

Emisión Certificado de Inversión Inmobiliaria Mesoamericana S.A. de C.V.

Comité No.92/2019

Informe con Estados Financieros auditados al 31 de diciembre de 2018

Fecha de comité: 30 de abril de 2019

Periodicidad de actualización: Semestral

Sector Inmobiliario, El Salvador

Equipo de Análisis

Albert Espinal

Isaura Merino

(503) 2266-9471

jespinal@ratingspcr.com

imerino@ratingspcr.com

HISTORIAL DE CALIFICACIONES

Fecha de información Fecha de comité	dic-15 11/05/2016	dic-16 25/04/2017	dic-17 19/04/2018	dic-18 30/04/2019
Emisión de Certificados de Inversión (CIIMSA01)	A	A	A	A
Perspectiva	Estable	Estable	Estable	Estable

Significado de la Calificación

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 que pertenece.

"Dentro de una escala de clasificación se podrán utilizar los signos "+" y "-", para diferenciar los instrumentos con mayor o menor riesgo¹ 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 en la alta capacidad de pago de Inmobiliaria Mesoamericana (IME) debido al buen desempeño financiero de la Cartonera Centroamericana (CARSA) principal fuente de ingresos del emisor, así como la generación de flujos de caja que le permiten cumplir con las obligaciones contraídas. Adicionalmente, cuenta con respaldos financieros que mitigan el riesgo de incumplimiento. Asimismo, ambas entidades se respaldan del aporte técnico y patrimonial del Grupo Sigma Q.

Perspectiva

Estable

Resumen Ejecutivo

Desempeño financiero CARSA y generación de flujos de caja. Como fuente primaria de los ingresos del Originador, CARSA muestra un ligero incremento de 0.82% en su nivel de EBITDA, como resultado de la caída de las ventas a compañías relacionadas de Honduras y Panamá, aunado al bajo crecimiento de las ventas comerciales. No obstante, la disminución de los costos de ventas, aunado a los menores gastos de distribución, contrarrestaron parcialmente las menores ventas. En ese sentido, la cobertura de EBITDA sobre los gastos financieros obtuvo una leve disminución, resultando en 2.78 veces frente a 3.53 veces a diciembre 2017, sin embargo, continúa registrando un adecuado indicador.

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 2018, los ratios financieros cumplen con las métricas establecidas en el modelo de la emisión y se observa en una adecuada 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 prepagado o pago anticipado de los créditos, el pago será

¹ 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.

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.

Metodología utilizada

La opinión contenida en el informe se basó en la aplicación de la metodología para Metodología de calificación de riesgo de instrumentos de deuda de corto, mediano y largo plazo, acciones preferentes y emisores (El Salvador), vigente del Manual de Calificación de Riesgo aprobado en Comité de Metodologías con fecha 10 de noviembre de 2017.

Hechos de Importancia

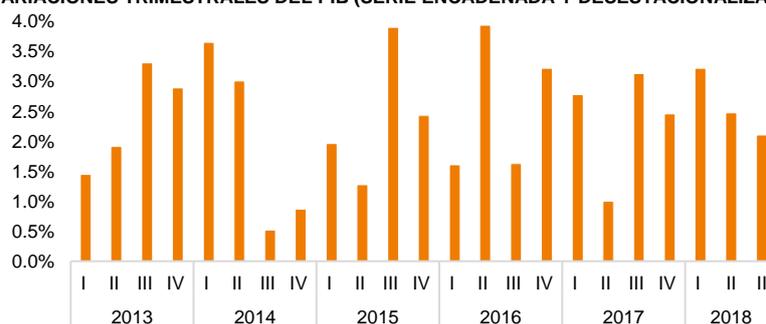
- El 28 de octubre de 2016, Inmobiliaria Mesoamericana, S.A. de C.V., lanza al mercado el tramo uno y dos de la emisión de Certificados de Inversión CIIMSA01, por un total negocia de US\$ 3.5 millones colocados. Los fondos fueron destinados para la cancelación de préstamos mercantiles de Inmobiliaria 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

