

Fondo de Titularización Ricorp Titularizadora Inmobiliaria Mesoamericana 01 Valores de Titularización

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 iespinal@ratingspcr.com	Isaura Merino imerino@ratingspcr.com (503) 2266-9471

HISTORIAL DE CLASIFICACIONES					
Fecha de información Fecha de comité	dic-14 24/04/2015	dic-15 08/04/2016	dic-16 25/04/2017	dic-17 19/04/2018	dic-18 30/04/2019
Valores de Titularización RICORP Titularizadora Inmobiliaria Mesoamericana 01					
Tramo 1	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-
Tramo 2	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-
Perspectiva	Estable	Estable	Estable	Estable	Estable

Significado de la Clasificación

Categoría AA: Corresponde a aquellos instrumentos en que sus emisores cuentan con una muy alta capacidad de pago del 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.

"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 del Fondo debido al buen desempeño financiero de la Cartonera Centroamericana (CARSA) principal fuente de ingresos del originador, así como a la generación de flujos de caja que le permiten cumplir con las obligaciones contraídas. Adicionalmente, cuenta y cumple con los respaldos financieros que mitigan el riesgo de incumplimiento. Asimismo, ambas entidades se respaldan del aporte técnico 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 el servicio de deuda obtuvo una leve disminución, resultando en 2.78 veces frente a 3.53 veces a diciembre 2017, sin embargo, se considera adecuado el indicador.

Cumplimiento de resguardos financieros de parte de Cartonera Centroamericana. De igual manera, la compañía arrendataria se compromete a mantener una serie de coberturas financieras durante la vigencia de la emisión. A

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.

diciembre de 2018, CARSA cumple con los resguardos establecidos en el contrato del Fondo y son suficientes para garantizar el adecuado funcionamiento de la emisión.

Establecimiento de un usufructo a favor del Fondo de Titularización, de los activos del originador que mitigan el riesgo de la emisión. El usufructo se gestionó en conjunto con el representante de los tenedores de valores, por un plazo de diez años o mientras existan obligaciones a cargo del Fondo a favor de los tenedores. La emisión de los valores de titularización cuenta con 2 garantías específicas: una fianza solidaria de parte de Cartonera Centroamericana por un máximo del 15% del total de capital adeudado y prenda sobre las cuentas por cobrar de Cartonera Centroamericana de clientes clase "A", por un monto total de US\$ 600 miles.

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 deuda titulizada, vigente del Manual de Calificación de Riesgo aprobado en Comité de Metodologías con fecha 09 de abril de 2018.

Hechos de Importancia

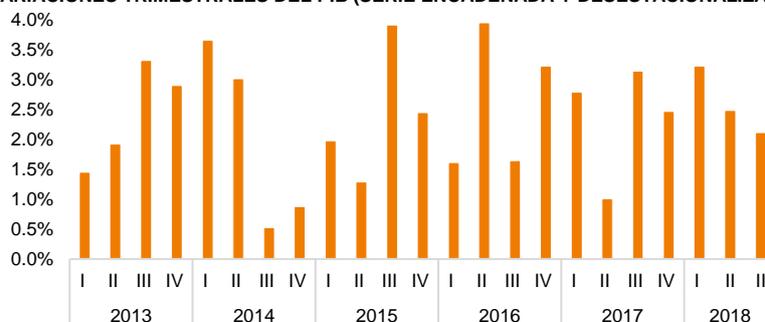
- El 28 de octubre de 2016, Inmobiliaria Mesoamericana, S.A. de C.V., lanza al mercado el tramo uno y dos de la emisión de Certificados de Inversión CIIMSA01, por un total negocia de US\$ 3.5 millones colocados. Los fondos fueron destinados para la cancelación de préstamos mercantiles de Inmobiliaria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

DETALLE DE LA EMISIÓN	
TRAMO 1	20/12/2013 – 20/12/2023
VTRTIME01 6.51 millones de dólares estadounidenses	Tasa de interés vigente: 7 %
Capital Mensual Intereses Mensuales	
TRAMO 2	30/12/2013 – 30/12/2020
VTRTIME01 2.79 millones de dólares estadounidenses	Tasa de interés vigente: 6.5%
Capital Mensual Intereses Mensuales	
RESUMEN DE LA EMISIÓN	
Clase de Valor: Valores de Titularización - Título de Deuda con cargo al Fondo de Titularización – Ricorp Titularizadora – Inmobiliaria Mesoamericana 01, representados por anotaciones electrónicas de valores en cuenta.	Monto máximo de la emisión: 9.3 millones de dólares estadounidenses
Destino de los fondos: <ul style="list-style-type: none"> Los fondos que se obtuvieron de la negociación de la presente Emisión fueron invertidos por el Fondo de Titularización para la adquisición del Contrato de Arrendamiento. Los fondos que el Originador recibió en virtud de la cesión del Contrato de Arrendamiento que hará al Fondo de Titularización por medio del Contrato de Cesión y Administración de Derechos fueron destinados para pagar la adquisición de los bienes inmuebles y maquinaria, propiedad de Cartonera Centroamericana, objeto del Contrato de Arrendamiento. 	La emisión posee como respaldo el patrimonio del fondo Interés moratorio sobre el capital: 5% anual
Garantía de la emisión: Cuenta Restringida: se tiene acumulado un saldo mínimo de US\$219,853.76; equivalentes a dos cuotas de cesión. Convenio de Administración de cuentas - Orden Irrevocable de Transferencias (OIT): Como respaldo operativo de la emisión, el Originador, Cartonera Centroamericana y la Titularizadora suscribieron un Convenio de Administración de Cuentas – OIT, con el Banco Administrador. Cuenta discrecional: se cuenta un saldo mínimo de US\$25,000 proveniente de los excedentes generados por los flujos cedidos al Fondo; y será devuelto al originador al final de la vida de la emisión. Cesión de beneficios de póliza de Lucro Cesante. Cesión de beneficios de póliza de Lucro Cesante a favor de la Arrendataria, 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. Cesión de beneficios de póliza de seguro contra todo riesgo sobre construcciones, mobiliario y equipo. Cesión de beneficios de póliza de seguro contra todo riesgo sobre construcciones, mobiliario y equipo, a favor de la Arrendataria, o a cualquier tercero a quien los derechos del contrato de arrendamiento operativo le hayan sido legalmente cedidos, hasta por US\$12,337,290.30.	Mecanismos de cobertura: Constitución de usufructo. El Representante de los Tenedores de Valores, constituyó el usufructo, a título gratuito y por el plazo de diez años o mientras existan obligaciones a cargo del Fondo de Titularización y a favor de los Tenedores de los Valores emitidos con cargo al mismo, a favor de Ricorp Titularizadora, S.A. en su calidad de administradora del Fondo de Titularización, sobre los bienes arrendados. Fianza Solidaria: Cartonera Centroamericana, S.A. de C.V. otorgó fianza solidaria, a efecto de garantizar todas y cada una de las obligaciones que adquirió el Fondo FTRTIME Cero Uno hacia los Tenedores de Valores emitidos con cargo al mismo. La fianza solidaria fue otorgada a favor los Tenedores de Valores por medio del Representante de los Tenedores de Valores, hasta por la cantidad equivalente en cada inicio de año al 15% del saldo de capital de la emisión, cantidad que inicialmente equivale a US\$1,395,000.00. Prenda sobre cuentas por cobrar de Cartonera Centroamericana: Debido a la cesión de derechos del Contrato de Arrendamiento, el Originador cedió el derecho que Cartonera Centroamericana le otorgó de una prenda sin desplazamiento sobre cuentas por cobrar a clientes clase "A" por un monto de US\$600,000 dólares de los Estados Unidos de América.
Fuente: RICORP Titularizadora / Elaboración: PCR	

