

## FONDO DE TITULARIZACIÓN RICORP TITULARIZADORA, INMOBILIARIA MESOAMERICANA 01.

San Salvador, El Salvador

Comité de Clasificación Ordinario: 24 de octubre de 2019

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

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

### Fondo de Titularización

|                          |   |
|--------------------------|---|
| Patrimonio Independiente | Fondo de Titularización Ricorp Titularizadora, Inmobiliaria Mesoamericana 01  |
| Originador:              | Inmobiliaria Mesoamericana, S.A. de C.V.  |
| Emisor:                  | Ricorp Titularizadora, S.A.   |
| Estructurador:           | Ricorp Titularizadora, S.A.   |
| Administrador:           | Ricorp Titularizadora, S.A.   |
| Monto del Programa:      | US\$9'300,000   |
| Tramo 1:                 | US\$6'510,000 a 10 años. Tasa fija 7.00% anual  |
| Tramo 2:                 | US\$2'790,000 a 7 años. Tasa fija 6.50% anual.  |
| Fecha de Emisión:        | 20 de diciembre de 2013.  |
| Saldo Actual (miles):    | US\$4,894.  |
| Cuotas Pagadas:          | 67 cuotas (al 30 de junio de 2019) de 120.  |
| Activos de Respaldo:     | Contrato de arrendamiento operativo firmado entre Cartonera Centroamericana S.A. y la Sociedad Inmobiliaria Mesoamericana S.A. de C.V. (empresas relacionadas). |

-----MM de US\$ al 30.06.2019-----

Activos: 8.03      Excedente: 0.33      Ingresos: 0.39

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

La información utilizada para el presente análisis comprendió los estados financieros auditados al 31 de diciembre de 2016, 2017 y 2018 y estados financieros no auditados al 30 de junio de 2018 y 2019 del Originador y del Fondo de Titularización, así como información financiera adicional por parte de la sociedad titularizadora y originador.

**Fundamento:** El Comité de Clasificación de Zumma Ratings, S.A. de C.V. Clasificadora de Riesgo, dictaminó mantener la calificación a las emisiones con cargo al Fondo de Titularización Ricorp Titularizadora Inmobiliaria Mesoamericana 01 (en adelante FTRTIME 01 o el Fondo) en AA-.sv, correspondiente a la titularización de derechos sobre el contrato de arrendamiento operativo firmado entre Cartonera Centroamericana S.A. (en adelante CARSA), y la Sociedad Inmobiliaria Mesoamericana S.A. de C.V. (en adelante IME), con base en la evaluación efectuada al 30 de junio de 2019. La perspectiva de calificación es Estable.

En la calificación de los Valores de Titularización se han considerado los siguientes aspectos: (i) el aumento en el nivel de flujos que genera la prenda sin desplazamiento de la cartera de clientes con respecto al canon de arrendamiento cedido a favor del Fondo; (ii) las dos cuotas mensuales de capital e intereses para cautelar desfases tempo-

rales en la recepción de flujos; (iii) la fianza emitida por una entidad bancaria de alta calidad crediticia a favor del Fondo, que garantiza una porción de las obligaciones contraídas por la emisión en circulación; (iv) el convenio de administración de las cuentas bancarias que mitiga el riesgo de desvío de recursos; (v) el mecanismo preventivo de aceleración de recursos, en caso exista un incumplimiento en los covenants de la estructura; y (vi) el resto de mejoradores incorporados en la estructura (cumplimiento de razones financieras, garantía de maquinaria e inmuebles y la cesión de pólizas de seguros a favor de los tenedores de valores).

En contraposición, la calificación de la emisión se ve condicionada por: (i) el activo subyacente concentrado en una sola fuente de flujos (contrato de arrendamiento) y (ii) los riesgos particulares del Originador operativo (CARSA) o en su industria.

El FTRTIME 01 colocó instrumentos de deuda (VTRTIME 01) en la plaza bursátil local en septiembre de 2013, para adquirir el contrato de arrendamiento operativo firmado entre CARSA e IME que incluye el derecho a percibir flujos futuros por arrendamiento. En ese contexto, los flujos de dicho contrato, como activo subyacente, constituyen el respaldo para el pago de capital e intereses por la emisión hecha por el Fondo.