El Producto Interno del país reflejó a septiembre de 2018 (última información disponible) una variación acumulada de 2.6% levemente superior que la variación interanual reflejada a septiembre de 2017 (2.3%). Este ligero aumento, fue resultado de la evolución positiva del consumo final y de las exportaciones, aunque ligeramente contrarrestadas por la disminución de la formación bruta de capital y del incremento de las importaciones. En ese sentido, los sectores de mayor variación fueron: construcción (6.9%), explotación de minas y canteras (6.2%), y actividades de servicios administrativos y de apoyo (5%). Por su parte, la actividad inmobiliaria varió interanualmente a septiembre de 2017 en +2.4% y a septiembre de 2018 en 1.2%.

En un contexto donde los sectores más representativos de la economía fueron: industrias manufactureras con el 15.6% del PIB; comercio, reparación de vehículos automotores y motocicletas 12.7%; actividades inmobiliarias 7.3%; y administración pública y defensa, planes de seguridad social y afiliación obligatoria 6.6%.

VARIACIONES TRIMESTRALES DEL PIB (SERIE ENCADENADA Y DESESTACIONALIZADA)



Fuente: BCR / Elaboración: PCR

Resumen de la emisión e instrumento clasificado

DETALLE DE LA EMISIÓN E INSTRUMENTO	
TRAMO 1	12/02/2016 – 12/02/2021
CIIMSA01 2 millones de dólares estadounidenses	Tasa de interés vigente: 10.31%
Capital al Vencimiento Intereses Mensuales	
TRAMO 2	23/11/2016 – 26/11/2024
CIIMSA01 1.5 millones de dólares estadounidenses	Tasa de interés vigente: 11.01%
Capital al Vencimiento Intereses Mensuales	
RESUMEN DE LA EMISIÓN	
Clase de Valor: Certificados de Inversión representado por anotaciones electrónicas de valores en cuenta.	Monto máximo de la emisión: 4 millones de dólares estadounidenses
Destino de los fondos: Los fondos que se obtuvieron 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.	La emisión no posee garantía específica. Interés moratorio sobre el capital: 5% anual

Fuente: The Network Co./ Elaboración: PCR

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 2014, al 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 1.5% sobre la tasa inicial establecida, con un techo máximo de 14%, cuyo destino sería el pago de deudas a favor de terceros. Asimismo, 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 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 1.5% 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 máquina 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 2015, 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 de 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.

Análisis del originador

Reseña

Inmobiliaria Mesoamericana S.A. de C.V., es una sociedad salvadoreña que fue constituida en febrero de 2012. Como parte de su finalidad, Inmobiliaria Mesoamericana S.A. de C.V. se encuentra habilitada para adquirir inmuebles y maquinaria y posteriormente darlos en arrendamiento. Es decir, se dedica a la actividad Inmobiliaria, de bienes raíces, terrenos, inmuebles, casas, fincas, industrias, granjas y otros, para su compra, venta, arrendamiento, leasing. A continuación, se presenta la estructura accionaria de la sociedad:

NÓMINA DE ACCIONISTAS

Nombre	Número de Acciones	Participación Accionaria
Casa de OroQ, S.A.	23,017	99.99%
Ing. José Roberto Rivera Samayoa	1	0.04%
Total Acciones Suscritas y Pagadas	23,017	100%

Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

Gobierno corporativo y responsabilidad social

La inmobiliaria 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

PLANA GERENCIAL

Cargo	Nombre
Gerente General	Lic. Alexis Henri Weill Sussmann
Tesorero	Lic. Valeire Herrera

Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

Estrategia

Inmobiliaria Mesoamericana, de acuerdo con 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. Así como comprar, vender, dar en arrendamiento toda clase de bienes muebles, equipos y demás bienes relacionados.

Análisis cualitativo de la Compañía relacionada [Cartonera Centroamericana (CARSA)]

Reseña

CARSA fue fundada en Guatemala en 1953 y trasladada a El Salvador en 1959. Acumulando más de 50 años de experiencia en el mercado local, 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 tiene una larga trayectoria en diseño, pre prensa, producción y comercialización de empaques. 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%
Total Acciones Suscritas y Pagadas	600,000	100%

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

Gobierno corporativo y responsabilidad social

Como producto de la encuesta aplicada en diciembre de 2018, PCR consideró que Cartonera Centroamericana (CARSA) tiene un nivel de desempeño sobresaliente (GC1, en una escala donde GC1 es la más alta y GC6 es la más baja), respecto con sus prácticas de Gobierno Corporativo.