Contrato de Cesión de Derechos de Flujos Futuros

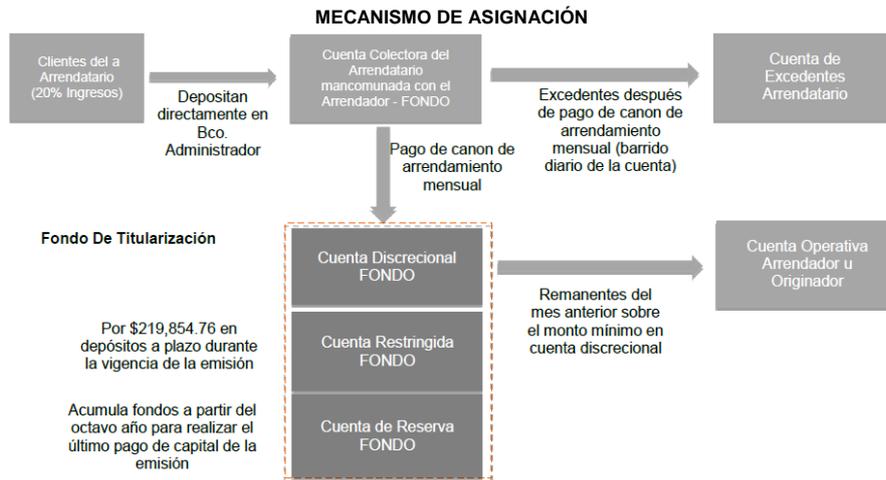
Mediante escritura pública de contrato de cesión y administración, el originador cedió de manera irrevocable, a título oneroso a Ricorp Titularizadora, S.A., en su calidad de administradora del Fondo FTRTIME 01, todos los derechos sobre los flujos financieros futuros de una porción correspondiente a los primeros ingresos percibidos mensualmente por parte del originador, descritos en el apartado anterior, hasta un monto de US\$130,000 con un crecimiento anual del 2% durante los próximos 5 años.

Contrato de Cesión

La cesión del Contrato de Arrendamiento Operativo se realizó mediante Escritura Pública, a título oneroso, y se efectuó la tradición de dominio a la Titularizadora, como administradora del Fondo de Titularización – Ricorp Titularizadora – Inmobiliaria Mesoamericana 01, de los derechos que como arrendante le corresponden, a partir del día uno de cada mes, hasta completar el monto de cada una de las 120 mensualidades cedidas. La suma del total de las 120 cuotas cedidas equivale a US\$16,730,132.64.

Descripción de los Flujos Futuros

Los flujos financieros provenientes de los cánones de arrendamiento a ser recibidos por la Titularizadora con cargo al Fondo de Titularización – Ricorp Titularizadora – Inmobiliaria Mesoamericana 01 se utilizan para: a) el pago de obligaciones a favor de los tenedores de valores; b) pagar las comisiones a la Sociedad Titularizadora; y c) cancelar el saldo de costos y gastos adeudados a terceros. Cualquier remanente que existiere después de cumplir con las obligaciones antes mencionadas se devuelve al Originador conforme a lo establecido en la Prelación de Pagos del Contrato de Titularización.



Dictamen de Valuación de los Flujos Financieros Futuros

En cumplimiento a lo establecido en el artículo 51 de la Ley de Titularización de Activos, los flujos financieros futuros de la emisión fueron sometidos al dictamen de la firma de Morales y Morales Asociados, sociedad que ha sido calificada por la Superintendencia del Sistema Financiero, como Perito Valuador de Activos Financieros para procesos de titularización de activos habiendo sido valuados razonablemente en la suma de US\$ 8,853,750.82.