**Flujos del contrato de arrendamiento vinculados con CARSA:** en opinión de Zumma Ratings, la calidad crediticia del contrato de arrendamiento está fuertemente vinculado a CARSA, debido a que el pago de los cánones de arrendamiento depende de la capacidad de pago de dicha compañía. Por tanto, CARSA tiene un rol relevante en la estructura.

CARSA se dedica a la fabricación y comercialización de cajas cartón corrugado especializadas para diferentes sectores. Mientras que IME, tiene como finalidad la adquisición de inmuebles y maquinaria para arrendarlos a compañías que pertenecen a su mismo grupo económico.

Ambas empresas forman parte del Grupo SigmaQ, destacando que este grupo es un proveedor de empaque integral con fuerte posición competitiva en la región. SigmaQ se dedica a la producción de bolsas, empaque corrugado, empaques flexibles, etiquetas y envases plásticos. Las sinergias con entidades del Grupo le permiten a CARSA obtener ventajas competitivas como: el aprovechamiento de economías de escala, la compra conjunta de insumos, entre otros. Por su parte, IME se beneficia de los negocios cautivos que le provee su Grupo por ser uno de los brazos financieros de SigmaQ.

**Prenda sin desplazamiento como mejorador en la estructura de titularización:** El contrato de arrendamiento operativo incorpora la constitución de una prenda sin desplazamiento de cartera por un plazo igual al contrato (10 años), integrada por clientes clase "A" de CARSA (prenda a favor del Fondo de Titularización). Cabe precisar que dicha prenda se refiere únicamente a la cartera de cobro comercial y no sobre saldos por cobrar a relacionadas. Los flujos de dicha cartera se concentran en una cuenta bancaria que nutre la cuenta pagadora del FTRTIME 01.

La cartera de clientes que integra dicha prenda registra un saldo de US\$1.3 millones al 30 de junio de 2019 (US\$1.04 millones a junio de 2018), consistente a lo reflejado en periodos anteriores. Adicionalmente, la calidad de la cartera de cobranza es relevante en la generación oportuna de fondos para la amortización de los títulos emitidos por el Fondo.

**Cumplimiento en razones financieras de CARSA e IME:** CARSA registró un nivel de deuda/EBITDA superior al límite (3.25x) en el análisis de cifras de junio de 2018. Lo anterior, se originó por la adquisición de un préstamo decreciente de largo plazo para sustituir algunas líneas de crédito de corto que habían financiado su plan de gasto de capital (Capex) y las mayores necesidades de liquidez.

Esta situación fue normalizada en la revisión de septiembre de 2018, en línea con el plan establecido por CARSA. Al 30 de junio de 2019, ambas entidades (IME y CARSA) registran cumplimiento en sus razones financieras.

Cabe mencionar que CARSA es avalista de algunas obligaciones adquiridas por empresas de su mismo Grupo;

haciendo notar que en caso se materializará alguna de ellas, presionaría los niveles de liquidez y/o deuda de CARSA. Por su parte, Zumma Ratings mantendrá el seguimiento a la evolución de los indicadores de ambas compañías.

**Convenio de administración de cuentas bancarias como mecanismo para aislar el subyacente a favor del FTRTIME 01:** IME, CARSA y Ricorp, como administrador del Fondo, acordaron que un tercero canalice los flujos de la cartera en prenda hacia el FTRTIME 01, mitigando el riesgo de desvío de fondos por parte de la entidad que los origina (CARSA). En este caso, la institución que maneja los flujos es Banco de América Central, S.A. (en adelante BAC).

El Convenio de administración de cuentas bancarias permite que los clientes que integran la prenda sin desplazamiento de CARSA depositan sus pagos en la cuenta colectora, que es mancomunada entre CARSA y el FTRTIME 01, y BAC transfiere automáticamente los flujos hacia la cuenta pagadora del Fondo hasta completar el monto de cesión mensual. Una vez completada la cuota a favor del Fondo, los excedentes de flujos son canalizados hacia CARSA.

