

FONDO DE TITULARIZACIÓN RICORP TITULARIZADORA, INMOBILIARIA MESOAMERICANA 01.

San Salvador, El Salvador

Comité de Clasificación Ordinario: 24 de octubre de 2018

Instrumentos	Categoría(*)		Definición de Categoría
	Actual	Anterior	
Valores de Titularización con cargo al Fondo de Titularización Ricorp Titularizadora, Inmobiliaria Mesoamericana 01 (VTRTIME01).	AA-.sv	AA-.sv	Corresponde a aquellos instrumentos en que sus emisores cuentan con una muy alta capacidad de pago de capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
Perspectiva	Estable	Estable	

"La opinión del Consejo de Clasificación de Riesgo no constituirá 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."

Fondo de Titularización

Patrimonio Independiente	Fondo de Titularización Ricorp Titularizadora, Inmobiliaria Mesoamericana 01
Originador:	Inmobiliaria Mesoamericana, S.A. de C.V.
Emisor:	Ricorp Titularizadora, S.A.
Estructurador:	Ricorp Titularizadora, S.A.
Administrador:	Ricorp Titularizadora, S.A.
Monto del Programa:	US\$9'300,000
Tramo 1:	US\$6'510,000 a 10 años. Tasa fija 7.00% anual
Tramo 2:	US\$2'790,000 a 7 años. Tasa fija 6.50% anual
Activos de Respaldo:	Contrato de arrendamiento operativo firmado entre Cartonera Centroamericana S.A. y la Sociedad Inmobiliaria Mesoamericana S.A. de C.V. (empresas relacionadas)
Deuda en circulación:	A la fecha de emisión del presente informe, se han colocado los tramos antes señalados bajo las condiciones descritas.

-----MM de US\$ al 30.06.2018-----
 Activos: 9.74 Excedente: 0.30 Ingresos: 0.41

Historia de Clasificación: Valores de Titularización con cargo al Fondo de Titularización Ricorp Titularizadora, Inmobiliaria Mesoamericana (VTRTIME01) → AA-.sv (18.11.13).

La información utilizada para el presente análisis comprendió los estados financieros auditados al 31 de diciembre de 2015, 2016 y 2017, estados financieros no auditados al 30 de junio de 2017 y 2018 del Originador y del Fondo de Titularización, así como información financiera proyectada sobre los flujos a ser cedidos al Fondo por parte del Originador.

Fundamento: El Comité de Clasificación de Zumma Ratings, S.A. de C.V. Clasificadora de Riesgo, dictaminó mantener la calificación a las emisiones con cargo al Fondo de Titularización Ricorp Titularizadora Inmobiliaria Mesoamericana 01 (FTRTIME 01) en AA-.sv, correspondiente a la titularización de derechos sobre el contrato de arrendamiento operativo firmado entre Cartonera Centroamericana S.A. (CARSA), y la Sociedad Inmobiliaria Mesoamericana S.A. de C.V. (IME), con base a la evaluación efectuada al 30 de junio de 2018.

En la calificación de los Valores de Titularización se han considerado los siguientes aspectos: (i) la buena cobertura que genera el flujo proveniente de la prenda sin desplazamiento de la cartera de clientes sobre el canon de arrendamiento cedido a favor del Fondo; (ii) la cuenta reserva para cubrir dos cuotas de capital e intereses de los tramos vigentes; (iii) la fianza emitida por una entidad bancaria de alta calidad crediticia a favor del Fondo que garantiza las obligaciones contraídas en el contrato de arrendamiento; (iv) el convenio de administración de las cuentas ban-

carias; (v) el mecanismo de aceleración de recursos, en caso se llegará a materializar un incumplimiento en los covenants, de acuerdo con los contratos suscritos; y (vi) el resto de mejoradores incorporados en la estructura (cumplimiento de razones financieras, garantía de maquinaria e inmuebles y la cesión de pólizas de seguros a favor de los tenedores de valores).

En contraposición, la calificación de la emisión se ve condicionada por: (i) la concentración en una sola fuente de flujos (contrato de arrendamiento); (ii) los riesgos particulares del Originador operativo (CARSA); (iii) la tendencia de endeudamiento de CARSA.

En septiembre de 2013, el Fondo de Titularización Ricorp Titularizadora Inmobiliaria Mesoamericana 01 (FTRTIME 01 o el Fondo) emitió valores por monto de US\$9.3 millones, con el objetivo de adquirir el contrato de arrendamiento operativo firmado entre CARSA e IME que incluye el derecho a percibir flujos futuros por arrendamiento. En ese sentido, los flujos del contrato, como

activo subyacente, es el respaldo para el pago de capital e intereses por la emisión VTRTIME 01.

Después de recibir el dinero proveniente de la emisión, IME compró inmuebles, maquinaria y equipo a CARSA. Posteriormente, IME y CARSA firmaron un contrato de arrendamiento operativo, mediante el cual CARSA adquirió el compromiso de pagar mensualmente un canon de arrendamiento por utilizar los activos fijos comprados por IME. Finalmente, IME cedió dicho contrato al FTRTIME 01.

Incumplimiento de razón financiera: El esquema de titularización establece que IME y CARSA deben de cumplir una serie de indicadores financieros y mantenerlos dentro de umbrales establecidos. En la revisión del Oficial de Cumplimiento con cifras al 30 de junio de 2018, CARSA registró una relación deuda/EBITDA, de acuerdo con la forma de cálculo en los contratos, de 4.16 veces, superior al límite máximo (3.25x); mientras que la relación deuda/patrimonio (0.849x) refleja cumplimiento, aunque ésta se ubica cerca del su límite máximo (0.85x).

El fallo en la razón deuda/EBITDA de CARSA está vinculado a la adquisición de un préstamo decreciente de largo plazo. La principal finalidad de dicho préstamo fue sustituir algunas líneas de crédito de corto que habían financiado su plan de gasto de capital (capex) y las mayores necesidades de liquidez. Cabe precisar que CARSA pagó US\$2.8 millones de deuda a corto plazo al 31 de agosto de 2018, ubicando la razón deuda/EBITDA en 3.21x, regresando a niveles de cumplimiento.

Por su parte, las condiciones para la activación del mecanismo de aceleración de fondos aún no se han cumplido. No se anticipa que en la siguiente revisión (con cifras al 30 de septiembre de 2018) persista el incumplimiento, debido al pago de la deuda de corto plazo en agosto. Zumma Ratings dará seguimiento a la evolución de las razones en su siguiente cálculo (con cifras al 30 de septiembre de 2018), tanto para CARSA como para IME e informará al mercado en caso suceda algún hecho relevante relacionado a este tema.

Fuerte vinculación entre los flujos del contrato de arrendamiento y CARSA: esta compañía se dedica a la fabricación y comercialización de cajas cartón corrugado especializadas para diferentes sectores. CARSA posee un papel relevante en la estructura, debido a que el pago de los valores de titularización depende en su totalidad de la capacidad de esta empresa para cumplir con el canon de arrendamiento.

Por otra parte, IME es una compañía relacionada de CARSA la cual tiene por finalidad la adquisición de inmuebles y maquinaria para arrendarlos a compañías que pertenecen a su mismo grupo económico.

Constitución de prenda sin desplazamiento: el contrato de arrendamiento firmado entre CARSA e IME, incluye una prenda sin desplazamiento de cartera por un plazo de 10 años, integrada por clientes clase "A" de CARSA (prenda a favor del Fondo de Titularización), refiriéndose únicamente a cartera de cobro comercial y no sobre saldos por cobrar a relacionadas. Los flujos de dicha cartera se concentran en una cuenta bancaria que nutre la cuenta pagadora del FTRTIME 01. Al 30 de junio de 2018, la cartera de cuentas por cobrar a clientes clase A de CARSA dada en prenda sin desplazamiento reflejó un saldo de US\$1.04 millones.

En ese contexto, la calidad de la cartera de cobranza es fundamental en la generación oportuna de fondos para la amortización de los títulos emitidos por el Fondo.

Entidad industrial reconocida en el mercado de corrugado: CARSA es una empresa miembro del Grupo SigmaQ, este último es un proveedor de empaque integral con fuerte posición competitiva en la región. Sigma Q se dedica a la producción de bolsas, empaque corrugado, empaques flexibles, etiquetas y envases plásticos. Las sinergias con entidades del Grupo le permiten a CARSA obtener ventajas competitivas como: el aprovechamiento de economías de escala, la compra conjunta de insumos, entre otros.

Adicionalmente, CARSA registra un largo historial de relaciones comerciales con sus principales clientes, aspecto ponderado favorablemente en el análisis.

Principal insumo del corrugado registra un repunte en su precio: El precio del papel ha registrado importantes aumentos en los mercados internacionales durante los últimos meses, causado principalmente por el cierre de una considerable cantidad de molinos en China por motivos medioambientales para cumplir estándares internacionales y por el aumento de las compras por internet conllevando a un crecimiento en la demanda de empaques.

La situación descrita ha implicado para CARSA, una mayor utilización de líneas de crédito para capital de trabajo, debido a que, en periodos de alzas en el precio de materias primas, la política del Grupo establece que las compañías deben mantener saldos de cajas superiores a los normales para evitar desabastecimientos.

Como medidas de contingencias, CARSA ha ajustado sus precios en línea con el aumento en el costo de insumos y ha implementado medidas orientadas a eficientizar el uso del papel, particularmente inversión en maquinaria y revisión de procesos. Se estima que para 2019 los precios de esta materia prima persistirán altos por las condiciones de demanda y oferta en los mercados internacionales.

Diversificación geográfica: CARSA refleja ventas en más de trece países, sus principales mercados al primer semestre de 2018 son Costa Rica, El Salvador y Honduras con participaciones sobre el total de ventas del 37%, 33% y 15% respectivamente. Además, la compañía administra una base de clientes que operan en diferentes industrias (bebidas, alimentos, textil, agrícola, entre otros), permitiendo reducir su exposición de riesgo ante cambios o recesiones en sectores económicos particulares.

Riesgo de desvío de fondos atenuado: Como respaldo operativo de la emisión, IME, CARSA y Ricorp suscribieron un Convenio de Administración de Cuentas, con el Banco Administrador (Banco de América Central, S.A. o BAC). En dicho Convenio los clientes que integran la prenda sin desplazamiento de CARSA depositan sus pagos en la cuenta colectora, que es mancomunada entre CARSA y el FTRTIME 01, y BAC transfiere automáticamente los flujos hacia la cuenta discrecional hasta completar el monto de cesión mensual. Dicho esquema beneficia al FTRTIME 01 en la obtención de dinero para cumplir los pagos de servicio de la deuda de los títulos VTRTIME 01.