La Sociedad es dirigida por la Junta Directiva, que se conforma por los siguientes miembros:

JUNTA DIRECTIVA

Cargo	Nombre
Presidente	Ing. José Roberto Rivera Samayoa
Vicepresidente	Lic. Álvaro Ernesto Guatemala Cortéz
Secretario	Lic. Oscar Armando Calderón Arteaga
Director Suplente	Lic. Gustavo Gutiérrez Lorenzana

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

Como producto de la encuesta aplicada en diciembre de 2018, PCR consideró que Cartonera Centroamericana (CARSA) tiene un nivel de desempeño óptimo (RSE2, en una escala donde RSE1 es la más alta y RSE6 es la más baja), respecto con sus prácticas de Responsabilidad Social Empresarial.

En este sentido, CARSA promueve la eficiencia energética, bajo sus prácticas descritas en Políticas ambientales publicadas en diciembre de 2014. Asimismo, promueve el reciclaje, por lo que cuenta con depósito para colocar papel reciclado y se participa en campañas de recolección de libros usados. Adicionalmente, promueve la igualdad de oportunidades para trabajadores a través del Código de Ética Empresarial que dicta las conductas esperadas por todos los trabajadores hacia adentro y fuera de la empresa y por la política de erradicación de la discriminación, trabajo infantil y trabajo forzoso.

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 este riesgo mediante el desarrollo de políticas para el otorgamiento de créditos por medio de la evaluación del Comité de Crédito, quienes autorizan 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 constantemente.

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.

Estrategia

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:

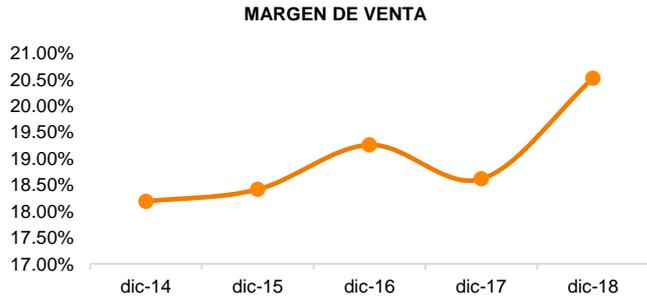


Cartonera Centroamericana atiende una gran variedad de segmentos, permitiéndole diversificar su riesgo de concentración en diferentes industrias. Entre otras, estas incluyen:



Análisis cuantitativo de CARSA

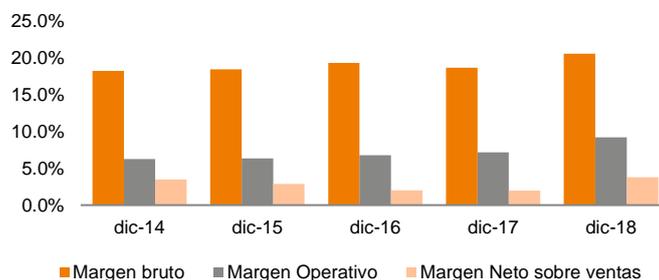
Al cierre del 2018, las ventas totales de Cartonera Centroamericana totalizan US\$ 36,666 miles, reflejando una disminución interanual de US\$ 731.7 miles (2%) como resultado de la caída de las ventas a compañías relacionadas de Honduras (-22%) y Panamá (-37%), aunado al bajo crecimiento de las ventas comerciales (+1.4%). Asimismo, los costos de venta, que representaron el 79.5% del total de los costos, disminuyeron en 4.3% derivado de la menor producción, lo que provocó un aumento de 8.1% de la utilidad bruta, ubicando al margen bruto en 20.5% (diciembre de 2017: 18.6%).



Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

A diciembre de 2018, la compañía obtuvo utilidad neta por US\$ 1,384.5 miles, reflejando una variación interanual de US\$ 655.6 miles (+89.9%) con relación a diciembre de 2017, resultando en una mejora del margen neto sobre ventas que pasó de 1.9% al 2017 a 3.8% al período en estudio; como consecuencia de menores gastos de distribución de ventas (-7.4%) y mayores ingresos por otros conceptos, pero parcialmente contrarrestados por mayores gastos financieros (+15.9%) y administrativos (+3.8%).

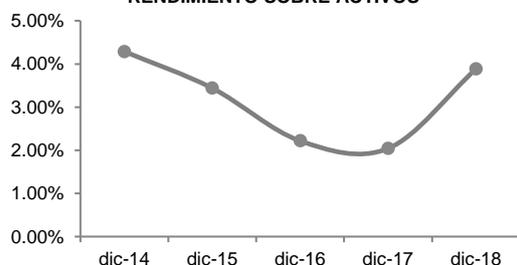
MÁRGENES DE RENTABILIDAD



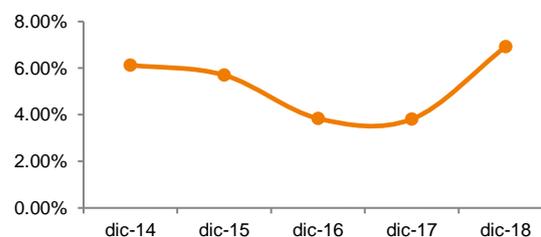
Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

En este sentido, la utilidad neta sobre patrimonio al cierre del 2018 experimentó una notable mejora, pasando en ROE de 3.81% a diciembre de 2017 a 6.92% a diciembre de 2018. Por su parte, el ROA aumentó de 2.04% en el 2017 a 3.88% en el 2018.

RENDIMIENTO SOBRE ACTIVOS



RENDIMIENTO SOBRE PATRIMONIO

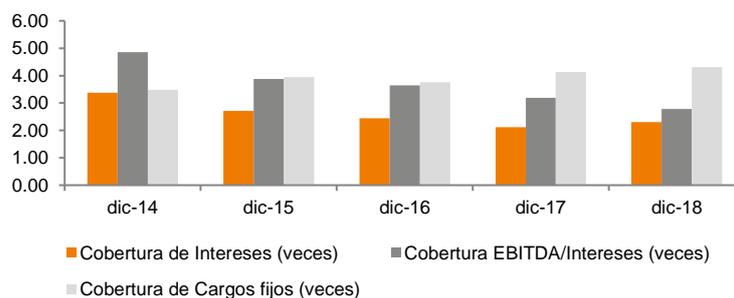


Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

Análisis de cobertura

Por su parte, tanto los cargos fijos como los financieros muestran suficiente cobertura por medio de la utilidad reportada a diciembre de 2018. La cobertura de cargos fijos de administración aumentó respecto al mismo período del año anterior, lo que implicó que el indicador pasara de 4.14 veces a 4.31 veces, como resultado del aumento más que proporcional de los ingresos totales frente a los costos de venta y gastos de administración. Adicionalmente, a diciembre de 2018, los gastos financieros mostraron un aumento interanual de 15.9%, sin embargo, no disminuyeron el nivel de cobertura, ya que pasó de 2.12 veces en diciembre de 2017 a 2.31 veces en diciembre de 2018.

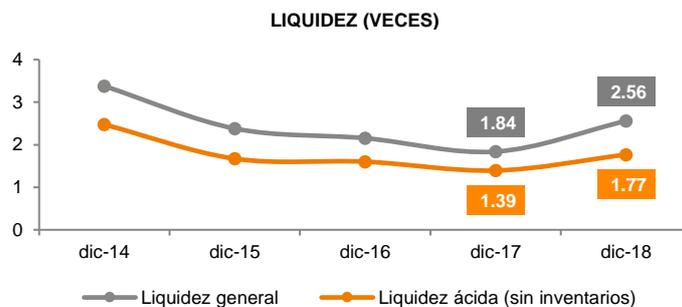
COBERTURA (VECES)



Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

Liquidez

Al cierre del 2018, la liquidez continúa ubicándose por encima de la unidad, resultando en 2.56 veces (2017: 1.84 veces) y la liquidez ácida en 1.77 veces (2017: 1.39 veces). Lo que indica que la Cartonera Centroamericana, tiene suficiente capacidad para cubrir con sus activos corrientes sus obligaciones inmediatas.



Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

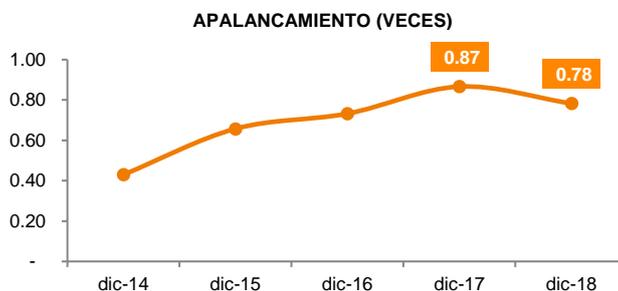
Por su parte, el inventario al cierre de 2018 estuvo formado en un 58.11% por materias primas y materiales, mientras que los productos terminados y en proceso para la venta representaron el 8.81% del total. A la fecha de análisis, el inventario mostró un aumento interanual de 26.9%.



Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

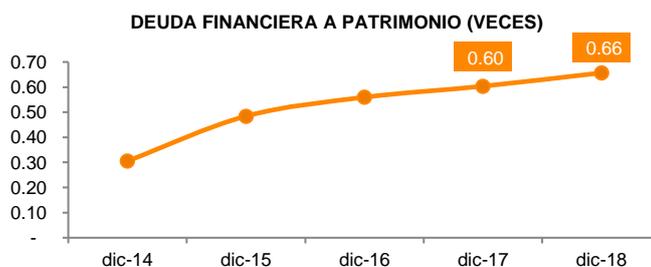
Endeudamiento y solvencia

Al cierre de 2018, el ratio entre deuda total y patrimonio disminuyó, al pasar de 0.87 veces a 0.78 veces como resultado de la variación interanual negativa de los pasivos totales por 5.5%, específicamente de las obligaciones financieras de corto plazo (-15.4%), así como por el moderado crecimiento del patrimonio total (4.6%) derivado del aumento de las utilidades y reserva legal.



Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

La razón de deuda financiera frente al patrimonio presentó una variación positiva al ubicarse en 0.66 veces al cierre del 2018 versus 0.6 veces a diciembre de 2017, como resultado del aumento de los préstamos bancarios a largo plazo, que se terminarán de pagar alrededor del 2021, y mantienen tasas entre 5.5% y 7.5% anuales. Sin embargo, continúa por debajo del nivel presentado a diciembre de 2011 donde alcanzó su punto más alto, 1.22 veces.



Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

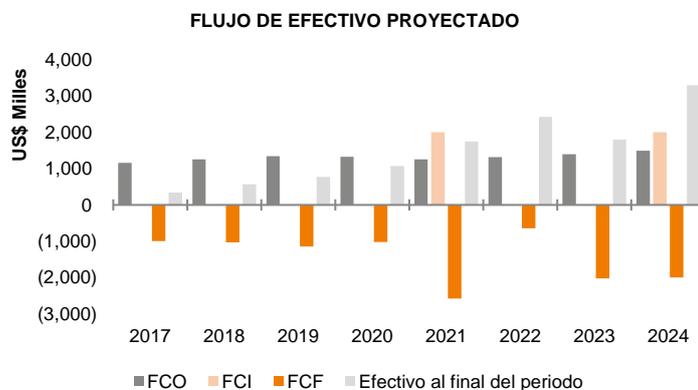
Proyecciones financieras

Según las proyecciones, 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, que incluyen arrendamiento de 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.