**Perspectivas adversas en el precio del papel (principal insumo para la producción del corrugado) se reducen:**

En los primeros meses de 2019, CARSA manifestó que no se habían registrado aumentos en el precio del papel, determinado por una expansión en su oferta. Dicho desempeño contrasta con los importantes aumentos reflejados en 2017 y 2018.

Durante el contexto de alza en el precio del insumo del corrugado, CARSA se enfocó en fortalecer su posición de liquidez, aumentar el stock de inventarios, traslado de precios en el producto final e impulsar medidas orientadas a eficientizar el uso del papel, particularmente inversión en maquinaria y revisión de procesos.

Zumma Ratings opina que dicho factor exógeno es importante en el riesgo industria en el cual opera CARSA.

**Expansión en la cobertura de los flujos del activo subyacente sobre la cuota de cesión:** El nivel de cobertura que genera el flujo que ingresa a la cuenta colectora, proveniente de la prenda sin desplazamiento de la cartera por cobrar que respalda el contrato de arrendamiento, sobre la cuota de cesión se ubicó en 8.15 veces durante el primer semestre de 2019; haciendo notar la tendencia positiva. A la misma fecha, el rango de cobertura en dicho lapso de tiempo se ubicó entre 5.85x y 9.28x.

**Mecanismos de garantía de alta calidad con baja correlación con el activo subyacente:** El proceso de titularización incorpora una fianza de fiel cumplimiento emitida por BAC (calificada por Zumma Ratings en EAAA.sv), que garantiza el pago de los cánones de arrendamiento, equivalente al 15% del valor de la emisión en circulación. A criterio de Zumma Ratings, esta fianza se pondera favorablemente en la calificación de la titularización en virtud de la calidad crediticia del banco que la emite; valorándose como una protección adicional para los inversionistas en caso el contrato de arrendamiento no genere los flujos esperados.

**Vehículo de propósito especial con la liquidez necesaria para pagar obligaciones, acorde con su finalidad:**

El Fondo registra una tendencia decreciente de activos derivado de la captación de flujos mensuales, similar

comportamiento presenta el pasivo debido a la amortización de los títulos valores emitidos. Los activos de corto plazo del FTRTIME 01, integrados por el efectivo, inversiones y la porción por recibir de los flujos adquiridos, registran una cobertura de 2.15 veces sobre la deuda a corto plazo de los títulos emitidos al primer semestre de 2019 (2.27x en junio de 2018).

**Mecanismo de aceleración de fondos:** La estructura cuenta con dos mecanismos, que permiten al Fondo retener parcial o totalmente, los recursos que, de acuerdo al contrato de arrendamiento, deben ingresar a la cuenta colectora y/o ser transferidos a la cuenta excedentes a nombre de CARSA. El primer mecanismo es denominado “mecanismo preventivo de transferencia de los cánones”, estableciendo que, una vez pasado el tercer mes de haber iniciado el plazo de regularización, por incumplimiento de indicadores y obligaciones, BAC retendrá mensualmente de los excedentes a transferir a CARSA la suma de US\$200 mil en la cuenta colectora.

El segundo mecanismo consiste en la retención total de las cantidades de dinero excedentes que ingresen en la cuenta colectora, por parte de BAC. El evento antes mencionado se dará sí una vez finalizado el sexto mes de regularización, se mantiene el incumplimiento de las condiciones descritas en el contrato (razones financieras, el no pago de uno o más cánones consecutivos de arrendamiento y cualquier incumplimiento de obligaciones asociada a mecanismos de respaldos).

Durante la vigencia de la titularización, nunca ha sido activado el mecanismo de aceleración de recursos.

**Otras consideraciones en la titularización:** La operación incorpora otros mejoradores a favor de los inversionistas, particularmente: la garantía de maquinaria e inmuebles y la cesión de pólizas de seguros.

A criterio de Zumma Ratings, dichos aspectos contribuyen a mitigar parcialmente, escenarios de interrupción de flujos de manera temporal.