Existencia de mejoradores independientes al activo subyacente: La estructura de la emisión incorpora una fianza de fiel cumplimiento emitida por BAC (calificación de AAA.sv por Zumma Ratings), que garantiza el pago de

los cánones de arrendamiento, equivalente al 15% del valor de la emisión en circulación. A criterio de Zumma Ratings, esta fianza se pondera favorablemente en la calificación de la titularización en virtud de la calidad crediticia del Banco que la emite; valorándose como una protección adicional para los inversionistas en caso el contrato de arrendamiento no genere los flujos esperados.

Buena generación de flujos del activo subyacente: La prenda sin desplazamiento de la cartera por cobrar que respalda el contrato de arrendamiento, genera un nivel de flujos que ingresa a la cuenta colectora que cubre de manera favorable los montos a ser entregados al Fondo. Así, la cobertura promedio mensual sobre la cuota de cesión fue de 4.65 veces durante los últimos doce meses (julio 2017- junio de 2018). Además, el rango de cobertura en dicho lapso de tiempo se ubicó entre 2.1x y 6.8x, valorándose un nivel de volatilidad relevante.

Adecuado calce de plazos para el Fondo: Los activos de corto plazo del FTRTIME 01, integrados por el efectivo, inversiones y flujos de la titularización pendiente de recibir, registran una cobertura de 2.3 veces sobre la deuda a corto plazo de los títulos emitidos al 30 de junio de 2018 (2.4x en junio de 2017). Por su parte, la captación mensual de los flujos por el contrato de arrendamiento, por parte del FTRTIME 01, calza con la frecuencia de pago por servicio de la deuda de la emisión VTRTIME 01. Se pondera favorablemente el importe en efectivo y en la cuenta restringida que registra el Fondo para cubrir desfases temporales.

Mecanismo de aceleración de fondos: La estructura cuenta con dos mecanismos, que permiten al Fondo retener parcial o totalmente, los recursos que, de acuerdo al contrato de arrendamiento, deben ingresar a la cuenta

colectora y/o ser transferidos a la cuenta excedentes a nombre de CARSA. El primer mecanismo es denominado “mecanismo preventivo de transferencia de los cánones”, y establece que a partir de la fecha en que Ricorp Titularizadora como administradora del Fondo de Titularización determine que al tercer mes de haber iniciado el plazo de regularización, por incumplimiento de indicadores y obligaciones, deberá notificar al Banco Administrador para que este último retenga, mensualmente, de los excedentes a transferir a CARSA la suma de doscientos mil dólares en la cuenta colectora, y posteriormente proceda a realizar las transferencias de los flujos restantes a la cuenta de excedentes. Los fondos retenidos, podrán ser reintegrados a CARSA, una vez se regularice el cumplimiento de las razones financieras, caso contrario se aplica el proceso llamado “mecanismo acelerado de transferencia de los cánones”.

Dicho mecanismo se refiere a la retención total de las sumas de dinero que ingresan a la cuenta colectora, lo que implica que el Banco Administrador no podría transferir suma alguna a la cuenta de excedentes a nombre de CARSA. El evento antes mencionado se dará sí una vez finalizado el sexto mes de regularización, se mantiene el incumplimiento de cualquiera de las siguientes condiciones: (i) incumple cualquiera de las razones financieras, (ii) por falta de pago de uno o más cánones consecutivos de arrendamiento, y (iii) por incumplimiento de las obligaciones que adquiere en relación a los mecanismos de respaldo y garantía.

Cabe precisar que la activación de un mecanismo de aceleración de fondos, será automática una vez sea solicitada por Ricorp Titularizadora.

Fortalezas

1. Contrato de arrendamiento operativo firmado entre CARSA e IME como activo subyacente.
2. Fianza otorgada por una entidad bancaria con alta calidad crediticia.
3. Favorable cobertura de los flujos sobre el monto de cesión mensual.

Debilidades

1. Flujos del contrato de arrendamiento dependen de una sola entidad (CARSA).

Oportunidades

1. Mayor volumen de negocios entre CARSA y los clientes que integran la prenda sin desplazamiento de cartera.

Amenazas

1. Desaceleración de actividad económica y comercial en los principales mercados en los que opera CARSA.
2. Encarecimiento en el precio del papel (principal materia prima del proceso de fabricación del corrugado).

ENTORNO ECONÓMICO

El crecimiento real de la economía salvadoreña fue del 2.3% en 2017 (2.4% en 2016), apoyado principalmente en el fuerte envío de remesas familiares, bajos precios del petróleo; así como en la recuperación sostenida en la economía de los Estados Unidos. Históricamente, El Salvador ha padecido de bajas tasas de crecimiento, reflejando un rezago en comparación a sus pares de la región. El Fondo Monetario Internacional (FMI) proyecta que la economía registrará una tasa de expansión del 2.3% para 2018, en sintonía con las perspectivas positivas de la economía de Estados Unidos, los diversos proyectos de construcción a escala nacional, la Unión Aduanera entre El Salvador, Honduras y Guatemala para dinamizar el comercio regional, entre otros.

No obstante, los elevados niveles de delincuencia y corrupción que exhibe El Salvador; el aplazamiento de reformas en materia fiscal por falta de acuerdos entre los partidos políticos; la incertidumbre proveniente de las elecciones de presidente de 2019; la vulnerabilidad ante eventos climáticos (fenómeno de El Niño); el encarecimiento del gasto financiero debido a la política monetaria de normalización que impulsa la Reserva Federal (FED por sus siglas en inglés) y el mayor endurecimiento en las políticas migratorias en Estados Unidos, considerando la eliminación del programa de Estatus de Protección Temporal (TPS por sus siglas en inglés) se señalan como factores de riesgo adversos para el país.

Al 31 de julio de 2018, las remesas exhiben un crecimiento interanual del 9.5% que se explica por el buen desempeño de la economía estadounidense, aunado a las precauciones tomadas por salvadoreños en el extranjero debido a la incertidumbre provocada por las políticas migratorias de dicho país. En términos prospectivos, se vislumbra que el volumen de remesas se desacelere ligeramente en el corto plazo. Por otra parte, El Salvador continúa exhibiendo bajos niveles de inflación, ubicándose en 1.1% a julio de 2018 (1.0% en julio de 2017) asociado principalmente por su condición de economía dolarizada.

Cabe precisar que el Banco Central de Reserva (BCR) actualizó el sistema de Cuentas Nacionales (SCN), conllevando a una disminución del tamaño del PIB. Lo anterior determinó que los índices de endeudamiento experimentaran un deterioro; haciendo notar que el indicador deuda/PIB de 2017 aumentó a 71% (63% antes de la actualización del SCN). Otro hecho relevante fue la aprobación de la reforma de pensiones que disminuyó las necesidades de financiamiento de corto plazo del gobierno.

A la fecha del presente informe, la calificación soberana del Gobierno de El Salvador es de B3 por Moody's, B por Fitch y CCC+ por S&P, reflejando la vulnerable y la débil posición de las finanzas públicas. Entre los principales aspectos que inhiben una mejora en el perfil crediticio del país se mencionan: el lento crecimiento económico, los recurrentes déficits fiscales, la tendencia creciente de endeudamiento y la falta de acuerdo políticos para implementar una reforma fiscal.

Es importante señalar que, en los próximos años, el Gobierno debe de cumplir con el pago oportuno de una serie de vencimientos en sus pasivos, lo cual puede ejercer una fuerte presión en su liquidez. En este contexto, impulsar el Acuerdo Marco para la Sostenibilidad Fiscal es indispensable para encaminar las finanzas públicas en la ruta de sostenibilidad. En caso de no materializarse acuerdos fiscales, el Gobierno corre el riesgo de enfrentar dificultades para financiar proyectos sociales, subsidios e inversiones en infraestructura.

DESCRIPCIÓN DE LA ESTRUCTURA

Proceso de Titularización

El Patrimonio Autónomo que sirve de respaldo a los títulos se denomina Fondo de Titularización Ricorp Titularizadora Inmobiliaria Mesoamericana 01 (FTRTIME 01), el mismo que fue constituido de acuerdo a la Ley de Titularización el 6 de diciembre de 2013. La emisión de los valores de titularización con cargo al FTRTIME 01 fue asentada en el Registro Especial de emisiones de valores del Registro Público Bursátil el 17 de diciembre de 2013.

La estructura legal de la presente emisión se presenta a continuación:



Fuente: Ricorp Titularizadora, SA

Propósito de la Emisión

Los recursos obtenidos por la emisión de los títulos de deuda fueron invertidos por el Fondo de Titularización en la adquisición del Contrato de Arrendamiento Operativo (en adelante el Contrato de Arrendamiento), cuya tradición se realizó por medio del Contrato de Cesión y Administración de Derechos que incluye los derechos que como arrendante le corresponden al Originador sobre el Contrato de Arrendamiento, el cual incluye el derecho a percibir los cánones mensuales provenientes del arrendamiento de bienes inmuebles y maquinaria, entre otros.

Los montos establecidos son libres de cualquier impuesto que en el futuro puedan serles aplicables, correspondiendo a IME el pago a la administración tributaria o a la entidad competente de todo tipo de impuestos, tasas, contribuciones especiales o tributos en general, en caso aplicase.

El contrato de arrendamiento operativo fue firmado por IME y CARSA, de esta la manera, la primera es la Arrendante y la segunda en la Arrendataria. El contrato (de manera resumida) reúne las siguientes características:

Objeto del Arrendamiento: IME ha entregado en arrendamiento a CARSA un terreno, edificio y maquinaria (bienes arrendados) por un monto de US\$16.7 millones, según el Contrato de Arrendamiento de fecha 19 de noviembre de 2013.