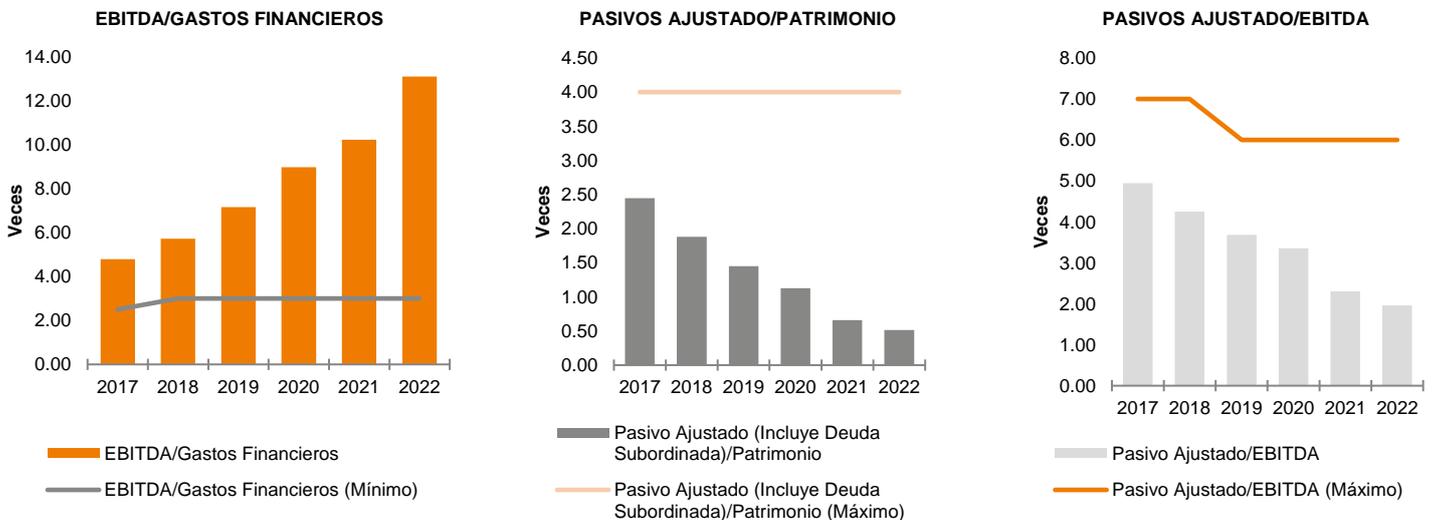
De acuerdo con el modelo establecido, los ingresos totales son suficientes para cumplir con los costos proyectados que provienen de los intereses, comisiones y honorarios de las obligaciones que poseen. Este efectivo generado en las actividades de operación (FCO), es suficiente para hacer frente a las actividades de financiamiento (FCF), que se esperan se conviertan en 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.



Fuente: The Network Co./ Elaboración: PCR

PCR evaluó los ratios de cobertura de deuda² para la proyección de IMSA durante la vigencia de la emisión descritos a continuación: la EBITDA sobre los gastos financieros durante el 2019 se proyecta en 7.16 veces para un promedio durante la vigencia de la Emisión en 7.71 veces; por su parte, la relación entre pasivo ajustado y patrimonio para el 2019 se proyecta en 1.45 veces y un promedio de 1.6 veces para la vigencia de la emisión. De igual manera, la relación entre el pasivo ajustado a la EBITDA proyectado al período de 2019 es de 3.68 veces. A diciembre de 2018, las coberturas se ubican en 6.16 veces, 1.05 veces y 2.31 veces respectivamente. Con lo anterior, PCR considera aceptables y suficientes el comportamiento de los indicadores financieros.



Fuente: The Network Co./ Elaboración: PCR

² 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.