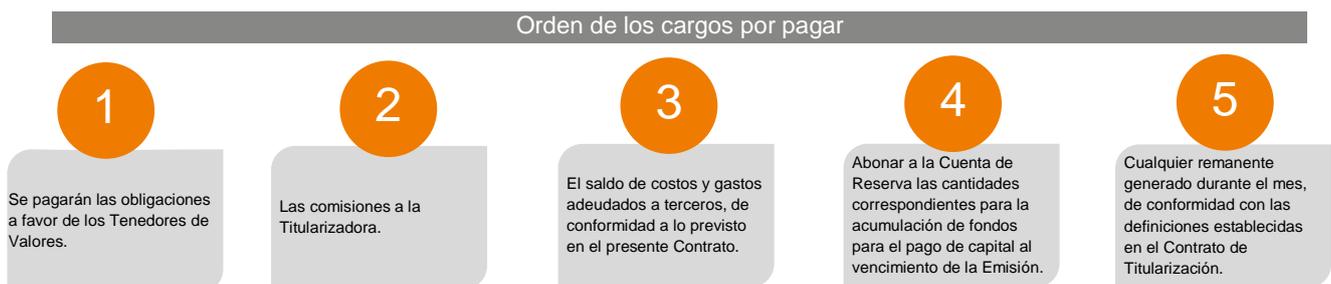
Operatividad de la Estructura de Titularización

Se abrieron las siguientes cuentas en el Banco de América Central a nombre del Fondo de Titularización:

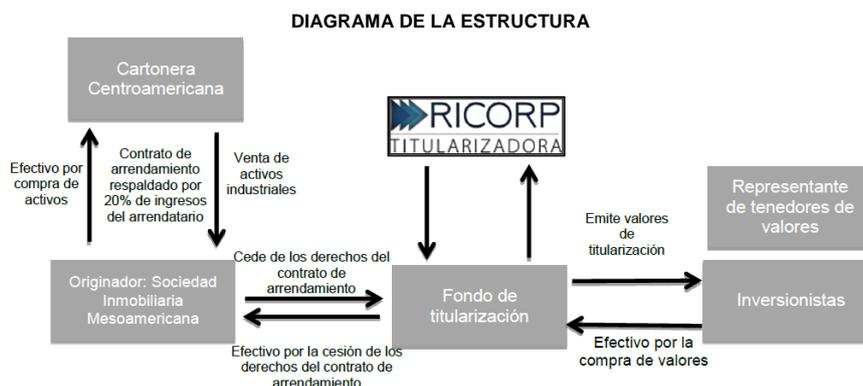
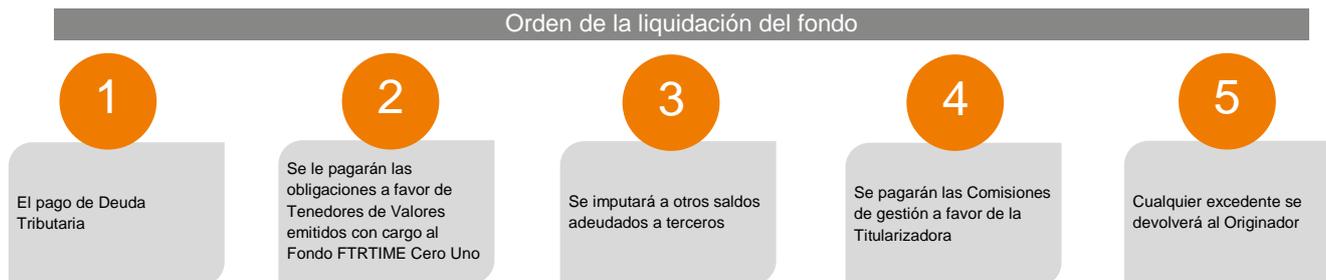
- Cuenta Discrecional del Fondo de Titularización.
- Cuenta Restringida del Fondo de Titularización.
- Cuenta de Reserva del Fondo de Titularización.

Además, se abrió una cuarta cuenta, denominada Cuenta Colectora, que será mancomunada entre Cartonera Centroamericana y el Fondo de Titularización, y controlada por el Banco Administrador. Esta servirá para recibir los fondos provenientes del mecanismo de transferencia de fondos de los clientes de Cartonera Centroamericana establecido como respaldo para el pago de los cánones de arrendamiento en el Contrato de Arrendamiento Operativo celebrado entre el Originador y Cartonera Centroamericana. Dicha cuenta será restringida para Cartonera Centroamericana y para el Fondo de Titularización, ya que la finalidad de su apertura es única y exclusivamente la colecturía de los fondos antes mencionados.

Todo pago se hará por la Titularizadora, con cargo al Fondo de Titularización, a través de la cuenta de depósito bancaria denominada Cuenta Discrecional, en cada fecha de pago en el siguiente orden:



En el evento de liquidación del Fondo de Titularización se deberá seguir el orden de prelación dictado por el artículo setenta de la Ley de Titularización de Activos:



Fuente: RICORP Titularizadora / Elaboración: PCR

Caducidad del plazo de la emisión

El plazo del contrato caducará, a discreción de la Arrendante o de su cesionario, y sin responsabilidad alguna para ella, sin perjuicio de lo establecido en la cláusula II del contrato del arrendamiento, en los siguientes casos:

- Falta de pago de uno o más cánones consecutivos de arrendamiento.
- Incumplimiento por parte de la Arrendataria.
- Cualquiera de las obligaciones que adquiere por medio del mismo contrato.
- Ocuparse los Bienes Arrendados para un objeto ilícito.
- Existencia de causales sobrevinientes que, a juicio prudencial de la Arrendante o de su cesionario, pueda afectar negativamente la reputación o imagen de las Partes.
- Cuando a pesar de haber recurrido al plazo de regularización, no se hubieran regularizado los mismos establecidos en el contrato de arrendamiento (contando con 6 meses luego del incumplimiento en las razones financieras).