- a. **Terreno y edificaciones industriales.** Corresponde a un terreno con vocación industrial compuesto por seis porciones que forman un solo cuerpo triangular, con topografía plana sobre nivel de la calle; contiene construcciones y todos los servicios conectados a las respectivas redes públicas y privadas.
- b. **Maquinaria industrial.** Dos máquinas industriales, en adelante denominadas como la “maquinaria”, encontrándose situadas en el inmueble descrito previamente, las cuales tienen las descripciones particulares siguientes: i) Impresora marca Martin, modelo DRO 1628 de cinco colores, año de fabricación 2004, con todos sus equipos auxiliares, cuyo valor estimado fue de US\$2,215,000 ii) Impresora marca Martin Midline, modelo 924 de cuatro colores año de fabricación 2007, con todos sus equipos auxiliares.

Plazo del Contrato

El plazo forzoso del arrendamiento fue de diez años; el cual podrá ser prorrogable automáticamente por un período igual adicional, siempre que ninguna de las partes comunique por escrito a la otra, su voluntad de darlo por terminado, por lo menos con sesenta días de anticipación, a la fecha de expiración del plazo o de sus prórrogas y siempre que no haya mora en el pago de los cánones.

Dicho plazo favorece el calce de flujos del Fondo para pagar la emisión VTRTIME 01 con plazo de 10 años. Lo anterior, reduce la incertidumbre relacionada a la generación de flujos.

Precio del Contrato y Forma de Pago

El canon mensual del arrendamiento será por la suma de US\$130,000 y anualmente se incrementará 2% durante los próximos cinco años, más el respectivo Impuesto a la Transferencia de Bienes Muebles y a la Prestación de Servicios. Todo pago deberá hacerse efectivo y contra entrega de la factura o recibo correspondiente, y podrá ser realizado en una cuenta bancaria especialmente determinada por IME para dichos propósitos. En caso de incumplimiento de pago en las fechas establecidas, ambas partes convienen en que CARSA pagará adicionalmente, en concepto de penalidad, un interés moratorio equivalente al cinco por ciento calculado mensualmente sobre los saldos adeudados. En caso de prórroga del plazo, el canon podrá ser revisado y acordado de mutuo acuerdo entre las partes con por lo menos sesenta días de anticipación al vencimiento del plazo original o de cualquiera de sus prórrogas.

Causales de caducidad del Contrato de Arrendamiento Operativo

Sin perjuicio de lo establecido en la cláusula romano II del Contrato de Arrendamiento, la misma que señala el plazo forzoso del acuerdo a diez años, el plazo caducará

en los casos que más adelante se detallan, y por lo tanto, las obligaciones a cargo de CARSA y a favor de IME, o de su cesionario (en este caso el FTRTIME 01), y a discreción de este último, serán exigibles en su totalidad como si se tratara de plazo vencido y en consecuencia, CARSA deberá enterar a IME, o a su cesionario, el saldo que a esa fecha se encuentre pendiente de enterar hasta completar la cantidad de US\$16,730,130.02. El pago deberá ser realizado a más tardar en noventa días a partir de la fecha de caducidad del plazo del contrato. El plazo del contrato caducará, a discreción de IME o de su cesionario, y sin responsabilidad alguna para ella, en los siguientes casos: a) por falta de pago de uno o más cánones consecutivos de arrendamiento; b) por incumplimiento por parte de CARSA de cualquiera de las obligaciones que adquiere por medio de este contrato; c) por ocuparse los Bienes Arrendados para un objeto ilícito; d) por la existencia de causales sobrevinientes que, a juicio prudencial de IME o de su cesionario, pueda afectar negativamente la reputación o imagen de las Partes; y e) cuando a pesar de haber transcurrido al plazo de regularización (6 meses posteriores al incumplimiento), no se hubieran regularizado las condiciones (razones financieras) establecidas en el contrato de arrendamiento.

Condiciones especiales

CARSA se obliga a cumplir las siguientes razones financieras, durante el plazo original del contrato, o cualquiera de sus prórrogas si las hubiera. Los indicadores financieros serán calculados por IME o por quien esta designe, de forma trimestral. CARSA se compromete a mantener las razones financieras. Al 30 de junio de 2018, CARSA refleja los siguientes resultados en las razones financieras:

INDICADORES CARSA	Jun 2018	Límite	Evaluación
EBITDA / Servicio de la Deuda	3.11	> 1.60	Cumplimiento
Deuda / Patrimonio	0.849	< 0.85	Cumplimiento
Deuda / EBITDA	4.16	< 3.25	Incumplimiento
Utilidad Bruta/ Gastos Operación	1.92	> 1.4	Cumplimiento
CxC Relacionadas / Patrimonio	0.30	< 0.35	Cumplimiento

Fuente: Informe independiente del Oficial de Cumplimiento. Elaboración: Zumma Rating S.A. de C.V. Clasificadora de Riesgo.

Plazo de Regularización

A partir de la fecha en que IME, o su cesionario, determine el incumplimiento de cualquiera de las razones financieras y se lo haya notificado a CARSA, ésta contará con diez días hábiles para notificar a IME o a su cesionario de las acciones que tomará para regularizar la situación y contará con seis meses para tomar las acciones necesarias para regularizar las razones financieras a fin que por medio de un nuevo cálculo se verifique el cumplimiento de los parámetros establecidos. De no regularizar los ratios y demás condiciones establecidas, se activarán los respectivos mecanismos de aceleración.

Mecanismo de Aceleración de Transferencia de los cánones

La estructura cuenta con dos mecanismos, que permitirán al Fondo (cesionario) retener parcial o totalmente los fondos que, de acuerdo al contrato de arrendamiento, deben ingresar a la cuenta colectora y/o ser transferidos a la cuenta excedentes a nombre de CARSA.

El primer mecanismo es denominado “**Mecanismo Preventivo de Transferencia de los Cánones**”, que establece que a partir de la fecha en que Ricorp Titularizadora como administradora del FRTIME 01 determine que al tercer mes de haber iniciado el plazo de regularización, por incumplimiento de indicadores y obligaciones, deberá notificar al Banco Administrador para que este último retenga, mensualmente, de los excedentes a transferir a CARSA la suma de US\$200,000 en la cuenta colectora, y posteriormente proceda a realizar las transferencias de fondos restantes a la cuenta de excedentes. Los fondos retenidos, podrán ser reintegrados a CARSA, una vez regularizado el cumplimiento de las razones financieras, caso contrario se aplica el proceso llamado “**Mecanismo Acelerado de Transferencia de los Cánones**”.

El Mecanismo Acelerado de Transferencia de Cánones, se refiere a la retención total de las sumas de dinero que ingresan a la cuenta colectora, lo que representa que el Banco Administrador no podría transferir suma alguna a la cuenta excedentes a nombre de CARSA. El evento antes mencionado se dará sí una vez finalizado el sexto mes de regularización, se mantiene el incumplimiento de cualquiera de las siguientes condiciones: (i) incumple cualquiera de las razones financieras, (ii) por falta de pago de uno más cánones consecutivos de arrendamiento, y (iii) por incumplimiento de las obligaciones que adquiere en relación a los mecanismos de respaldo y garantía.

Reparto de Utilidades

CARSA se obliga a que únicamente podrá repartir utilidades netas del ejercicio siempre y cuando haya estado en cumplimiento de las razones financieras contempladas en el contrato de arrendamiento al menos durante la revisión de los dos cierres trimestrales previos al decreto de reparto respectivo, y siempre que con dicho reparto no se incumplan las razones financieras.

Terminación anticipada del Contrato

Las partes acuerdan que CARSA podrá dar por terminado unilateralmente el contrato de arrendamiento operativo de forma inmediata, en cualquier tiempo luego de concluido el quinto año de plazo del contrato, sin necesidad de declaración judicial ni responsabilidad alguna de su parte, y mediante la única condición de dar aviso por escrito al Arrendante de su deseo de darlo por terminado, por lo menos seis meses de anticipación a la fecha exacta en que se notifique que tendrá lugar la terminación del presente contrato, debiendo en dicho caso reconocer a favor CARSA, el pago del ciento por ciento de los cánones de arrendamiento que se encuentren pendientes de amortizar según el plazo original o cualquiera de las prórrogas subsiguientes del mismo, si las hubiera.

Obligaciones de CARSA

CARSA se compromete a: a) mantener, conservar y cuidar el Inmueble Arrendado y a devolverlo en el mismo estado de limpieza, aseo y cuidado en el que lo recibe, así como a guardar la precaución y cuidado de los bienes por adherencia que recibe con este contrato, comprometiéndose en caso de pérdida o deterioro a reemplazar tales bienes por otros de igual o superior calidad salvo aquellos ocasionados por el normal uso, e informar de los deterioros sufridos o cualquier hecho susceptible de disminuir su

valor o perturbar su posesión o dominio; b) no subarrendar los Bienes Arrendados en todo ni en parte sin previo permiso por escrito de IME; c) realizar las reparaciones locativas del inmueble arrendado, tales como reparar válvulas, grifos, inodoros. Las reparaciones locativas serán por cuenta exclusiva de CARSA; d) realizar las reparaciones necesarias en la maquinaria, tanto en concepto de mantenimiento, como para garantizar su operatividad. Estas reparaciones serán por cuenta exclusiva de CARSA; e) no hacer modificaciones en el inmueble arrendado, excepto con previo permiso de IME; toda mejora efectuada quedará formando parte de las construcciones al terminar el arriendo; f) cumplir con las leyes, decretos o reglamentos de las autoridades y no ocupar o permitir que se ocupe el inmueble arrendado para usos fuera de la ley; g) pagar los servicios de agua y energía eléctrica y cualquier otro gasto por servicios solicitados directamente por CARSA, incluyendo las tasas municipales por servicios que correspondan al inmueble arrendado, así como también el pago de las pólizas de seguro contratadas sobre todos los activos incluidos en el presente contrato; h) a reparar cualquier desperfecto que se deba a su culpa o descuido de sus empleados o personas que de ella dependan.

IME no tendrá ninguna responsabilidad por daños y pérdidas que sufra CARSA a consecuencia de disturbios, huelga, robos, fechorías, interrupción de servicios públicos o hechos originados de cualquier caso fortuito o fuerza mayor.

Mecanismos de Respaldo y Garantía.

Transferencia de Fondos

Sin perjuicio de la responsabilidad de pago de CARSA, las partes acuerdan, que para garantizar los pagos mensuales de los cánones de arrendamiento detallados en el contrato a IME, o a cualquier tercero a quien se le hayan cedido los derechos del contrato de arrendamiento operativo, se desarrollará el siguiente mecanismo de transferencia de fondos, por medio del cual CARSA deberá elegir una muestra de sus clientes clase “A”, definidos como aquellos a los que CARSA, en su giro ordinario de negocio, les facture durante la mayor parte del año, en adelante los “Clientes Clase A”, y cuya antigüedad de cuentas por cobrar no sea mayor a sesenta días hábiles, además, deberán ser clientes con una relación comercial de varios años.