#### **Fortalezas**

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

#### **Debilidades**

1. Flujos del contrato de arrendamiento dependen de una sola entidad (CARSA).
2. Riesgos particulares de CARSA o en su industria.

#### **Oportunidades**

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

#### **Amenazas**

1. Desaceleración de actividad económica y comercial en los principales mercados en los que opera CARSA.
2. Encarecimiento en el costo de insumos para la producción del corrugado.

## ENTORNO ECONÓMICO

De acuerdo con datos del Fondo Monetario Internacional (FMI) y de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), las proyecciones de crecimiento real para 2019 de la economía salvadoreña son de 2.3% y 2.4%, respectivamente, tasas inferiores en relación con los demás países centroamericanos, a excepción de Nicaragua, y similar al crecimiento real en 2018 (2.5%). Entre los factores positivos que podrían mejorar la perspectiva de crecimiento de El Salvador se encuentran el impulso a los proyectos asociados a FOMILENIO y socios públicos-privados, la reducción esperada en los precios del petróleo, así como un flujo de remesas sostenido que compense parcialmente el déficit en la balanza comercial. En contrapartida, las altas tasas de criminalidad e inseguridad, el endurecimiento de la política migratoria y la desaceleración de la economía estadounidense, se posicionan como eventos adversos para la economía local.

Las exportaciones totales han incrementado en un 0.6% en agosto 2019, en relación a agosto 2018, correspondiendo a productos de la industria manufacturera como principal componente, mostrando un ligero aumento respecto al año anterior. Por otro lado, las importaciones reflejaron un crecimiento interanual del 3.8%, afectado principalmente por los bienes de consumo no duraderos. Diversos sectores incrementaron su volumen de importaciones interanualmente, mientras que la factura petrolera se ha reducido en 4.7%. Lo anterior, ha provocado un déficit de la balanza comercial interanual de \$3,991 millones, que representa un alza del 7.3% en comparación con agosto 2018.

Al 31 de agosto de 2019, las remesas han manifestado un crecimiento interanual de 4.1%, no obstante, debido a la política antimigrante de Estados Unidos podría afectar la dinámica de las remesas familiares, por lo que el Banco Central de Reserva supone reducciones en el ritmo de crecimiento de esta variable. Dichos flujos se convierten en una oportunidad de captación de recursos para la banca local. El crecimiento de la economía doméstica será un factor que determine las perspectivas de negocio y rentabilidad del sector financiero.

Los índices de endeudamiento que presenta el Gobierno de El Salvador se ubican en niveles elevados y con una tendencia al alza en los últimos años, explicada por las recurrentes necesidades de financiamiento para cubrir la brecha negativa entre ingresos y gastos. Con base a la reciente misión del FMI, se recomienda un ajuste fiscal de aproximadamente el 2% del PIB a lo largo de 2019 y 2020, para garantizar el cumplimiento de la Ley de Responsabilidad Fiscal (LFR) y reducir la deuda. En ese contexto, la calificación de riesgo a escala global del país se ubica en B- y B3 para las agencias de calificación S&P y Moody's, respectivamente, con perspectiva estable; reflejando las fragilidades en el perfil crediticio de El Salvador.

Frente a la coyuntura económica actual, el fortalecimiento de la seguridad ciudadana, el desarrollo económico, el cumplimiento a la LRF, así como las iniciativas y desempeño de la nueva administración de gobierno son claves

para mejorar las perspectivas económicas y de riesgo del país.

## DESCRIPCIÓN DE LA ESTRUCTURA

### Proceso de Titularización

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

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



Fuente: Ricorp Titularizadora, SA

### Propósito de la Emisión

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

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

El contrato de arrendamiento operativo fue firmado por IME y CARSA, de esta la manera, la primera es la Arrendante y la segunda es la Arrendataria.

