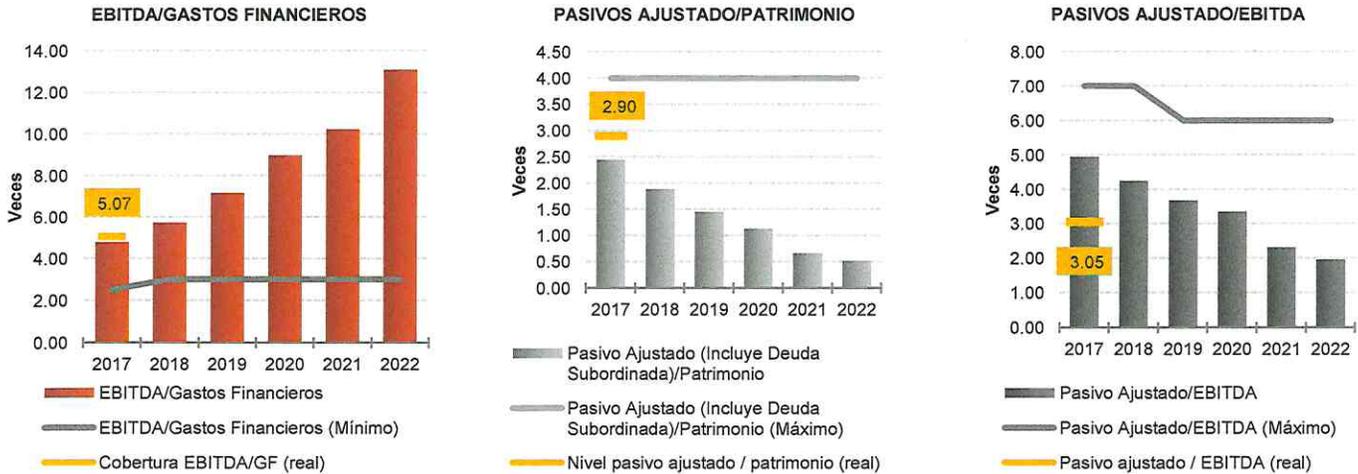
De acuerdo con el modelo establecido, los ingresos totales son suficientes para cumplir con los costos proyectados que provienen de los intereses, comisiones y honorarios de las obligaciones que poseen. Este efectivo generado en las actividades de operación (FCO), es suficiente para hacer frente a las actividades de financiamiento (FCF), que se esperan sean flujos negativos a medida IMSA honre las obligaciones contraídas para financiar la maquinaria que CARSA emplea en el proceso de fabricación, y que se encuentran a favor del Banco de América Central y la sociedad The Network Company Enterprises Inc. Respecto a esta última, a diciembre de 2016, se sustituyó la deuda subordinada con Certificados de Inversión por el monto de US\$ 3.5 millones repartidos en dos o más tramos, manteniendo vigente los términos en la fecha de pago de la actual deuda subordinada, estableciendo para el Tramo I, el pago a principios del 2021 por US\$ 2.0 millones y el tramo II por US\$ 1.5 millones durante el 2024. El resto de la deuda US\$ 500 fue pagado por CARSA el noviembre de 2016.

### FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO



Fuente: The Network Co./Elaboración: PCR

PCR evaluó los ratios de cobertura de deuda<sup>5</sup> para la proyección de IMSA durante la vigencia de la emisión descritos a continuación: la EBITDA sobre los Gastos Financieros, durante el 2017 resultó en una cobertura proyectada de 4.02 veces para un promedio durante la vigencia de la Emisión en 7.71 veces, por su parte la relación Pasivo Ajustado a Patrimonio para el 2017, se proyecta en 2.45 veces y un promedio de 1.6 veces para la vigencia de la Emisión. De igual manera, la relación Pasivo Ajustado a la EBITDA proyectado al periodo de 2016 es de 4.95 veces. A diciembre de 2017, las coberturas se ubican en 5.07 veces, 2.90 veces y 3.05 veces respectivamente. Con lo anterior, PCR considera aceptables y suficientes el comportamiento de los indicadores financieros, presentados de forma gráfica a continuación:



Fuente: The Network Co./Elaboración: PCR

<sup>5</sup> Resguardos financieros establecidos en el Fondo (VTRTIME01), colocado el 20 de Diciembre de 2013 con fecha de vencimiento el 20 de Diciembre de 2023 para el tramo I y el 20 de Diciembre de 2020 para el tramo II por un monto total de US\$9.3 millones.