CARSA deberá instruir a dichos Clientes Clase A mediante Orden Irrevocable de Pago para que depositen el ciento por ciento del pago de sus facturas emitidas por CARSA, a la cuenta bancaria que será abierta a nombre de IME y CARSA o su cesionario (en adelante, la “Cuenta Colectora”) en el Banco Administrador, y que dichos fondos serán utilizados de manera prioritaria para el pago de los cánones mensuales de arrendamiento.

En caso que CARSA reciba en efectivo los pagos de dichos clientes, deberá abonarlos inmediatamente, en la Cuenta Colectora. Los fondos capturados en la Cuenta Colectora en exceso al valor del canon de arrendamiento de cada mes serán trasladados a otra cuenta que designe CARSA, única y exclusivamente después de haber cubierto el total del monto correspondiente al canon de arren-

damiento del mes, y luego de que se haya hecho el depósito del monto correspondiente al canon de arrendamiento del mes a una tercera cuenta que designe CARSA o a quien le hayan sido legalmente cedidos los derechos del contrato de arrendamiento operativo.

Los fondos capturados por pago de clientes en la Cuenta Colectora, los pagos de cánones de arrendamiento a IME y la devolución de los excedentes a CARSA estarán bajo administración del Banco Administrador, a quien se le ha instruido por escrito y mediante la firma de un Convenio de Administración de Cuentas Bancarias, los montos exactos a transferir entre cuentas y la prelación de estos pagos previo a devolver los fondos excedentes a CARSA. Los costos que se deriven de la suscripción de este Convenio de Administración de Cuentas Bancarias serán a cargo de CARSA.

Mecanismo de Sustitución de Clientes

CARSA se reserva el derecho de sustituir y/o adicionar a cualquiera de los clientes Clase "A".

Cesión de Beneficios de Póliza de Seguros de Lucro Cesante

La cesión de beneficios de póliza de lucro cesante a favor de CARSA, o a cualquier tercero a quien los derechos del contrato de arrendamiento operativo le hayan sido legalmente cedidos, por seis meses de canon de arrendamiento. La sociedad aseguradora deberá ser una sociedad de seguros local, cuya calificación de riesgo no sea menor de "A" con perspectiva estable o positiva, en caso que tenga más de una calificación pública, se tomará en cuenta la menor.

Cesión de Beneficios de Póliza de Seguro contra todo Riesgo sobre Construcciones, Mobiliario y Equipo

La cesión de beneficios de póliza de seguro contra todo riesgo sobre construcciones, mobiliario y equipo, a favor de IME, o a cualquier tercero a quien los derechos del contrato de arrendamiento operativo le hayan sido legalmente cedidos. La sociedad aseguradora deberá ser una sociedad de seguros local, cuya calificación de riesgo no sea menor de "A" con perspectiva estable o positiva, en caso que tenga más de una calificación pública, se tomará en cuenta la menor.

Garantía sobre el pago del Canon de Arrendamiento

En garantía del pago del canon de arrendamiento, así como de los demás accesorios legales contraídos, CARSA constituye a favor de IME, una prenda sin desplazamiento sobre una cartera de facturas compuesta por la totalidad de las Facturas emitidas por CARSA a sus Clientes Clase A, y que deberá, durante el plazo original del contrato, así como de cualquier prórroga de este, cumplir con los requisitos detallados en el contrato.

La cartera preñada deberá cumplir, durante el plazo que adelante se determinará, con los siguientes requisitos: a) representar un monto de US\$600,000 en concepto de cuentas por cobrar a los Clientes Clase A; b) deberán estar al día o con una mora inferior a sesenta días; c) estar denominados en Dólares; d) cumplir con cualquier requisito legal establecido en la legislación tributaria de El Salvador; e) los deudores no podrán encontrarse en incumplimiento de cualquier otra obligación pecuniaria alguna con CARSA; f) los Clientes Clase "A", deberán ser aquellos a los que CARSA, en su giro ordinario de

negocio, les facture al menos seis meses en el año, y cuya antigüedad de cuentas por cobrar no sea mayor a sesenta días hábiles, además, deberán ser clientes con una relación comercial de varios años.

Trimestralmente, IME o quien esta designe, o cualquier tercero a quien los derechos del contrato de arrendamiento operativo le hayan sido legalmente cedidos, o a quien este designe, podrá verificar el estado de la cartera preñada, así como el cumplimiento de los requisitos mencionados con anterioridad. Si, a juicio del IME o quien esta designe, o cualquier tercero a quien los derechos del contrato de arrendamiento operativo le hayan sido legalmente cedidos, o a quien este designe, la cartera preñada no cumple con los requisitos antes mencionados, o, si la cobertura, a razón del pago por los Clientes Clase A de dichas facturas, ya no representa el monto de US\$600,000 en concepto de cuentas por cobrar a los Clientes Clase A, CARSA deberá sustituir las facturas insuficientes o las facturas pagadas por nuevas facturas emitidas a los Clientes Clase A hasta cumplir con los requisitos antes mencionados, o hasta que la cartera preñada represente el monto acordado en el Contrato de Arrendamiento.

Al 30 de junio de 2018, dicha cartera de clientes refleja un saldo de US\$1.0 millón, valorándose un mayor volumen a partir del primer semestre de 2017.

Responsabilidad de IME

IME en razón a lo estipulado en el contrato de cesión y administración de derechos a favor del Fondo de Titularización, debe también cumplir con determinados covenants financieros durante la vigencia de la emisión calificada. Al 30 de junio de 2018, IME refleja los siguientes resultados en las razones financieras:

INDICADORES IME	Jun 2018	Límite	Evaluación
EBITDA / Gastos Financieros	5.48	> 2.5	Cumplimiento
Pasivo Ajustado / Patrimonio	1.5	< 4.0	Cumplimiento
Pasivo Ajustado / EBITDA	2.63	< 7.0	Cumplimiento

Fuente: Informe independiente del Oficial de Cumplimiento. Elaboración: Zumma Ratings S.A. de C.V. Clasificadora de Riesgo.

Plazo de Regularización: A partir de la fecha en que la Titularizadora determine el incumplimiento de cualquiera de las razones financieras y se lo haya notificado al Originador y al Representante de Tenedores, el Originador contará con 10 días hábiles para notificar al Representante de Tenedores y a la Titularizadora de las acciones que tomará para regularizar la situación y contará con seis meses para tomar las acciones necesarias para regularizar el cumplimiento de las razones financieras a fin que por medio de un nuevo cálculo presentado a la Titularizadora se verifique el cumplimiento de los parámetros establecidos informándose dicho cumplimiento al Representante de Tenedores.

Reparto de Utilidades: El Originador se obliga a que únicamente podrá repartir utilidades netas del ejercicio siempre y cuando haya estado en cumplimiento de las razones financieras contempladas en el contrato de cesión al menos durante la revisión de los dos cierres trimestrales

previos al decreto de reparto respectivo, y siempre que con dicho reparto no se incumplan las razones financieras.

Nota sobre Incumplimiento de Indicadores.

En caso IME incumpliese alguno de sus indicadores más allá de los plazos estipulados, ello conllevaría a hacer cumplir la “condición resolutoria” estipulada en el contrato de cesión y administración de derechos a favor del Fondo, ante lo cual IME deberá pagar al Fondo el 100% del saldo adeudado sobre los flujos cedidos, lo que significa que IME responderá con su patrimonio y/o con la venta de los bienes adquiridos producto de la presente transacción financiera.

Respaldo operativo de la Estructura Financiera

Como respaldo operativo de la emisión, el IME, CARSA y la Titularizadora suscribieron un Convenio de Administración de Cuentas, con BAC, para lo cual se crean las siguientes cuentas y procedimientos:

Cuenta Colectora

Es la cuenta corriente que estará abierta en el Banco Administrador a nombre de CARSA y del Fondo de Titularización. La funcionalidad de la referida Cuenta Colectora será la siguiente: Recibir el dinero proveniente del mecanismo de transferencia de fondos de los clientes de CARSA establecido como respaldo para el pago de los cánones de arrendamiento en el Contrato de Arrendamiento Operativo. Dicha cuenta es restringida para CARSA y para el Fondo de Titularización, ya que la finalidad de su apertura es única y exclusivamente la colecturía de los fondos antes mencionados, por lo que CARSA y el Fondo de Titularización, no podrán realizar ningún tipo de transacción, débito o cargo sobre la misma, o disponer en forma unilateral sobre los fondos de la misma. Las únicas transacciones autorizadas para ser realizadas sobre dicha cuenta son las que el Banco Administrador debe realizar en concepto de recepción del flujo de efectivo de los clientes de CARSA o terceros, y los cargos o débitos respectivos que por medio del Convenio de Administración de Cuentas se le autoricen al Banco Administrador para abonar a la Cuenta Colectora y a la Cuenta de Excedentes.

Es importante destacar, que la cuenta colectora no está constituida para acumular saldos, sino más bien transferirlos hacia la cuenta discrecional.

Cuenta Discrecional

La Titularizadora, actuando en su calidad de administradora del Fondo de Titularización, abrió en el Banco Administrador la denominada Cuenta Discrecional (a nombre del Fondo de Titularización). La funcionalidad de la referida Cuenta Discrecional es la siguiente: Durante todos los días de cada mes comprendidos dentro del plazo de la Orden Irrevocable de Transferencia (OIT) a que se ha hecho referencia, el Banco Administrador procederá a realizar los cargos diarios en la Cuenta Colectora, hasta completar la cuantía de los cánones provenientes del Contrato de Arrendamiento Operativo. Dichas cuotas serán trasladadas mediante una OIT a la Cuenta Discrecional. La función de esta cuenta es mantener los fondos necesarios para realizar los pagos en beneficio de los Tenedores de los Valores de Titularización y demás acreedores del Fondo de Titularización, según el orden

establecido en la prelación de pagos del Contrato de Titularización.

En caso de que al día 5 de cada mes calendario, o el próximo día hábil, no haya sido posible completar los fondos necesarios para el pago de la cuota mensual que deba ser transferida a la Cuenta Discrecional, el Banco Administrador estará facultado a cargar la Cuenta de Excedentes, hasta completar el valor de dicha cuota mensual.