Si bien IME ha cedido los derechos del Contrato de Arrendamiento, se valora que CARSA tiene un papel relevante en la estructura debido a que esta última permite cumplir con las cuotas y estimaciones contempladas en el contrato de arrendamiento operativo, a través de su gestión, estrategia e ingresos. En ese sentido, se considera a IME como el originador legal de la estructura y a CARSA como originador operativo. El contrato (de manera resumida) reúne las siguientes características:

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

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

### Plazo del Contrato

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

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

### Precio del Contrato y Forma de Pago

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

### Causales de caducidad del Contrato de Arrendamiento Operativo

El contrato señala que el plazo pactado caducará en los casos que más adelante se detallan, y por lo tanto, las obligaciones a cargo de CARSA y a favor de IME, o de su cesionario (en este caso el FTRTIME 01), y a discreción de este último, serán exigibles en su totalidad como si se tratara de plazo vencido y en consecuencia, CARSA debe-

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

### Condiciones especiales

CARSA se obliga a cumplir las siguientes razones financieras, durante el plazo original del contrato, o cualquiera de sus prórrogas si las hubiera. Los indicadores financieros serán calculados por IME o por quien esta designe, de forma trimestral. CARSA se compromete a mantener las razones financieras. Al 30 de junio de 2019, CARSA refleja los siguientes resultados en las razones financieras:

| INDICADORES CARSA                | Jun. 2019 | Límite | Evaluación   |
|----------------------------------|-----------|--------|--------------|
| EBITDA / Servicio de la Deuda    | 3.18      | > 1.60 | Cumplimiento |
| Deuda / Patrimonio               | 0.61      | < 0.85 | Cumplimiento |
| Deuda / EBITDA                   | 3.08      | < 3.25 | Cumplimiento |
| Utilidad Bruta/ Gastos Operación | 2.03      | > 1.4  | Cumplimiento |
| CxC Relacionadas / Patrimonio    | 0.34      | < 0.35 | Cumplimiento |

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

Después del incumplimiento sucedido con el indicador deuda/EBITDA en la revisión de cifras de junio de 2018, CARSA refleja una mejora relevante, acorde con su plan de normalización.

### Plazo de Regularización

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

### Mecanismo de Aceleración de Transferencia de los cánones

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

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

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

#### **Reparto de Utilidades**

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

#### **Terminación anticipada del Contrato**

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

#### **Obligaciones de CARSA**

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

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

#### **Mecanismos de Respaldo y Garantía.**

##### **Transferencia de Fondos**

CARSA deberá de pagar los cánones mensuales de arrendamiento, por medio del siguiente mecanismo de transferencia de fondos, CARSA deberá elegir una muestra de sus clientes clase “A”, definidos como aquellos a los que CARSA, en su giro ordinario de negocio, les facture durante la mayor parte del año, en adelante los “Clientes Clase A”, y cuya antigüedad de cuentas por cobrar no sea mayor a sesenta días hábiles, además, deberán ser clientes con una relación comercial de varios años.

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

Los fondos capturados en la Cuenta Colectora en exceso al valor del canon de arrendamiento de cada mes serán trasladados a otra cuenta que designe CARSA, única y exclusivamente después de haber cubierto el total del monto correspondiente al canon de arrendamiento del mes, y luego de que se haya hecho el depósito del monto correspondiente al canon de arrendamiento del mes a una tercera cuenta que designe CARSA o a quien le hayan sido legalmente cedidos los derechos del contrato de arrendamiento operativo.

Los fondos capturados por pago de clientes en la Cuenta Colectora, los pagos de cánones de arrendamiento a IME y la devolución de los excedentes a CARSA estarán bajo administración del Banco Administrador, a quien se le ha instruido por escrito y mediante la firma de un Convenio de Administración de Cuentas Bancarias, los montos

exactos a transferir entre cuentas y la prelación de estos pagos previo a devolver los fondos excedentes a CARSA. Los costos que se deriven de la suscripción de este Convenio de Administración de Cuentas Bancarias serán a cargo de CARSA.

#### Mecanismo de Sustitución de Clientes

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

#### Cesión de Beneficios de Póliza de Seguros de Lucro Cesante

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

Al cierre del primer semestre de 2019, dicho requisito refleja cumplimiento, de acuerdo al informe estados financieros intermedios del Fondo de Titularización.