## Estados Financieros de Cartonera Centroamericana

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (MILES US\$)					
Componente	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17
Efectivo	820	2,008	2,070	4,805	6,556
Cuentas por cobrar Netas	2,343	4,100	4,625	3,819	4,897
Cuentas por cobrar - CR	3,958	4,562	6,635	6,232	5,838
Inventarios netos	6,887	4,007	5,848	5,310	5,676
Gastos Pagados por anticipado	1,595	315	473	547	479
Propiedad, planta y equipo neto	12,039	11,734	11,207	11,065	12,246
Activos intangibles y otros	119	74	40	8	4
<b>Total de Activos</b>	<b>27,760</b>	<b>26,800</b>	<b>30,898</b>	<b>31,785</b>	<b>35,696</b>
Proveedores y otras cuentas por pagar	1,449	1,252	1,644	1,856	3,949
Cuentas por pagar - CR	316	533	467	389	407
Arrendamiento financiero a CP	28	29	-	-	-
Cuentas por pagar a largo plazo	339	-	-	-	-
Préstamos bancarios a CP	2,942	2,079	5,026	6,764	8,043
Provisiones	224	546	1,118	610	351
Préstamo fiduciario	-	3,595	4,000	3,500	3,500
Arrendamiento financiero a LP	53	24	-	-	-
Cuentas por pagar a largo plazo	633	-	-	-	-
Préstamos bancarios a LP	3,183	-	-	-	-
ISR Diferido	679	-	-	320	320
<b>Total Pasivos</b>	<b>9,846</b>	<b>8,059</b>	<b>12,256</b>	<b>13,438</b>	<b>16,571</b>
Capital social	7,200	7,200	7,200	7,200	7,200
Reserva Legal	796	898	996	1,070	1,151
Utilidades Retenidas Superávit por revaluación	1,989	2,528	2,385	2,243	2,867
<b>Total Patrimonio</b>	<b>17,914</b>	<b>18,742</b>	<b>18,642</b>	<b>18,347</b>	<b>19,125</b>
<b>Total Pasivos + Patrimonio</b>	<b>27,760</b>	<b>26,800</b>	<b>30,899</b>	<b>31,785</b>	<b>35,696</b>

Fuente: Cartonera Centroamericana. / Elaboración: PCR

COSTO DE VENTA (MILES US\$)					
Componente	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17
Ingresos	35,593	32,891	37,219	34,806	37,398
Costo de Venta	28,680	26,909	30,366	28,103	30,437
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>6,913</b>	<b>5,982</b>	<b>6,854</b>	<b>6,703</b>	<b>6,961</b>
Gastos de Distribución y venta	2,218	2,203	2,752	2,563	2,609
Gastos de administración	1,671	1,721	1,738	1,785	1,683
<b>Utilidad de Operación</b>	<b>3,025</b>	<b>2,058</b>	<b>2,363</b>	<b>2,355</b>	<b>2,669</b>
Gastos Financieros	1,245	610	873	964	1,258
Otros ingresos (gastos) netos	(68)	15	(93)	(347.9)	(252.3)
<b>Utilidad AISR</b>	<b>1,712</b>	<b>1,462</b>	<b>1,398</b>	<b>1,043</b>	<b>1,159</b>
Impuesto contribución especial	-	-	4	37	45
ISR	659	313	332	302	385
<b>Utilidad Neta</b>	<b>1,053</b>	<b>1,149</b>	<b>1,062</b>	<b>705</b>	<b>729</b>
Resultados por revaluación P&E	(2,481)	-	(42)	-	766

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

HISTORIAL DE CLASIFICACIONES		
Con información financiera correspondiente a:	Clasificación otorgada	Perspectiva
<b>31 de diciembre 2015 al 30 de septiembre de 2017</b>		
Tramo I	A	Estable
Tramo II	A	Estable

Fuente y elaboración: PCR

### **Nota sobre información empleada para el análisis**

---

La información que emplea PCR proviene directamente del emisor o entidad calificada. Es decir, de fuentes oficiales y con firma de responsabilidad, por lo que la confiabilidad e integridad de la misma le corresponden a quien firma. De igual forma en el caso de la información contenida en los informes auditados, la compañía de Auditoría o el Auditor a cargo, son los responsables por su contenido.

Con este antecedente y acorde a lo dispuesto en la normativa vigente, PCR es responsable de la opinión emitida en su calificación de riesgo, considerando que en dicha opinión PCR se pronuncia sobre la información utilizada para el análisis, indicando si esta es suficiente o no para emitir una opinión de riesgo, así como también, en el caso de evidenciarse cualquier acción que contradiga las leyes y regulaciones en donde PCR cuenta con mecanismos para pronunciarse al respecto. PCR, sigue y cumple en todos los casos, con procesos internos de debida diligencia para la revisión de la información recibida.