Cuenta de Excedentes

CARSA abrió la denominada Cuenta de Excedentes en el Banco Administrador, en la que el Banco abonará los excedentes de la Cuenta Colectora, cuando se hayan transferido de dicha cuenta las cantidades correspondientes a los cánones mensuales hacia la Cuenta Discrecional. La funcionalidad de la referida cuenta será la siguiente: Una vez se hayan transferido de la Cuenta Colectora las cantidades correspondientes a los cánones mensuales equivalentes a las cuotas mensuales de cesión, el excedente, si lo hubiera, será trasladado inmediatamente, hacia la Cuenta de Excedentes, la que no tendrá ninguna restricción en su uso; sin embargo, CARSA autorizará expresamente al Banco para que en caso de incumplimiento de cualquiera de las razones financieras establecidas en el Contrato de Arrendamiento, y siempre y cuando haya transcurrido el plazo de regularización, situación que será notificada por Ricorp Titularizadora, S.A., el Banco se abstenga de realizar las transferencias de excedentes respecto del canon de arrendamiento y se concentren en la cuenta colectora todos los depósitos que realicen los clientes. Los fondos que se concentren, por efecto de esta cláusula en la Cuenta Colectora servirán para el pago de los cánones de arrendamiento.

Un aspecto considerado en el análisis es que, en caso CARSA registre un estrés en sus flujos, los excedentes que podrá retener el Banco Administrador de la Cuenta Colectora podrían ser bajos, limitando el alcance del mecanismo de aceleración.

Cuenta Restringida

Es la cuenta bancaria o depósito a plazo abierto a nombre del Fondo de Titularización en el Banco Administrador, que servirán de respaldo para el pago de los Valores de Titularización, no debiendo ser menor a \$219,853.76. Este respaldo fue constituido deduciéndolo de los fondos provenientes de la colocación de los Valores de Titularización en cuestión, en el momento que estos fondos estuvieron disponibles. Esta cuenta servirá para la amortización del capital y/o intereses a pagarse a los Tenedores de Valores, en caso sea necesario.

La cuenta antes mencionada refleja un saldo de US\$219,853.76 al 30 de junio de 2018, correspondiendo el mismo a un depósito a plazo fijo por 90 días en BAC.

Cuenta Reserva

Es la cuenta bancaria o depósitos a plazo que será abierta a nombre del Fondo de Titularización en el Banco Administrador, a partir del mes 85, que acumulará los fondos que servirán para el último pago de capital al final de la vigencia de la Emisión. La funcionalidad de esta cuenta será la siguiente: la Titularizadora realizará, desde la Cuenta Discrecional hacia la Cuenta de Reserva, las trans-

ferencias mensuales equivalentes a US\$43,589.96 durante el período comprendido entre el mes 85 y el mes 120 del plazo de la Emisión.

FONDO DE TITULARIZACIÓN RICORP TITULARIZADORA, INMOBILIARIA MESOAMERICANA 01. (FTRTIME 01)

Emisor: Ricorp Titularizadora, S.A. en su calidad de administradora del Fondo FTRTIME 01

Denominación del Fondo de Titularización: Fondo de Titularización – Ricorp Titularizadora – Inmobiliaria Mesoamericana 01

Originador: Inmobiliaria Mesoamericana, S.A. de C.V.

Denominación del Representante de los Tenedores: Lafise Valores de El Salvador, S.A. de C.V. Casa de Corredores de Bolsa.

Denominación de la emisión: Valores de Titularización - Títulos de Deuda con cargo al Fondo de Titularización – Ricorp Titularizadora - Inmobiliaria Mesoamericana 01 (VTRTIME 01).

Tramos vigentes en el mercado

A continuación, se detalla la característica de cada uno de los tramos colocados.

Características	Tramo 1	Tramo 2
Monto	US\$6,510,000	US\$2,790,000
Tasa anual	7.0%	6.5%
Tipo de tasa	Fija	Fija
Moneda	US\$ dólares	US\$ dólares
Plazo	120 meses	84 meses
Vencimiento	20 dic. 2023	20 dic. 2020
Forma de pago capital	mensual	mensual
Forma de pago intereses	mensual	mensual

Descripción de la Sociedad Titularizadora

Ricorp Titularizadora, Sociedad Anónima, que puede abreviarse Ricorp Titularizadora S.A. se constituyó el 11 de agosto de 2011.

Junta Directiva	
Presidente	Rolando Duarte Schlagater
Vicepresidente	Javier Simán Dada
Director Secretario	José Carlos Bonilla Larreynaga
Director Propietario	Remo Bardí Ocaña
Director Propietario	Víctor Silhy Zacarías
Director Propietario	Carlos Mejía Cabrera
Director Propietario	Enrique Borgo Bustamante
Director Suplente	Francisco Duarte Schlagater
Director Suplente	Miguel Simán Dada
Director Suplente	Manuel Vieytez Valle
Director Suplente	Enrique Oñate Muyschondt
Director Suplente	José Carbonell Belismelis
Director Suplente	Ramón Álvarez López
Director Suplente	Guillermo Saca Silhy

Ricorp Titularizadora es una Firma salvadoreña que cuenta con la autorización de la Superintendencia del Sistema Financiero para construir y administrar fondos de titularización.

Las principales actividades de la Compañía se resumen en realizar el análisis para determinar la factibilidad financiera y legal de los activos a titularizar, llevar a cabo el proceso de titularización para su posterior emisión y colocación en el mercado bursátil, y finalmente administrar el Fondo de acuerdo con los contratos suscritos, las normas y leyes establecidas para el Mercado de Valores.

GESTIÓN DE RIESGOS DEL FONDO DE TITULARIZACIÓN

La Sociedad Titularizadora realiza una serie de análisis de factibilidad antes de materializar el proceso de titularización, siendo alguno de ellos: análisis legal sobre viabilidad en la enajenación de los activos que potencialmente adquirirá el fondo de titularización; análisis de estrés y sensibilización de flujos para medir la capacidad de repago de los títulos emitidos.

El riesgo de crédito del activo subyacente es el principal riesgo que asume Ricorp, como administrador de fondos de titularización. En este sentido, la Titularizadora cuenta con manuales y procedimiento para la admisión y gestión de los riesgos inherentes a la actividad que desarrolla.

Por otra parte, la exposición al riesgo de crédito relacionada con las inversiones del FTRTIME 01 es mitigado, a través del análisis del perfil crediticio de la institución bancaria. En esta estructura, las inversiones (cuenta restringida) se encuentran colocadas en Banco de América Central, S.A. (calificado por Zumma Ratings en EAAA.sv) en un depósito a plazo.

Cabe mencionar que el Fondo no está expuesto a riesgo de tasas de interés debido a que la emisión fue colocada a tipo fijo; haciendo notar la predictibilidad en el gasto financiero derivado de los VTRTIME 01.

ANÁLISIS DEL FONDO DE TITULARIZACIÓN

Los activos de corto plazo del FTRTIME 01, integrados por el efectivo, inversiones y flujos de la titularización pendiente de recibir, registran una cobertura de 2.3 veces sobre la deuda a corto plazo de los títulos emitidos al 30 de junio de 2018 (2.4x en junio de 2017).

En sintonía con las amortizaciones que realiza el Fondo, el saldo de la deuda por los títulos emitidos disminuyen interanualmente en 13%, equivalente en términos monetarios a US\$868 mil. Por su parte, la captación mensual de los flujos por el contrato de arrendamiento, por parte del FTRTIME 01, coincide con el pago mensual en concepto de servicio de la deuda de la emisión VTRTIME 01, destacando la cuenta restringida para cubrir desfases temporales.

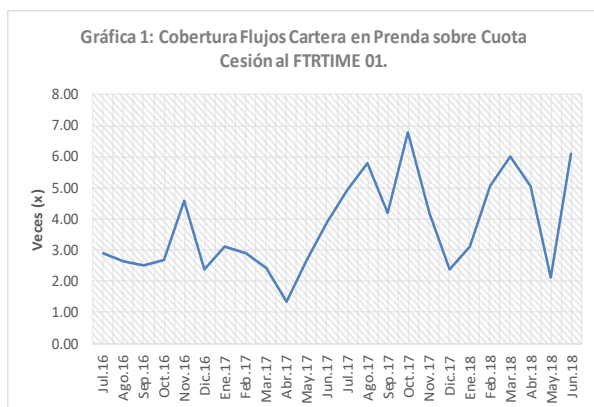
PERFIL DEL ORIGINADOR LEGAL

IME fue constituida en el mes de febrero de 2012, teniendo como finalidad la adquisición de inmuebles y maquinaria para entregarlos en arrendamiento a otras compañías. Cabe señalar que IME inició operaciones al final de 2013, después de comprar activos fijos a CARSA y firmar el Contrato de Arrendamiento.

El análisis de la presente estructura de titularización considera a IME como el Originador legal y a CARSA como Originador operativo. Lo anterior, se valora así debido a que CARSA a través de su gestión, estrategia e ingresos, permite cumplir con las cuotas y estimaciones contempladas en el contrato de arrendamiento operativo, reflejando un rol relevante en la estructura.

Después que se materializó el Contrato de Arrendamiento, IME ha reflejando una tendencia positiva en la generación de negocios. Los activos totalizan US\$17.3 millones a junio de 2018, integrándose principalmente por maquinaria y equipo (74%) y un préstamo otorgado a CARSA (20%).

Las fuentes de fondeo de IME se fundamentan en la operación de titularización, emisión de títulos valores en la plaza bursátil local y préstamos bancarios. Acorde con su giro operativo, IME registra altos niveles de apalancamiento para financiar la adquisición de bienes, que posteriormente otorga en arrendamiento. Así, la relación deuda/EBITDA se ubica en 4.0 veces al primer semestre de 2018.



Fuente: Ricorp Titularizadora, S.A. Elaboración: Zumma Ratings S.A. de C.V. Clasificadora de Riesgo.

Cabe precisar que IME emitió un programa de certificados de inversión en el mercado de valores por US\$3.5 millones en dos tramos, emitiéndose en octubre y en noviembre de 2016. La emisión CIIMSA 01 se encuentra respaldada por los flujos provenientes de los préstamos que IME otorgó a CARSA por un saldo igual que la emisión CIMSA01 (US\$3.5 millones); haciendo notar que dichos préstamos no están relacionados con el Contrato de Arrendamiento que respalda la titularización.