Resumen de los estados financieros auditados

Inmobiliaria Mesoamericana

BALANCE GENERAL

Componente	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18
Activos					
Efectivo	0.1	0.1	0.1	0.1	-
Disponible restringido	147.9	54.0	67.2	201.8	177.4
Cuenta por cobrar deuda subordinada	49.4	49.5	100.0	62.9	53.7
Cuentas por cobrar cuenta restringida	219.9	219.9	219.9	219.9	219.9
Cuenta por cobrar fondo de titularización	-	-	-	-	-
Otras cuentas por cobrar	51.5	29.3	39.2	36.6	46.7
Vencimiento corriente de cuentas por cobrar LP - CR	-	251.3	269.7	284.0	-
Costo amortizable por titularización	333.1	243.9	208.4	-	-
Cuentas por cobrar LP - CR	-	553.7	284.0	-	-
Propiedad, planta y equipo	11,933.0	11,597.6	12,874.4	13,172.1	13,763.7
Préstamos a compañías relacionadas LP	3,595.0	4,000.0	3,500.0	3,500.0	5,500.0
Activo por impuesto diferido	-	-	384.0	318.4	199.9
Total activos	16,329.8	16,999.4	17,946.9	17,795.7	19,961.2
Pasivos					
Proveedores y otras cuentas por pagar	76.1	83.8	64.9	81.3	247.5
Préstamos - CR	91.7	54.7	478.1	509.6	197.4
Porción circulante préstamo bancario	54.8	58.0	62.4	193.4	203.2
Vencimiento corriente de pasivo financiero por titularización	732.2	783.2	838.0	857.9	925.6
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	239.8
Provisiones	12.4	34.5	50.0	70.9	91.6
Pasivo financiero de titularización	7,883.3	7,100.1	6,262.1	5,279.3	4,364.8
Préstamos a LP deuda subordinada	-	-	-	-	-
Préstamos bancarios a LP	258.2	200.7	136.6	564.5	358.3
Cuentas por pagar a largo plazo menos vencimiento corriente	-	548.2	278.5	-	-
Arrendamiento financiero a LP menos circulante	-	-	892.2	666.3	426.5
Certificados de inversión de deuda a LP	-	-	3,500.0	3,500.0	5,500.0
ISR Diferido	342.0	428.3	898.5	974.2	1,344.7
Total Pasivos	9,450.7	9,548.4	14,057.9	13,371.0	13,899.4
Patrimonio					
Capital social	2,301.7	2,301.7	2,301.7	2,301.7	2,301.7
Reserva Legal	27.8	60.0	103.5	163.3	231.2
Utilidades retenidas y revaluaciones	600.5	579.2	557.9	536.6	1,511.5
Utilidades (Pérdidas) de Período	274.1	510.2	925.9	1,423.1	2,017.3
Instrumento financiero de patrimonio	3,675.0	4,000.0	-	-	-
Total patrimonio	3,204.1	3,451.0	3,889.0	4,424.7	6,061.8
Total patrimonio + pasivo	12,654.8	12,999.4	17,946.9	17,795.7	19,961.2

Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

ESTADO DE RESULTADO

Componente	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18
Ingresos	1,611.2	1,701.8	2,098.6	2,615.0	2,777.0
Costo de Venta	1,229.3	1,283.5	1,539.1	1,704.2	1,747.7
Utilidad Bruta	381.9	418.2	559.5	910.8	1,029.4
Gastos de administración	0.8	7.1	7.8	86.8	140.6
Total de Gastos de operación	0.8	7.1	7.8	86.8	140.6
Utilidad de Operación	381.1	411.1	551.7	824.0	888.8
Gastos Financieros	3.8	0.2	0.1	-	-
Operaciones no recurrentes	-	-	-	-	-
Otros ingresos (gastos) netos	20.1	48.5	69.9	30.6	81.7
Utilidad Antes de ISR	397.4	459.4	621.5	854.5	970.5
ISR	116.6	159.4	183.5	182.1	329.7
Utilidad Neta	280.8	299.9	438.0	672.4	640.8

Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

INDICADORES FINANCIEROS

Componentes	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18
Liquidez general	66.48%	27.52%	11.12%	25.74%	27.37%
Margen bruto	23.70%	24.58%	26.66%	34.83%	37.07%
Margen Operativo	23.65%	24.16%	26.29%	31.51%	32.00%
Cobertura de pasivo ajustado / patrimonio	0.0	0.4	1.4	1.8	1.1
Cobertura de pasivo ajustado / EBITDA	0.1	0.6	2.3	3.0	2.0
Razón de Endeudamiento (veces)	0.58	0.56	0.78	0.75	0.70

Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

Cartonera Centroamericana
BALANCE GENERAL

Componente	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18
Efectivo	2,008	2,070	4,805	6,556	3,785
Cuentas por cobrar Netas	4,100	4,625	3,819	4,897	6,090
Cuentas por cobrar - CR	4,562	6,635	6,232	5,838	5,601
Inventarios netos	4,007	5,848	5,310	5,676	7,148
Gastos Pagados por anticipado	315	473	547	479	473
Propiedad, planta y equipo neto	11,734	11,207	11,065	12,246	12,092
Activos intangibles y otros	74	40	8	4	469
Total de Activos	26,800	30,898	31,785	35,696	35,658
Proveedores y otras cuentas por pagar	1,252	1,644	1,856	3,949	1,540
Cuentas por pagar - CR	533	467	389	407	203
Arrendamiento financiero a CP	29	-	-	-	-
Cuentas por pagar a largo plazo	-	-	-	-	-
Préstamos bancarios a CP	2,079	5,026	6,764	8,043	6,805
Provisiones	546	1,118	610	351	476
Préstamo fiduciario	3,595	4,000	3,500	3,500	3,500
Arrendamiento financiero a LP	24	-	-	-	-
Cuentas por pagar a largo plazo	-	-	-	-	-
Préstamos bancarios a LP	-	-	-	-	2,831
ISR Diferido	-	-	320	320	302
Total Pasivos	8,059	12,256	13,438	16,571	15,657
Capital social	7,200	7,200	7,200	7,200	7,392
Reserva Legal	898	996	1,070	1,151	1,270
Utilidades Retenidas Superávit por revaluación	2,528	2,385	2,243	2,867	2,723
Total Patrimonio	18,742	18,642	18,347	19,125	20,002
Total Pasivos + Patrimonio	26,800	30,898	31,786	35,696	35,658

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

ESTADO DE RESULTADO

Componente	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18
Ingresos	32,891	37,219	34,806	37,398	36,666
Costo de Venta	26,909	30,366	28,103	30,437	29,142
Utilidad Bruta	5,982	6,854	6,703	6,961	7,525
Gastos de Distribución y venta	2,203	2,752	2,563	2,609	2,417
Gastos de administración	1,721	1,738	1,785	1,683	1,747
Utilidad de Operación	2,058	2,363	2,355	2,669	3,361
Gastos Financieros	610	873	964	1,258	1,458
Operaciones no recurrentes	-	-	-	-	-
Otros ingresos (gastos) netos	15	(93)	(348)	(252.3)	206.8
Utilidad AISR	1,462	1,398	1,043	1,159	1,696
Impuesto contribución especial	-	4	37	45	33
ISR	313	332	302	385	279
Utilidad Neta	1,149	1,062	705	729	1,385
Resultados por revaluación P&E	-	(42)	-	766	-

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

INDICADORES FINANCIEROS

Componente	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18
EBITDA/Servicio de la Deuda	7.06	4.48	4.40	3.53	2.96
Mínimo (1.60)	1.60	1.60	1.60	1.60	-
EBITDA/ Servicio de Deuda (PCPLP)*		1.97	1.88	2.30	2.51
Deuda Financiera/Patrimonio	0.31	0.48	0.56	0.60	0.66
Máximo (0.85)	0.85	0.85	0.85	0.85	-
DEUDA /Patrimonio*		0.46	0.53	0.47	0.41
Deuda/EBITDA	1.93	2.67	2.92	2.87	3.24
Máximo (3.25)	3.75	3.75	3.75	3.75	-
Deuda/EBITDA*		2.59	2.89	2.39	2.07
Utilidad Bruta/Gastos de Operación	1.76	2.25	1.81	1.94	1.97
Mínimo (1.40)	1.40	1.40	1.40	1.40	-
Utilidad Bruta/Gastos Operativos*		1.57	1.61	1.65	1.66
CxC Relacionadas/Patrimonio	0.24	0.36	0.34	0.31	0.28
Máximo (0.35)	0.40	0.40	0.35	0.35	-
CxC Relacionadas / Patrimonio*		0.21	0.19	0.18	0.17

Fuente: Cartonera Centroamericana / 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.