Cabe señalar, luego de finalizado el plazo establecido del contrato de arrendamiento operativo (10 años) o de cualquiera de sus prórrogas, la Arrendataria no tendrá opción de compra de los activos arrendados bajo algún término o condiciones preestablecidas, permaneciendo la propiedad de los activos a favor del Arrendante.

Al ocurrir cualquiera de las causales de caducidad que se establezcan en el Contrato de Cesión y Administración de Derechos, el Originador procederá a enterar a la Titularizadora la cantidad que haga falta para completar el saldo que se encuentre pendiente de pago, a la fecha de ocurrir la causal de caducidad de que se trate, hasta la suma de US\$16,730,132.64, en concepto del valor total que como contraprestación deba ser pagado a la Titularizadora, en los términos que se establecieron en el referido contrato; esta última deberá notificar dicha situación de manera inmediata al Representante de los Tenedores a efecto de que este convoque de inmediato a una Junta General Extraordinaria de Tenedores y de acuerdo a lo establecido en el literal c) del artículo 66 de la Ley de Titularización de Activos, considere acordar la liquidación del Fondo de Titularización, caducando de esta manera el plazo de la presente Emisión.

En este caso, la Titularizadora deberá enterar de inmediato a los Tenedores de Valores la totalidad correspondiente de las sumas de dinero que en virtud de lo anterior le hayan sido entregadas por el Originador hasta el pago total del saldo insoluto de capital e intereses acumulados por los valores emitidos. Lo anterior deberá ser notificado por la Titularizadora y el Representante de los Tenedores de manera inmediata a la Bolsa de Valores de El Salvador y a la Superintendencia del Sistema Financiero.

En el caso de presentarse alguno de los casos de caducidad, corresponderá al Representante de los Tenedores convocar a una Junta General de Tenedores a fin de informarlos de la situación e iniciar las acciones correspondientes.

Procedimiento en Caso de Mora

Si diez días antes de la fecha en que deba ser efectuado un pago de la presente Emisión con todas sus erogaciones, se determina que no existen en la Cuenta Discrecional fondos suficientes para pagar en un 100% el valor de la cuota

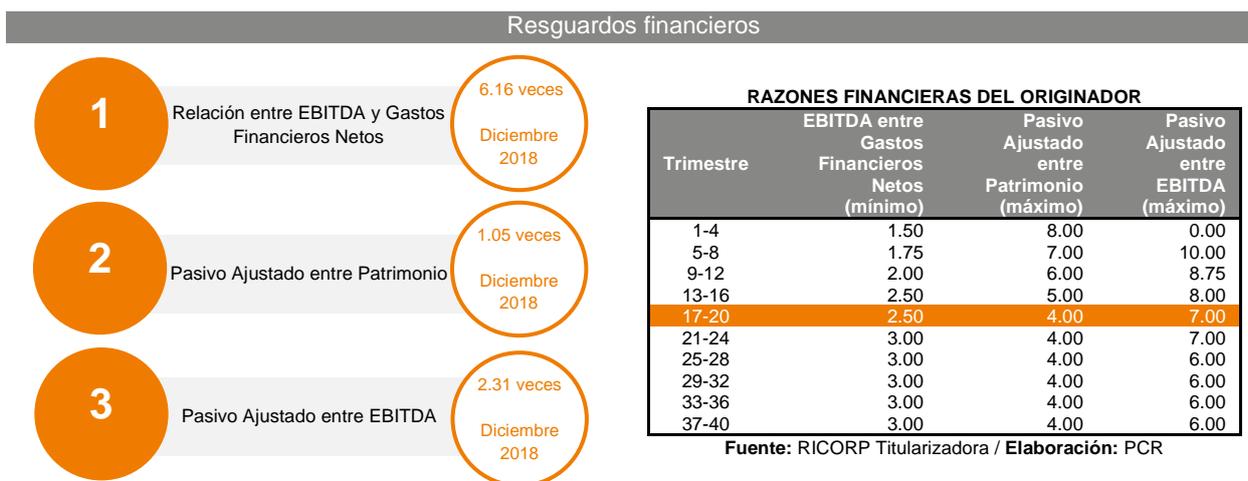
de intereses y/o capital próxima siguiente, la Titularizadora procederá a disponer de los fondos en la Cuenta Restringida para realizar los pagos a los Tenedores de los Valores.

Si los fondos depositados en la Cuenta Restringida no son suficientes para realizar el pago inmediato de la cuota de intereses y/o principal próxima siguiente de la presente Emisión, se le notificará inmediatamente al Originador para que este proceda a depositar en la Cuenta Restringida los fondos faltantes y si no lo hace en los 10 días siguientes a la notificación, entonces habrá lugar a una situación de mora.

Dicha situación deberá ser comunicada al Representante de los Tenedores con el objetivo que convoque a una Junta General de Tenedores y se determinen los pasos a seguir. Asimismo, la Titularizadora lo deberá informar inmediata y simultáneamente a la Bolsa de Valores de El Salvador y a la Superintendencia del Sistema Financiero.

Resguardos financieros

Durante todo el proceso de titularización y mientras existan obligaciones a cargo del Fondo de Titularización en virtud del Contrato de Titularización, la *Sociedad Inmobiliaria Mesoamericana* se obliga a mantener las siguientes razones financieras dentro de los parámetros indicados.