La expansión en las operaciones de IME (compra de maquinaria industrial, terrenos, edificios, vehículos, operaciones de arrendamiento, préstamos a relacionadas,

entre otros) desde el inicio de sus operaciones ha favorecido la tendencia positiva en la captación de ingresos y en la generación de resultados. En ese contexto, la utilidad neta crece interanualmente en 12% al primer semestre de 2018.

Por otra parte, la cobertura promedio mensual del flujo que proveniente de la Cartera de Clientes clase "A" de CARSA ingresa a la cuenta colectora, brinda una cobertura sobre la cuota de cesión (ver Gráfico 1) de 4.65 veces en los últimos doce meses (julio de 2017 – junio de 2018), valorándose la cobertura como favorable. Adicionalmente, el rango de cobertura en los últimos doce meses se ubicó entre 2.3x y 6.8x, valorándose un nivel de volatilidad relevante.

PERFIL DE CARSA

CARSA fue constituida en julio de 1994 bajo las Leyes de la República de El Salvador por un tiempo indefinido y su actividad principal es la fabricación de láminas y cajas de cartón corrugado, las cuales son vendidas principalmente en el mercado nacional y centroamericano. La Compañía es subsidiaria de Latin América Kraft Investments de Panamá que posee el 74.98% de las acciones (Anexo 1).

CARSA e IME son parte del grupo industrial SigmaQ. Cabe señalar que el Grupo cuenta con un amplio número de líneas de negocio incluyendo empaques corrugados, flexibles y plegadizos, envases plásticos, empaques de lujo, cartón chip y etiquetas.

Grupo Sigma Q, esta diversificado en los diferentes países de la región, contando con diversas plantas en Centroamérica; así como varios centros de distribución y venta en la región.

Operaciones

El modelo de negocio de CARSA se beneficia de las sinergias y relaciones con entidades de su Grupo (adquisición conjunta de insumos, economías de escala, precios por volumen, entre otros). SigmaQ cuenta para el segmento de corrugado 3 plantas de producción en Centroamérica, de las cuales CARSA es la empresa de mayor trayectoria y capacidad dentro del grupo corrugado.



Fuente: Cartonera Centroamericana, S.A. de C.V. Elaboración: Zumma Ratings S.A. de C.V. Clasificadora de Riesgo.

Por otra parte, las ventas de la compañía reflejan una expansión interanual del 2.0%. Se estima que el volumen de ventas de CARSA decrecerá para el cierre de 2018 en torno al 6%, como resultado de la menor demanda en algunos clientes.

Un aspecto favorable en la operación de CARSA es que refleja un largo historial comercial con sus principales clientes. Es relevante precisar que la compañía ofrece sus productos en el mercado nacional, centroamericano y el Caribe (ver Gráfico 2), reflejando una amplia diversificación por segmento geográfico (67.1% de las ventas son exportaciones a junio de 2018). Además, CARSA atiende una amplia variedad de sectores; permitiendo diversificar relativamente su riesgo de concentración en industrias específicas.

Adicionalmente, CARSA mantiene vinculaciones comerciales con clientes que reflejan presencia regional e internacional. Zumma Ratings valora como fortaleza la diversificación por país que exhiben las ventas de CARSA; haciendo notar que la tendencia de la economía regional es clave en el desempeño operativo de la compañía.

En otro aspecto, el precio del papel, principal insumo en la producción de corrugado, ha mostrado aumentos desde finales de 2016, causado por una combinación de hechos que han impactado en la demanda y oferta de esta materia prima. Adicionalmente, se espera que los precios del papel persistirán altos para el cierre de 2018 y 2019.

La situación descrita ha conllevado a una mayor utilización de líneas de crédito para capital de trabajo, debido a que, en periodos de alzas en el precio de materias primas, la política del Grupo establece que las compañías deben mantener saldos de cajas superiores para mantener adecuados inventarios y evitar desabastecimiento. En esa línea, CARSA ha comenzado a ajustar sus precios, acorde con el aumento en el costo y ha implementando medidas orientadas a hacer un uso eficiente del papel (inversión en maquinaria, revisión de procesos, entre otros).

Activos

Los activos de CARSA totalizan US\$35.7 millones al 31 de diciembre de 2017, registrando un importante aumento anual del 12%. Dicha variación recoge el efecto neto del notable fortalecimiento en la posición liquidez, el mayor volumen de activos fijos, la ampliación en la cartera por cobrar comerciales, así como la disminución en las cuentas por cobrar a relacionadas.

Es importante mencionar que el mecanismo de cesión de cartera, incorpora una variable de reemplazo cuando se dan eventos que incluyen mora mayor a 60 días, o cuando por algún motivo la cuenta no guarde las características establecidas en el contrato de arrendamiento. La Compañía está obligada a mantener el 40% de la cartera de cobranza comercial fuera de gravamen con el propósito de permitir sustituir clientes dentro de la cartera elegida en caso de ser necesario. Adicionalmente, la cartera de clientes clase "A" dada en prenda sin desplazamiento registra un saldo de US\$1.0 millón al 31 de diciembre de 2017.

El aumento en el importe de la propiedad, planta y equipo en 2017 está vinculado a las adiciones de maquinaria industrial y al revalúo que la Compañía reconoció en diciembre de 2017. Al respecto, dicho revalúo fue por US\$766 mil.

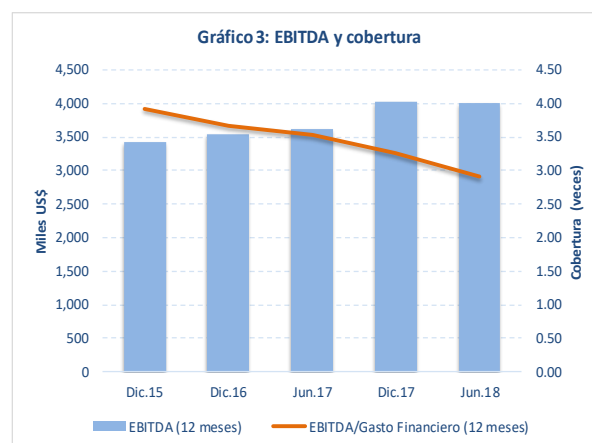
Estructura de Fondo y Capital

La adquisición de un préstamo a largo plazo por US\$4.0 millones ha determinado la expansión interanual del 24% en los pasivos de CARSA al 30 de junio de 2018. No obstante, se tiene la expectativa que el volumen de deuda disminuirá una vez sean pagados las líneas crediticias por US\$2.8 millones. Cabe mencionar que CARSA fundamenta su estructura de fondeo en obligaciones bancarias, cuentas por pagar a proveedores; así como el préstamo otorgado por IME.

La mayor utilización de préstamos está asociado al fortalecimiento de la liquidez y a las inversiones en capital de CARSA. En ese contexto la relación patrimonio a activos declina a 50% desde 54% en el lapso de doce meses; mientras que el apalancamiento financiero (pasivo/patrimonio) se ubica en 1.0x a junio de 2018 (0.8x en junio de 2017).

EBITDA y cobertura de gasto financiero

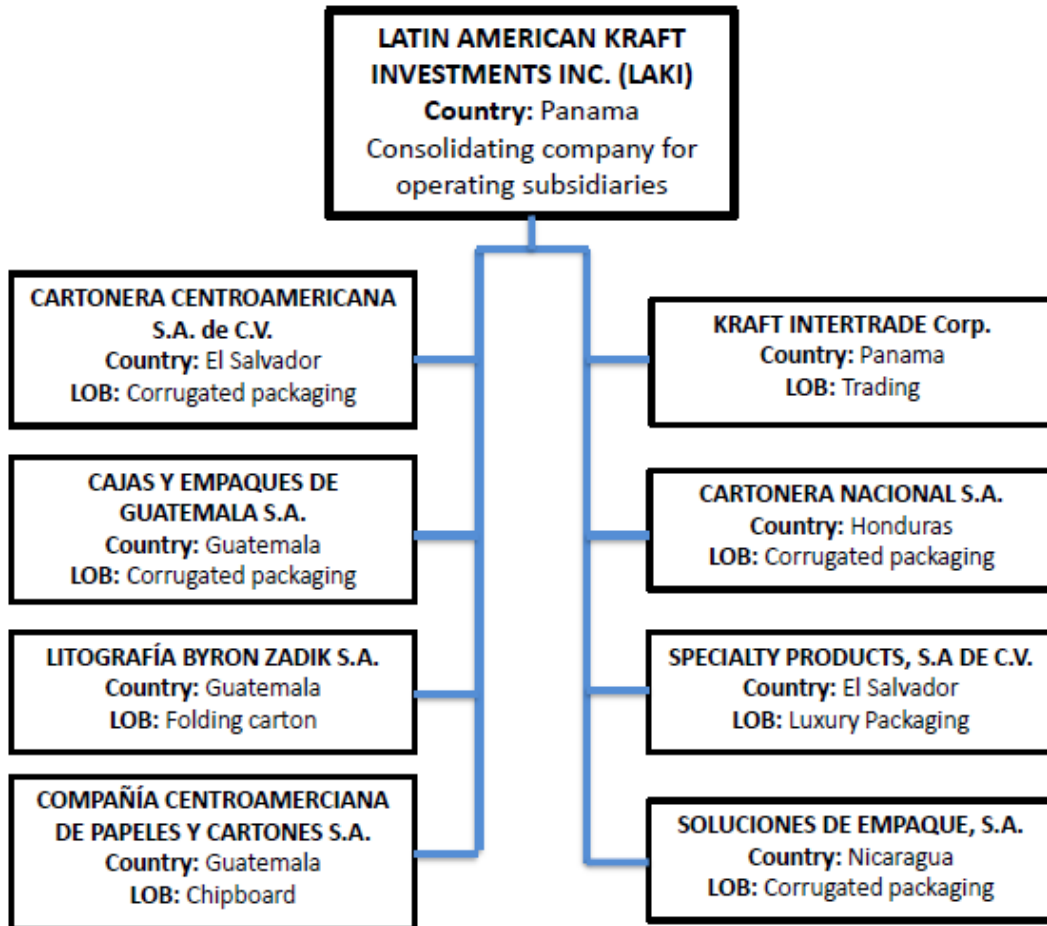
El EBITDA (calculado sobre una base de doce meses) de la compañía se sitúa en US\$4.0 millones al primer semestre de 2018, valorándose la relativa estabilidad en la generación de flujos en los últimos periodos en virtud del desempeño en las ventas y en el control del gasto operativo.