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

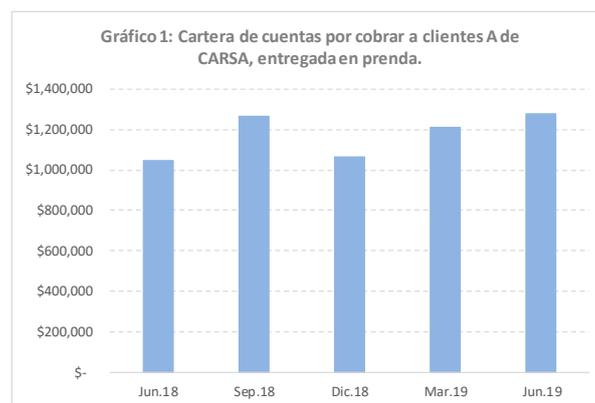
La cesión de beneficios de póliza de seguro contra todo riesgo sobre construcciones, mobiliario y equipo, a favor de IME, o a cualquier tercero a quien los derechos del contrato de arrendamiento operativo le hayan sido legalmente cedidos. La sociedad aseguradora deberá ser una sociedad de seguros local, cuya calificación de riesgo no sea menor de "A" con perspectiva estable o positiva, en caso que tenga más de una calificación pública, se tomará en cuenta la menor. Al 30 de junio de 2019, dicho requisito refleja cumplimiento.

#### Garantía sobre el pago del Canon de Arrendamiento

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

La cartera prendada deberá cumplir, durante el plazo que adelante se determinará, con los siguientes requisitos: a) representar un monto de US\$600,000 en concepto de cuentas por cobrar a los Clientes Clase A; b) deberán estar al día o con una mora inferior a sesenta días; c) estar denominados en Dólares; d) cumplir con cualquier requisito legal establecido en la legislación tributaria de El Salvador; e) los deudores no podrán encontrarse en incumplimiento de cualquier otra obligación pecuniaria alguna con CARSA; f) los Clientes Clase "A", deberán ser aquellos a los que CARSA, en su giro ordinario de negocio, les facture al menos seis meses en el año, y cuya antigüedad de cuentas por cobrar no sea mayor a sesenta días hábiles, además, deberán ser clientes con una relación comercial de varios años.

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



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

La cartera de clientes refleja un saldo de US\$1.3 millones al primer semestre de 2019, consistente a lo registrado en los últimos dos años.

#### Responsabilidad de IME

IME en razón a lo estipulado en el contrato de cesión y administración de derechos a favor del Fondo de Titularización, debe también cumplir con determinados covenants financieros durante la vigencia de la emisión calificada. Al 30 de junio de 2019, IME refleja los siguientes resultados en las razones financieras:

| INDICADORES IME              | Jun 2019 | Límite | Evaluación   |
|------------------------------|----------|--------|--------------|
| EBITDA / Gastos Financieros  | 6.60     | > 3.0  | Cumplimiento |
| Pasivo Ajustado / Patrimonio | 0.88     | < 4.0  | Cumplimiento |
| Pasivo Ajustado / EBITDA     | 2.06     | < 7.0  | Cumplimiento |

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

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

el cumplimiento de los parámetros establecidos informándose dicho cumplimiento al Representante de Tenedores.

Cabe precisar que IME no ha presentado incumplimiento de sus razones desde el inicio de la titularización.

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

#### **Nota sobre Incumplimiento de Indicadores.**

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

#### **Respaldo operativo de la Estructura Financiera**

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

##### **Cuenta Colectora**

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

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

##### **Cuenta Discrecional**

La sociedad titularizadora, actuando en su calidad de administradora del Fondo de Titularización, abrió en el BAC la denominada Cuenta Discrecional (a nombre del Fondo de Titularización). La funcionalidad de la referida Cuenta Discrecional es la siguiente: Durante todos los días de cada mes comprendidos dentro del plazo de la

Orden Irrevocable de Transferencia (OIT) a que se ha hecho referencia, el Banco Administrador procederá a realizar los cargos diarios en la Cuenta Colectora, hasta completar la cuantía de los cánones provenientes del Contrato de Arrendamiento Operativo. Dichas cuotas serán trasladadas mediante una OIT a la Cuenta Discrecional. La función de esta cuenta es mantener los fondos necesarios para realizar los pagos en beneficio de los Tenedores de los Valores de Titularización y demás acreedores del Fondo de Titularización, según el orden establecido en la prelación de pagos del Contrato de Titularización.