Por otra parte, en el Contrato de Arrendamiento, el originador se compromete a mantener las razones financieras de acuerdo con los conceptos detallados a continuación:



Los parámetros a los que la arrendataria se compromete se definen a continuación:

RAZONES FINANCIERAS DE LA ARRENDATARIA

Trimestre	EBITDA entre Servicio de la Deuda (mínimo)	Deuda entre Patrimonio (máximo)	Deuda entre EBITDA (máximo)	Utilidad Bruta entre Gastos de operación (mínimo)	Cuentas por cobrar relacionadas entre Patrimonio (máximo)
1-4	1.60	0.85	3.75	1.40	0.40
5-8	1.60	0.85	3.75	1.40	0.40
9-12	1.60	0.85	3.75	1.40	0.40
13-16	1.60	0.85	3.75	1.40	0.35
17-20	1.60	0.85	3.25	1.40	0.35
21-24	1.60	0.85	3.25	1.40	0.35
25-28	1.00	0.85	3.25	1.40	0.35
29-32	1.60	0.85	3.25	1.40	0.35
33-36	1.60	0.85	3.25	1.40	0.35
37-40	1.60	0.85	3.25	1.40	0.35

Fuente: RICORP Titularizadora / Elaboración: PCR

Arrendador

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

Arrendatario

Cartonera Centroamericana S.A. de C.V.

Activos Arrendados:

- Terrenos y edificaciones
- Máquina Troqueladora Rotativa DRO 1628
- Máquina Impresora Flexo Folder G. Midline 924

Duración: 10 años**Garantías y respaldos:**

- Prenda sin desplazamiento sobre cartera de Cuentas por Cobrar por un monto de \$600,000.
- 20% de los ingresos de Cartonera Centroamericana representados por al menos 10 contratos o cuentas de clientes con excelente historial. Los flujos generados por estos clientes no deben bajar de \$450,000 mensuales durante la vida del contrato, Cartonera Centroamericana deberá adicionar clientes para cumplir con esta condición.
- Recurso: cuentas en mora o finalizados se sustituyen con nuevas vigentes. Cartonera solo podrá pignorar con terceros hasta un 60% de su cartera comercial de cuentas por cobrar. Por lo dejará libre un 20% de su cartera para respaldar el mecanismo de sustitución.
- Cumplimiento de covenants por el arrendatario.
- Cesión de pólizas de seguro sobre los activos arrendados y seguro de lucro cesante.

Fuente: Cartonera Centroamericana / **Elaboración:** PCR

Cabe señalar que, al existir incumplimiento de cualquiera de las razones financieras, el arrendatario contará con diez días hábiles para notificar al arrendante las acciones que tomará para regularizar la situación, dicha acción tendrá un plazo de seis meses para tomar las acciones necesarias y regularizar las razones financieras con el fin de restablecer el cumplimiento de los parámetros establecidos, de lo contrario se activarán los respectivos mecanismos de aceleración².

Sin perjuicio del mecanismo de respaldo para la transferencia de fondos, el Arrendatario se compromete a autorizar al Banco Administrador, por medio del Convenio de Administración de Cuentas Bancarias, a proceder de la siguiente forma:

Mecanismo acelerado de transferencia de los cánones

A partir de la fecha en que el Arrendante o su cesionario, determine que la Arrendataria ha incurrido en alguno de los eventos de activación de este mecanismo y se lo haya notificado a Cartonera Centroamericana, S.A. de C.V., deberá notificar al Banco Administrador para que este último 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 forma de proceder en la Cuenta Colectora servirán para el pago acelerado de los cánones de arrendamiento, por lo que, una vez activado este mecanismo, el Banco se encuentra autorizado para realizar diariamente la transferencia de los fondos disponibles a la cuenta que indique la Arrendante o su cesionario en el Convenio de Administración de Cuentas que deberá otorgarse.

Mecanismo preventivo de transferencia de los cánones

A partir de la fecha en que la Arrendante o su cesionario, determine que al tercer mes después de haber iniciado el plazo de regularización precedente se ha incumplido cualquiera de las razones financieras establecidas en el Contrato de Arrendamiento Operativo y se lo haya notificado a Cartonera Centroamericana, S.A. de C.V., deberá notificar al Banco Administrador para que este último retenga, mensualmente, de los excedentes a transferir a Cartonera Centroamericana la cantidad de US\$200,000 en la Cuenta Colectora, y posteriormente proceda a realizar las transferencias de excedentes restantes a la Cuenta de Excedentes de Cartonera Centroamericana; los fondos que se concentren por efecto de esta forma de proceder en la Cuenta Colectora se reintegrarán a Cartonera Centroamericana una vez se haya regularizado el cumplimiento de las razones financieras, caso contrario, se procederá conforme el mecanismo acelerado de transferencia de los cánones.

Análisis de la Estructura

Entre los factores cuantitativos y cualitativos de los derechos sobre los flujos futuros a titularizar, destacan: el nivel crediticio del Originador (Inmobiliaria Mesoamericana S.A.), así como el nivel crediticio de Cartonera Centroamericana, S.A., quien, de acuerdo a los contratos de arrendamiento y otros compromisos, es la principal fuente de ingreso para el Originador, y cuya capacidad de pago respalda la fortaleza del originador; la estructura de titularización propuesta; el operador de las cuentas del Fondo de Titularización; el monto; el Tratamiento y Prevención de Desvío de Fondos; y finalmente los aspectos legales involucrados en toda la transacción hacen que el fondo de titularización cuente con la cobertura necesaria para pagar a los inversionistas e incluso generar excedentes para la devolución al originador.

Al tratarse de una titularización de derechos sobre flujos futuros, cobra mayor importancia la capacidad de la entidad originadora (Inmobiliaria Mesoamericana S.A.), de crear y mantener dichos flujos que respalden la Emisión. Si la entidad cesa la capacidad de generarlos (flujos futuros), los inversionistas sufrirán pérdidas si los mecanismos de

² Contrato de titularización.

seguridad no son suficientes para cubrir el posible déficit. Esta posibilidad de deterioro en la generación de nuevos activos es la que determina que, en una titularización de derechos sobre flujos futuros, la clasificación de riesgo de la transacción esté fuertemente ligada al desempeño de la entidad que origina los flujos.