Fuente: Cartonera Centroamericana, S.A. de C.V. Elaboración: Zumma Ratings S.A. de C.V. Clasificadora de Riesgo.

La cobertura del EBITDA sobre gastos financieros disminuye a 2.9 veces desde 3.5 veces en el lapso de doce meses (ver Gráfico 3); considerando que, en caso de mantenerse el ritmo de expansión en el gasto financiero podría conllevar a una sensibilización en las coberturas de CARSA. Por otra parte, los flujos de las actividades de financiamiento han sido canalizadas hacia las actividades de operación y de inversión durante el primer semestre de 2018.

Anexo 1. Estructura orgánica de Latin American Kraft Investments Inc.



Anexo 2. Estados financieros de Cartonera Centroamericana S.A.

Cartonera Centroamericana, S.A. de C.V.

Balance General

Miles de dólares de los Estados Unidos de América

	Dic.15	%	Dic.16	%	Jun.17	%	Dic.17	%	Jun.18	%
ACTIVO										
Activo Corriente										
Efectivo	2,070	7%	4,805	15%	6,334	19%	6,556	18%	7,007	18%
Cuentas por cobrar - netas	4,625	15%	3,819	12%	4,864	14%	4,897	14%	6,591	17%
Cuentas por cobrar con compañías relacionadas	6,635	21%	6,232	20%	6,253	18%	5,838	16%	5,794	15%
Inventarios - netos	5,848	19%	5,310	17%	5,540	16%	5,676	16%	6,948	18%
Gastos pagados por anticipado	473	2%	547	2%	408	1%	479	1%	369	1%
Total de Activo Corriente	19,651	64%	20,713	65%	23,398	68%	23,446	66%	26,708	69%
Activo no Corriente										
Propiedad, planta y equipo - neto	11,207	36%	11,065	35%	10,822	32%	12,246	34%	12,274	31%
Activos intangibles y otros activos - netos	40	0%	8	0%	-	0%	4	0%	-	0%
Total activo no circulante	11,247	36%	11,072	35%	10,822	32%	12,250	34%	12,274	31%
Total Activo	30,898	100%	31,785	100%	34,220	100%	35,696	100%	38,982	100%
PASIVO										
Pasivo Corriente										
Proveedores y otras cuentas por pagar	1,644	5%	1,856	6%	2,664	8%	3,949	11%	1,448	4%
Cuentas por pagar a compañías relacionadas	467	2%	389	1%	778	2%	407	1%	383	1%
Vencimiento corriente de arrendamiento financiero a largo plazo	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%
Préstamos bancarios a corto plazo	5,026	16%	6,764	21%	7,808	23%	8,043	23%	9,229	24%
Vencimiento corriente de préstamos a largo plazo	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%	692	2%
Provisiones	798	3%	610	2%	629	2%	351	1%	649	2%
Total de pasivo corriente	7,935	26%	9,618	30%	11,879	35%	12,751	36%	12,401	32%
Pasivo no Corriente										
Obligación laboral	320	1%	320	1%	270	1%	320	1%	307	1%
Préstamos bancarios a largo plazo menos vencimiento corriente	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%	3,197	8%
Otras cuentas por pagar a largo plazo	4,000	13%	3,500	11%	3,500	10%	3,500	10%	3,500	9%
Total pasivo no circulante	4,320	14%	3,820	12%	3,770	11%	3,820	11%	7,005	18%
Total pasivo	12,256	40%	13,438	42%	15,649	46%	16,571	46%	19,405	50%
PATRIMONIO										
Capital Social	7,200	23%	7,200	23%	7,200	21%	7,200	20%	7,200	18%
Reserva Legal	996	3%	1,070	3%	1,070	3%	1,151	3%	1,151	3%
Superávit por revaluación	2,385	8%	2,243	7%	2,243	7%	2,867	8%	2,867	7%
Utilidades retenidas	7,040	23%	7,130	22%	7,835	23%	6,412	18%	7,908	20%
Utilidades del ejercicio	1,020	3%	705	2%	225	1%	1,495	4%	452	1%
Total patrimonio	18,642	60%	18,347	58%	18,572	54%	19,125	54%	19,577	50%
Total pasivo y patrimonio	30,898	100%	31,785	100%	34,220	100%	35,696	100%	38,982	100%

Cartonera Centroamericana, S.A. de C.V.

Estados de Resultados

Miles de dólares de los Estados Unidos de América

	Dic.15	%	Dic.16	%	Jun.17	%	Dic.17	%	Jun.18	%
Ingresos										
Ingresos	37,219	100%	34,806	100%	20,170	100%	37,398	100%	20,567	100%
Total de ingresos	37,219	100%	34,806	100%	20,170	100%	37,398	100%	20,567	100%
Costo de Ventas										
Costo de Venta	30,366	82%	28,103	81%	16,225	80%	30,437	81%	16,562	81%
Total costo de venta	30,366	82%	28,103	81%	16,225	80%	30,437	81%	16,562	81%
Utilidad bruta	6,854	18%	6,703	19%	3,945	20%	6,961	19%	4,005	19%
Gastos de distribución y venta	2,752	7%	2,563	7%	1,469	7%	2,609	7%	1,536	7%
Gastos de Administración	1,697	5%	1,753	5%	862	4%	1,683	4%	870	4%
Total gastos de operación	4,450	12%	4,316	12%	2,331	12%	4,292	11%	2,406	12%
Utilidad de operación	2,404	6%	2,387	7%	1,613	8%	2,669	7%	1,600	8%
Gastos Financieros	873	2%	964	3%	586	3%	1,229	3%	734	4%
Depreciación	41	0%	32	0%	652	3%	28	0%	324	2%
Amortización	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%
Diferencia en cambio	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%	(10)	0%
Operaciones no recurrentes (prestaciones laborales por reestructura)	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%
Otros ingresos (gastos) - netos	96	0%	348	1%	14	0%	252	1%	2	0%
Total otros gastos	1,010	2%	1,344	2%	1,252	3%	1,510	3%	1,050	4%
(Pérdida) utilidad antes de impuesto sobre la renta	1,394	4%	1,043	5%	361	5%	1,159	5%	550	4%
Impuesto sobre la Renta	332	1%	339	1%	136	1%	430	1%	99	0%
Utilidad Neta	1,062	3%	705	4%	225	4%	729	3%	452	4%
Revaluación de propiedad, planta y equipo	(42)	0%	-	0%	-	0%	766	2%	-	0%
Baja de Superávit	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%
Utilidades integrales del año	1,020	3%	705	4%	225	4%	1,495	5%	452	4%

Anexo 3. Estados financieros de Inmobiliaria Mesoamericana, S.A. de C.V.

Inmobiliaria Mesoamericana, S.A. de C.V.

Balance General

Miles de dólares de los Estados Unidos de América

	Dic.15	%	Dic.16	%	Jun.17	%	Dic.17	%	Jun.18	%
ACTIVO										
Activo Corriente										
Efectivo	54	0%	67	0%	149	1%	202	1%	125	1%
Disponible restringido	220	1%	220	1%	-	0%	220	1%	-	0%
Costos Amortizables por titularización	244	1%	208	1%	242	1%	-	0%	-	0%
Cuentas y Documentos por cobrar	309	2%	39	0%	-	0%	37	0%	-	0%
Cuentas por cobrar a relacionadas	-	0%	370	2%	724	4%	347	2%	527	3%
Gastos pagados por anticipado	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%	61	0%
Total de Activo Corriente	827	5%	905	5%	1,115	6%	805	5%	713	4%
Activo no Corriente										
Propiedad planta y equipo (neto)	11,598	68%	12,874	72%	13,098	73%	13,172	74%	12,734	74%
Préstamo por cobrar a compañías relacionadas a LP	4,000	24%	3,500	20%	3,500	20%	3,500	20%	3,500	20%
Cuentas por cobrar a relacionadas a LP	574	3%	284	2%	134	1%	-	0%	-	0%
Activos por impuestos diferidos	-	0%	384	2%	-	0%	318	2%	318	2%
Total activo no circulante	16,172	95%	17,042	95%	16,732	94%	16,991	95%	16,552	96%
Total Activo	16,999	100%	17,947	100%	17,846	100%	17,796	100%	17,265	100%
PASIVO										
Pasivo Corriente										
Vencimiento corriente de pasivo financiero por titularización a largo plazo	783	5%	838	5%	867	5%	858	5%	939	5%
Vencimiento corriente de cuentas por pagar a LP	236	1%	270	2%	812	5%	278	2%	667	4%
Cuentas por pagar	84	0%	65	0%	268	2%	81	0%	412	2%
Cuentas por pagar a compañías relacionadas	55	0%	478	3%	165	1%	510	3%	-	0%
Vencimiento corriente de préstamo bancario LP	58	0%	62	0%	-	0%	193	1%	-	0%
Vencimiento corriente arrendamiento financiero a LP	-	0%	327	2%	-	0%	395	2%	-	0%
Otros pasivos	35	0%	50	0%	642	4%	71	0%	153	1%
Total de pasivo corriente	1,250	7%	2,090	12%	2,753	15%	2,387	13%	2,172	13%
Pasivo no Corriente										
Pasivo financiero por titularización a largo plazo menos vencimiento corriente	7,100	42%	6,262	35%	5,821	33%	5,279	30%	4,894	28%
Préstamo bancario a largo plazo	201	1%	137	1%	1,514	8%	564	3%	886	5%
Cuentas por pagar a largo plazo	569	3%	278	2%	2	0%	-	0%	-	0%
Arrendamiento financiero LP	-	0%	892	5%	-	0%	666	4%	-	0%
Certificados Inversión	-	0%	3,500	20%	3,500	20%	3,500	20%	3,500	20%
Pasivo por impuesto diferido	428	3%	899	5%	-	0%	974	5%	974	6%
Total pasivo	9,548	56%	14,058	78%	13,589	76%	13,371	75%	12,426	72%
Capital social	2,302	14%	2,302	13%	2,302	13%	2,302	13%	2,302	13%
Instrumento financiero de patrimonio	4,000	24%	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%
Utilidades Retenidas y Superavit por revaluación	849	5%	1,149	6%	1,587	9%	1,451	8%	2,123	12%
Resultado del periodo	300	2%	438	2%	368	2%	672	4%	414	2%
Total patrimonio	7,451	44%	3,889	22%	4,257	24%	4,425	25%	4,839	28%
Total pasivo más patrimonio	16,999	100%	17,947	100%	17,846	100%	17,796	100%	17,264	100%

Inmobiliaria Mesoamericana, S.A. de C.V.