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

##### **Cuenta de Excedentes**

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

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

##### **Cuenta Restringida**

Es la cuenta bancaria o depósito a plazo abierto a nombre del Fondo de Titularización en el Banco Administrador, que servirán de respaldo para el pago de los Valores de Titularización, no debiendo ser menor a \$219,853.76.

La cuenta antes mencionada refleja un saldo de US\$219,853.76 al 30 de junio de 2019, correspondiendo el mismo a un depósito a plazo fijo por 90 días en BAC.

##### **Cuenta Reserva**

Es la cuenta bancaria o depósitos a plazo que será abierta a nombre del Fondo de Titularización en el Banco Administrador, a partir del mes 85, que acumulará los fondos

que servirán para el último pago de capital al final de la vigencia de la Emisión. La funcionalidad de esta cuenta será la siguiente: la Titularizadora realizará, desde la Cuenta Discrecional hacia la Cuenta de Reserva, las transferencias mensuales equivalentes a US\$43,589.96 durante el período comprendido entre el mes 85 y el mes 120 del plazo de la Emisión.

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

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

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

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

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

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

#### Tramos vigentes en el mercado

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

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

#### Descripción de la Sociedad Titularizadora

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

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

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

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

### GESTIÓN DE RIESGOS DEL FONDO DE TITULARIZACIÓN

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

El riesgo de crédito del activo subyacente es el principal riesgo que asume Ricorp, como administrador de fondos de titularización. En este sentido, la sociedad titularizadora realiza un análisis sobre la calidad del activo subyacente por medio de la síntesis de la información histórica y el comportamiento de pago; así como el grado reputacional del potencial originador.

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

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

### ANÁLISIS DEL FONDO DE TITULARIZACIÓN

Durante el primer semestre de 2019, el Fondo de Titularización ha recibido los flujos provenientes del contrato de arrendamiento, de acuerdo con los plazos pactados y ha podido hacer frente al servicio de la deuda de la emisión

VTRTIME 01. En ese contexto, el saldo de dicha colocación evidenció una disminución interanual del 15.9%.

En términos de liquidez, los activos de corto plazo del FTRTIME 01, integrados por el efectivo, inversiones y la porción por recibir de los flujos adquiridos, registran una cobertura de 2.15 veces sobre la deuda a corto plazo de los títulos emitidos al primer semestre de 2019 (2.27x en junio de 2018).

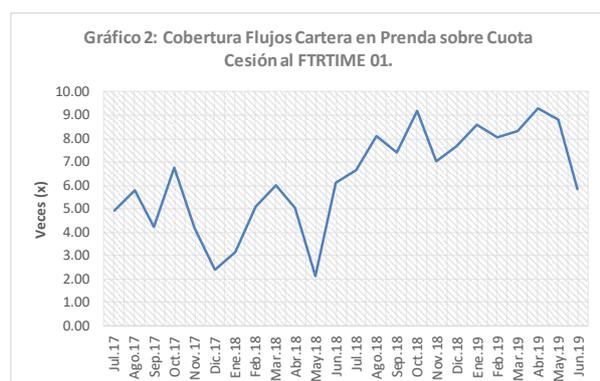
## PERFIL DEL ORIGINADOR LEGAL

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

Los activos productivos de IME reflejan una tendencia creciente en los últimos periodos, totalizando US\$17.6 millones a junio de 2019. El activo fijo es el principal componente del balance (76%), integrado por maquinaria, vehículos, equipos que arrienda a empresas relacionadas.

IME tiene como planes estratégicos seguir apoyando las operaciones de entidades del grupo SigmaQ y buscar planes orientados a disminuir su costo financiero para beneficio de sus clientes. Cabe precisar que, IME registra un préstamo que otorgó a CARSA, su saldo es de \$3.5 millones al primer semestre de 2019.