El establecimiento del usufructo sobre los activos propiedad de Inmobiliaria Mesoamericana, es uno de los factores que ha permitido una reducción parcial del riesgo, al permitir que estos puedan seguir operando a favor del Fondo, aun cuando el originador o CARSA se vean afectados por un evento particular que les impida seguir operando. Será responsabilidad del Administrador del Fondo de Titularización, la ejecución y monitoreo de los controles y resguardos financieros, así como el buen funcionamiento del Fondo.

Es importante destacar que, en caso de que Inmobiliaria Mesoamericana incumpla algunos de sus indicadores en los plazos estipulados, resultaría en cumplir la condición resolutoria³ al suceder cualquiera de los supuestos descritos en el contrato.

Perfil de la titularizadora

Regional Investment Corporation (RICORP), es una empresa de Finanzas Corporativas que surge como iniciativa de la Fundación Bursátil de El Salvador, ante la necesidad de una institución que apoye al desarrollo del Mercado de Capitales, con servicios especializados de asesoría y desarrollo de negocios. Fue fundada en diciembre de 2008 con 117 accionistas.

RICORP Titularizadora, Sociedad Anónima, fue constituida el día 11 de agosto de 2011, la calificación favorable fue otorgada por el Superintendente del Sistema Financiero el 23 de agosto de 2011. La finalidad de RICORP Titularizadora es constituir, integrar y administrar Fondos de Titularización de conformidad con la Ley de Titularización de Activos, y emitir valores con cargo a dichos Fondos.

Accionistas y Junta Directiva

A continuación, se detallan los principales accionistas y directivos de RICORP Titularizadora, S.A.:

ACCIONISTAS		JUNTA DIRECTIVA	
Accionista	Participación Accionaria	Directorio	Cargo
RICORP S.A. de C.V.	99.9999 %	Rolando Arturo Duarte Schlageter	Presidente
José Carlos Bonilla Larreynaga	0.0001 %	Javier Ernesto Simán Dada	Vicepresidente
Total	100%	José Carlos Bonilla Larreynaga	Secretario
		Juan Alberto Valiente Álvarez	Propietario
		Carlos Lionel Mejía Cabrera	Propietario
		Víctor Silhy Zacarías	Propietario
		Enrique Borgo Bustamante	Propietario
		José Miguel Carbonell Belismelis	Suplente
		Francisco Javier Enrique Duarte Schlageter	Suplente
		Enrique Oñate Muyschondt	Suplente
		Miguel Ángel Simán Dada	Suplente
		Manuel Roberto Vierrez Valle	Suplente
		Ramón Arturo Álvarez López	Suplente
		Remo José Bardi Ocaña	Suplente

Fuente: RICORP Titularizadora S.A. / Elaboración: PCR

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:

³ El Fondo de Titularización se encuentra sujeta a condición resolutoria de acuerdo a lo establecido en los artículos mil trescientos cincuenta y mil trescientos cincuenta y ocho del Código Civil.

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 Cortez
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:

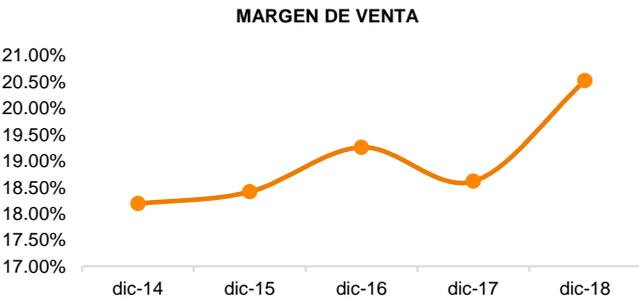


Cartonera Centroamericana atiende una gran variedad de segmentos, permitiéndole diversificar su riesgo de concentración en diferentes industrias. Entre otras, estas incluyen:



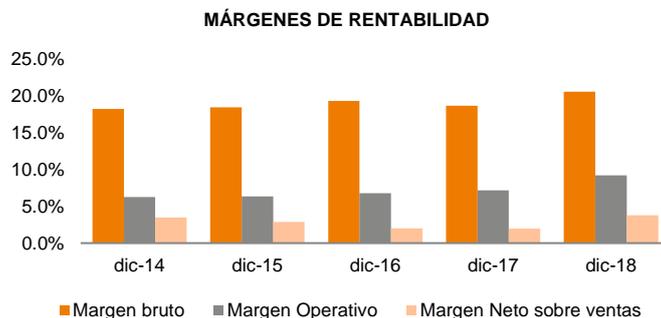
Análisis cuantitativo de CARSA

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 ingresos, 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%).



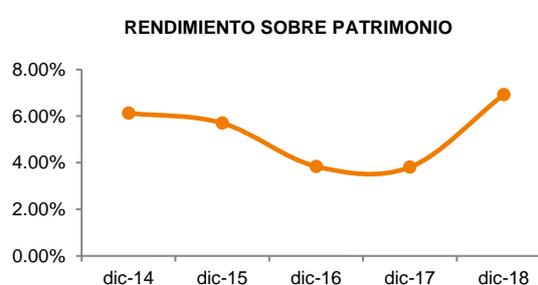
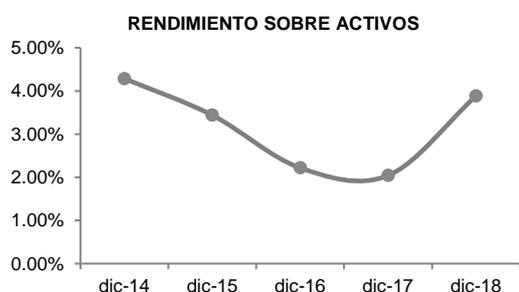
Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

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%).



Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

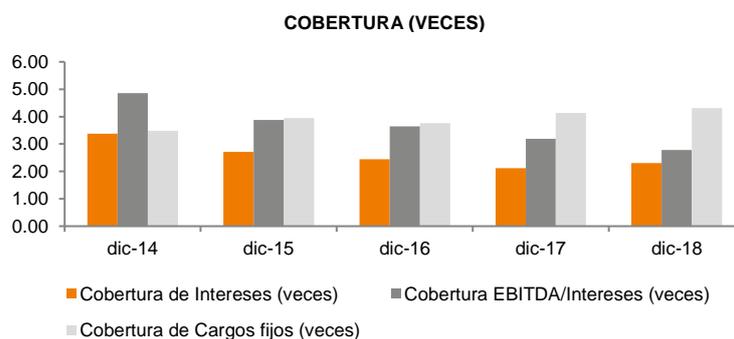
En este sentido, la utilidad neta sobre patrimonio al cierre del 2018 experimentó una notable mejora, pasando en ROE de 3.81% a diciembre de 2017 a 6.92% a diciembre de 2018. Por su parte, el ROA aumentó de 2.04% en el 2017 a 3.88% en el 2018.



Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

Análisis de cobertura

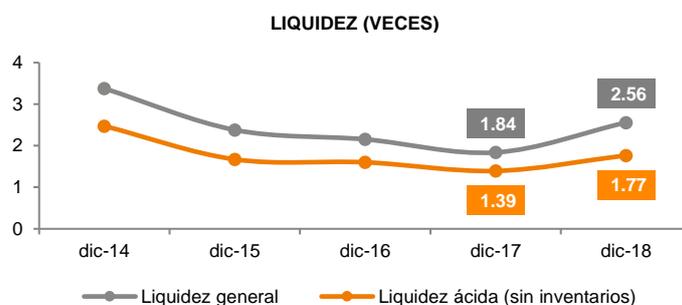
Por su parte, tanto los cargos fijos como los financieros muestran la suficiente cobertura por medio de la utilidad reportada a diciembre de 2018. La cobertura de cargos fijos de administración aumentó respecto al mismo período del año anterior, lo que implicó que el indicador pasara de 4.14 veces a 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.



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

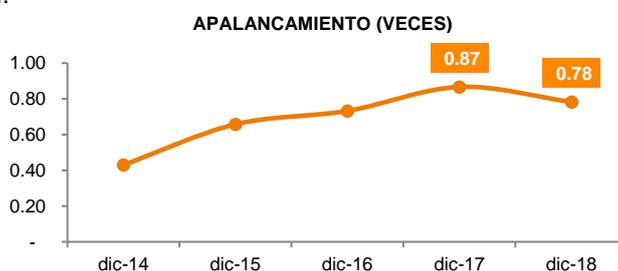
Por su parte, el inventario al cierre de 2018 estuvo formado en un 58.11% por materias primas y materiales, mientras que los productos terminados y en proceso para la venta representaron el 8.81% del total. A la fecha de análisis, el inventario mostró un aumento interanual de 26.9%.



Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

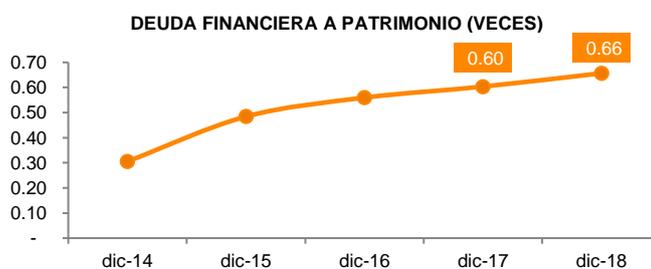
Endeudamiento y solvencia

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 0.60 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

Inmobiliaria Mesoamericana, cuenta con ingresos por la cuota de arrendamiento proveniente de Cartonera Centroamericana, luego que este Inmobiliaria Mesoamericana adquiera los activos industriales que pasaran a ser contratados en alquiler.

PROYECCIÓN DE INGRESOS SOCIEDAD INMOBILIARIA MESOAMERICANA (MILES US\$)

Componente	2018	2019	2020	2021	2022
Ingresos	1,705	1,722	1,722	1,722	1,722
Costos de venta	-	-	-	-	-
Utilidad Bruta	1,705	1,722	1,722	1,722	1,722
Gastos					
Administrativos	20	20	20	20	20
Depreciaciones	309	309	309	309	309
Otros gastos					
(ingresos) por intereses	(20)	(20)	(17)	(10)	(10)
Gastos por Titularización	506	431	353	297	247
Utilidad	890	982	1,057	1,106	1,156
Impuestos sobre la renta	267	295	317	332	347
Utilidad Neta	623	687	740	774	809

Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

Como se observa en el cuadro anterior, los principales gastos de Inmobiliaria Mesoamericana son los relacionados al Fondo de Titularización; seguidos por los gastos causados por la depreciación de la maquinaria y equipos que serán adquiridos.

La cuota de arrendamiento de CARSA a Inmobiliaria Mesoamericana, que constituye el total de su ingreso, coincide con el monto a ceder al fondo de titularización. Este ingreso está garantizado parcialmente por el contrato de arrendamiento, firmado entre ambas compañías. Por su parte, tomando en consideración todos los egresos relacionados al Fondo de Titularización, la cuota de arrendamiento provee los suficientes fondos para cubrir todas sus obligaciones, con una cobertura no menor de 1.09 veces y con un promedio de 1.17 veces durante la vida de la emisión.

Cabe destacar que, debido a la dependencia a Cartonera Centroamericana, de Inmobiliaria Mesoamericana, es la fortaleza de la primera que cuenta con un mayor efecto en la capacidad de la segunda para responder a sus obligaciones totales, incluyendo a las del Fondo de Titularización.