Estado de Resultados

Miles de dólares de los Estados Unidos de América

	Dic.15	%	Dic.16	%	Jun.17	%	Dic.17	%	Jun.18	%
Ingresos										
Ingresos	1,702	100%	2,099	100%	1,483	100%	2,615	100%	1,621	100%
Total de ingresos	1,702	100%	2,099	100%	1,483	100%	2,615	100%	1,621	100%
Costos	1,284	75%	1,539	73%	1,012	68%	1,704	65%	1,065	66%
Utilidad Bruta	418	25%	560	27%	471	32%	911	35%	556	34%
Gastos de administración y operación										
Gastos administrativos	7	0%	8	0%	35	2%	87	3%	65	4%
Gastos financieros	0.2	0%	0.1	0%	2	0%	-	0%	-	0%
Total gastos de administración	7.3	0%	8	0%	37	2%	87	3%	65	4%
Resultado de operación	411	24%	552	26%	434	29%	824	32%	492	30%
Otros Ingresos (Gastos)	48	3%	70	3%	(8)	-1%	31	1%	(2)	0%
Resultado antes de impuestos	459	27%	621	30%	426	29%	855	33%	490	30%
Impuesto a la renta	159	9%	184	9%	58	4%	182	7%	76	5%
Resultado neto	300	18%	438	21%	368	25%	672	26%	414	26%

Anexo 4. Estados financieros del Fondo de Titularización FTRTIME 01

Fondo de Titularización - Ricorp Titulizadora - Inmobiliaria Mesoamericana Cero Uno

Balance General

Miles de dólares de los Estados Unidos de América

	Dic.15	%	Dic.16	%	Jun.17	%	Dic.17	%	Jun.18	%
ACTIVO										
Activo Corriente										
Bancos	180	1%	187	2%	203	2%	192	2%	208	2%
Cartera de inversiones	220	2%	220	2%	220	2%	220	2%	220	2%
Activos de titularización	1,626	12%	1,658	14%	1,675	15%	1,691	16%	1,708	18%
Rendimientos por cobrar	0	0%	1	0%	1	0%	1	0%	0	0%
Total de Activo Corriente	2,026	15%	2,066	17%	2,098	18%	2,104	20%	2,136	22%
Activo no Corriente										
Activos en titularización largo plazo	11,818	85%	10,160	83%	9,315	82%	8,468	80%	7,607	78%
Total activo no circulante	11,818	85%	10,160	83%	9,315	82%	8,468	80%	7,607	78%
Total Activo	13,844	100%	12,226	100%	11,414	100%	10,572	100%	9,744	100%
PASIVO										
Pasivo Corriente					6,701				5,833	
Comisiones por pagar	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Honorarios profesionales por pagar	-	0%	-	0%	-	0%		0%	-	0%
Otras cuentas por pagar	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Obligaciones por titularización corto plazo	801	6%	854	7%	881	8%	911	9%	939	10%
Impuestos y retenciones por pagar	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	-	0%
Total de pasivo corriente	801	6%	854	7%	881	8%	911	9%	939	10%
Pasivo no Corriente										
Obligaciones por titularización largo plazo	7,100	51%	6,262	51%	5,821	51%	5,366	51%	4,894	50%
Ingresos diferidos	5,696	41%	4,856	40%	4,441	39%	4,038	38%	3,635	37%
Total pasivo no circulante	12,796	92%	11,118	91%	10,262	90%	9,404	89%	8,529	88%
Excedente acumulado del fondo de titularización										
Reserva de excedentes anteriores	25	0%	25	0%	25	0%	25	0%	25	0%
Excedentes del ejercicio	2	0%	9	0%	26	0%	13	0%	30	0%
Aportes adicionales	220	2%	220	2%	220	2%	220	2%	220	2%
Total pasivo	13,844	100%	12,226	100%	11,414	100%	10,572	100%	9,744	100%

Fondo de Titularización - Ricorp Titulizadora - Inmobiliaria Mesoamericana Cero Uno

Estados de Resultados

Miles de dólares de los Estados Unidos de América

	Dic.15	%	Dic.16	%	Jun.17	%	Dic.17	%	Jun.18	%
Ingresos										
Ingresos	859	99%	840	99%	415	99%	817	99%	403	99%
Ingresos por inversiones	8	1%	9	1%	4	1%	9	1%	4	1%
Total de ingresos	867	100%	848	100%	419	100%	826	100%	407	100%
Gastos de administración y operación										
Administración y custodia	2	0%	2	0%	1	0%	2	0%	1	0%
Clasificación de riesgo	24	3%	24	3%	6	1%	24	3%	6	1%
Auditoría externa y fiscal	5	1%	5	1%	2	0%	3	0%	2	0%
Servicios de valuación	0	0%	-	0%	-	0%	4	0%	-	0%
Honorarios profesionales	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%
Pago de servicio de deuda	7	1%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Total gastos de administración	38	4%	31	4%	9	2%	33	4%	9	2%
Resultado de operación	829	96%	817	96%	411	98%	793	96%	399	98%
Intereses valores de titularización	567	65%	516	61%	236	56%	461	56%	207	51%
Otros gastos	88	10%	82	10%	31	7%	76	9%	28	7%
Total gastos	655	76%	598	70%	267	64%	537	65%	235	58%
Constitución de reservas de excedentes anteriores	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%
Remanentes devueltos al originador	(172)	-20%	(210)	-25%	(118)	-28%	(244)	-29%	(133)	-33%
Excedente del ejercicio	2	0%	9	1%	26	6%	13	2%	30	7%

MONTO DE LA EMISIÓN VIGENTE AL 30 DE JUNIO DE 2018 (US\$ MILES)						
DENOMINACIÓN	MONTO AUTORIZADO	SALDO	FECHA DE COLOCACIÓN	TASA	PLAZO	ACTIVO DE RESPALDO
VTRTIME 01	\$9,300	\$5,821	20 diciembre 2013	Tramo 1: 7.00% Tramo 2: 6.50%	Tramo 1: 120 meses Tramo 2: 84 meses	Contrato de arrendamiento operativo firmado entre CARSA e IME.

La opinión del Consejo de Clasificación de Riesgo no constituirá 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.

Las clasificaciones públicas, criterios, Código de Conducta y metodologías de Zumma Ratings Clasificadora de Riesgo S.A. (Zumma Ratings) están disponibles en todo momento en nuestro sitio web www.zummaratings.com.

Las clasificaciones crediticias emitidas por Zumma Ratings constituyen las opiniones actuales de Zumma Ratings sobre el riesgo crediticio futuro relativo de entidades, compromisos crediticios o deuda o valores similares a deuda, y las clasificaciones crediticias y publicaciones de investigación publicadas por Zumma Ratings (las "publicaciones de Zumma Ratings") que pueden incluir opiniones actuales de Zumma Ratings sobre el riesgo crediticio futuro relativo de entidades, compromisos crediticios o deuda o valores similares a deuda. Zumma Ratings define riesgo crediticio como el riesgo de que una entidad no pueda cumplir con sus obligaciones contractuales, financieras una vez que dichas obligaciones se vuelven exigibles, y cualquier pérdida financiera estimada en caso de incumplimiento. Las clasificaciones crediticias no toman en cuenta cualquier otro riesgo, incluyen sin limitación: riesgo de liquidez, riesgo legal, riesgo de valor de mercado o volatilidad de precio. Las clasificaciones crediticias y publicaciones de Zumma Ratings no constituyen ni proporcionan recomendación o asesoría financiera o de inversión, y las clasificaciones crediticias y publicaciones de Zumma Ratings no constituyen ni proporcionan recomendaciones para comprar, vender o mantener valores determinados; todas las decisiones son exclusiva responsabilidad del inversionista.

Derechos de autor por Zumma Ratings. La reproducción o distribución total o parcial de los contenidos producidos por Zumma Ratings, se entenderán protegidos por las leyes relativas a la propiedad intelectual desde el momento de su creación; por lo tanto, estará prohibida su reproducción, salvo con autorización previa y por escrito de forma electrónica. Todos los derechos reservados. Toda la información aquí contenida se encuentra protegida por Ley de Propiedad Intelectual, y ninguna de dicha información podrá ser copiada, reproducida, reformulada, transmitida, transferida, difundida, redistribuida o revendida de cualquier manera, o archivada para uso posterior en cualquiera de los propósitos antes referidos, en su totalidad o en parte, en cualquier forma o manera o por cualquier medio, por cualquier persona sin el consentimiento previo por escrito de Zumma Ratings.

Toda la información aquí contenida es obtenida por Zumma Ratings de fuentes consideradas precisas y confiables. Zumma Ratings lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se base de acuerdo con sus propias metodologías de clasificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Zumma Ratings lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de clasificaciones e informes de Zumma Ratings deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Zumma Ratings se basa en relación con una clasificación o un informe será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Zumma Ratings y al mercado en los documentos de oferta y otros informes.

Zumma Ratings es una entidad supervisada por la Superintendencia del Sistema Financiero y además sujeta al cumplimiento de la Ley contra el Lavado de Dinero y Activos; en tal sentido, Zumma Ratings podrá solicitar en cualquier momento información para el cumplimiento de las leyes y normativas aplicables, como políticas de conozca a su cliente para la realización de una debida Diligencia.

Confidencialidad. Referente a la información recibida para la evaluación y clasificación Zumma Ratings ha accedido y accederá a información que será tratada como CONFIDENCIAL, la cual es y será compartida por el emisor cumpliendo con todas las disposiciones legales en materia de reserva bancaria, protección de datos de carácter personal, debiendo este garantizar que posee autorización de los titulares de los datos para compartir información. Ninguna información será compartida cedida o transmitida por Zumma Ratings sino dentro del contexto de la Legislación aplicable. No se considerará información confidencial aquella que sea de dominio público o que haya sido obtenida por Zumma Ratings por otros medios dentro del contexto del respeto a la autodeterminación informativa y será utilizada exclusivamente para la finalidad de los servicios de clasificación.