Para la estimación de las coberturas del pago de la cuota de arrendamiento por parte de Cartonera Centroamericana, se han establecido tres escenarios para su desempeño económico por los siguientes diez años, partiendo de los comportamientos históricos de CARSA:

1. En el primero, un escenario optimista, se ha estimado una tasa de crecimiento del 4.5%, partiendo de mantener la misma tasa del año previo, y reducirla gradualmente.
2. El segundo, un escenario base, que toma en cuenta el promedio de crecimiento de la industria, de acuerdo a datos del Banco Central de Reserva de El Salvador, de los últimos 8 años, de 2.9%. Este escenario incluye el impacto que tuvo la recesión económica de 2008 - 2009 en el modelo de negocios de CARSA, y podría tomarse como referencia ante futuras amenazas por problemas económicos de El Salvador.
3. Por último, el escenario conservador toma una muestra de 0% de crecimiento, manteniendo los resultados obtenidos durante el 2012.

ESCENARIO OPTIMISTA CARTONERA CENTROAMERICANA (4.5%) – MILES US\$

Componente	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Ventas	44,122	45,887	47,722	49,631	51,616	53,681
Utilidad Bruta	10,638	11,050	11,431	11,874	12,334	12,794
Total de Gastos administrativos	6,476	6,654	6,821	6,976	7,138	7,309
Cuota de Arrendamiento	1,669	1,703	1,722	1,722	1,722	1,722
Cobertura sobre Gastos Administrativos	1.64	1.66	1.68	1.70	1.73	1.75
Cobertura sobre cuota de Arrendamiento	6.37	6.49	6.64	6.89	7.16	7.43
Utilidades netas	1,485	1,667	1,835	2,117	2,451	2,645

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

En el primer escenario, la cobertura para la cuota de arrendamiento por parte de la utilidad bruta de CARSA muestra un nivel mínimo de 5.75 veces, con un promedio durante la vida de la emisión de 7.2 veces. Asimismo, se muestra que CARSA posee la cobertura necesaria para cubrir todos sus gastos operativos.

ESCENARIO BASE CARTONERA CENTROAMERICANA (2.9%) – MILES US\$

Componente	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Ventas	39,501	40,647	41,826	43,038	44,287	44,287
Utilidad Bruta	9,426	9,700	9,939	10,228	10,524	10,442
Total de Gastos administrativos	6,203	6,342	6,468	6,579	6,694	6,708
Cuota de Arrendamiento	1,669	1,703	1,722	1,722	1,722	1,722
Cobertura sobre Gastos Administrativos	1.52	1.53	1.54	1.55	1.57	1.56
Cobertura sobre cuota de Arrendamiento	5.65	5.70	5.77	5.94	6.11	6.06
Utilidades netas	828	939	1,037	1,242	1,495	1,419

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

En el escenario base, la cobertura de la cuota de arrendamiento es un mínimo de 5.45 veces, con un promedio durante la vida de la emisión de 6.47 veces, inferior al del escenario anterior, aunque suficiente para la cesión de flujos.

ESCENARIO CONSERVADOR CARTONERA CENTROAMERICANA (0%) – MILES US\$						
Componente	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Ventas	34,240	34,240	34,240	34,240	34,240	34,240
Utilidad Bruta	8,106	8,106	8,072	8,072	8,072	8,009
Total de Gastos administrativos	5,883	5,948	5,998	6,031	6,066	6,065
Cuota de Arrendamiento	1,669	1,703	1,722	1,722	1,722	1,722
Cobertura sobre Gastos Administrativos	1.38	1.36	1.35	1.34	1.33	1.32
Cobertura sobre cuota de Arrendamiento	4.86	4.76	4.69	4.69	4.69	4.65
Utilidades netas	128	99	59	117	198	166

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

Por último, en el escenario conservador, la cobertura sobre la cuota de arrendamiento tiene un mínimo de 4.65 veces, con un promedio durante la vida de la emisión de 5.59 veces, inferior a los escenarios anteriores; aun cuando presenta coberturas similares.

Es importante señalar que, con la venta de los activos a Inmobiliaria Mesoamericana, Cartonera Centroamericana cancelará parte de su deuda financiera, reduciendo así sus gastos financieros.

CESIONES MENSUALES (US\$)							
Cuota	Cesión	Cuota	Cesión	Cuota	Cesión	Cuota	Cesión
1	130,000	31	135,252	61	143,531	91	143,531
2	130,000	32	135,252	62	143,531	92	143,531
3	130,000	33	135,252	63	143,531	93	143,531
4	130,000	34	135,252	64	143,531	94	143,531
5	130,000	35	135,252	65	143,531	95	143,531
6	130,000	36	135,252	66	143,531	96	143,531
7	130,000	37	137,957	67	143,531	97	143,531
8	130,000	38	137,957	68	143,531	98	143,531
9	130,000	39	137,957	69	143,531	99	143,531
10	130,000	40	137,957	70	143,531	100	143,531
11	130,000	41	137,957	71	143,531	101	143,531
12	130,000	42	137,957	72	143,531	102	143,531
13	132,600	43	137,957	73	143,531	103	143,531
14	132,600	44	137,957	74	143,531	104	143,531
15	132,600	45	137,957	75	143,531	105	143,531
16	132,600	46	137,957	76	143,531	106	143,531
17	132,600	47	137,957	77	143,531	107	143,531
18	132,600	48	137,957	78	143,531	108	143,531
19	132,600	49	140,716	79	143,531	109	143,531
20	132,600	50	140,716	80	143,531	110	143,531
21	132,600	51	140,716	81	143,531	111	143,531
22	132,600	52	140,716	82	143,531	112	143,531
23	132,600	53	140,716	83	143,531	113	143,531
24	132,600	54	140,716	84	143,531	114	143,531
25	135,252	55	140,716	85	143,531	115	143,531
26	135,252	56	140,716	86	143,531	116	143,531
27	135,252	57	140,716	87	143,531	117	143,531
28	135,252	58	140,716	88	143,531	118	143,531
29	135,252	59	140,716	89	143,531	119	143,531
30	135,252	60	140,716	90	143,531	120	143,531
Total:							US\$16,730,132.64

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

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.