En los primeros seis meses de 2019, los pasivos de IME exhiben una contracción interanual del 11%, a la luz de las amortizaciones del pasivo por titularización y la cancelación de préstamos de largo plazo. El 63% de las obligaciones financieras de IME corresponde al programa de titularización calificado y el 37% restante, son certificados de inversión (CIIMS A 01).



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

Consistente a lo mostrado en periodos previos, la expansión en las operaciones de IME (compra de maquinaria industrial, terrenos, edificios, vehículos, operaciones de arrendamiento, préstamos a relacionadas, entre otros) desde el inicio de sus operaciones, ha favorecido la tendencia positiva en la captación de ingresos y en la generación de resultados. Así, la utilidad neta registra un aumen-

to interanual del 9.2%, incidiendo positivamente en el desempeño financiero de la compañía.

Por otra parte, la cobertura promedio mensual del flujo que proviene de la Cartera de Clientes clase "A" de CARSA sobre la cuota de cesión fue de 8.15 veces durante el primer semestre de 2019, superior a lo mostrado en similar periodo de 2018 (4.58 veces), en virtud de la mayor captación de recursos en la cuenta colectora.

## PERFIL DE CARSA

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

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

### Operaciones

El modelo de negocio de CARSA se beneficia de las sinergias y relaciones con entidades de su Grupo (adquisición conjunta de insumos, economías de escala, apoyo en la producción, entre otros). SigmaQ cuenta para el segmento de corrugado 3 plantas de producción en Centroamérica (El Salvador, Honduras y Guatemala), CARSA es una de ellas y es de las empresas con mayor trayectoria y capacidad dentro del grupo corrugado.

Las ventas de CARSA reflejaron una leve disminución interanual del 1.6% a junio de 2019; sin embargo, la compañía espera cerrar 2019 con una expansión de negocios en torno al 1.2%.



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

Por otra parte, CARSA comercializa sus productos en el mercado local y regional; haciendo notar que el 62.3% de las ventas fueron exportaciones a junio de 2019, princi-

palmente a Centroamérica. En este sentido, la tendencia de la economía regional es clave en el desempeño operativo de CARSA, dado que los cinco principales países donde la compañía vende sus productos se encuentran en Centroamérica.

Se pondera favorablemente en el perfil de la compañía, el largo historial comercial con sus principales clientes. Cabe precisar que CARSA atiende una amplia variedad de sectores (alimentos, agricultura, comercio, textil, entre otros); permitiendo diversificar relativamente su riesgo de concentración en industrias específicas.

Después que el precio del papel reflejó un repunte significativo vinculado a factores de oferta y demanda, el precio de dicho insumo mostró un comportamiento de estabilidad durante el primer semestre de 2019. El principal enfoque de CARSA en el periodo de análisis ha sido implementar medidas orientadas a eficientizar el uso del papel, particularmente inversión en maquinaria y revisión de procesos.

#### **Activos**

Durante el primer semestre de 2019, los activos de la compañía registran una leve contracción del 0.3%, explicado por el efecto neto en la disminución en el volumen de inventarios y la expansión en cuentas por cobrar a relacionadas.

En el contexto de incrementos en el precio del papel, CARSA registró aumento de inventarios durante 2018, principalmente de materia prima, con el objetivo de contar con disponibilidad de papel para la producción y de evitar adquirir este insumo a precios altos. A junio de 2019, la acumulación de materia prima se ha desacelerado, en virtud del comportamiento de los precios de papel.

Un elemento a señalar es que la compañía ha realizado inversiones en programas y aplicaciones informáticas para reducir el volumen de desperdicios de papel, coordinar de mejor manera la adquisición de insumos y eficientizar todo el proceso de producción del cartón corrugado.

#### **Estructura de Fondeo y Capital**

El fondeo de CARSA se fundamenta en líneas de crédito de corto plazo, el préstamo con una relacionada (IME) y,

en menor proporción, proveedores de insumos para el proceso de producción. Durante el primer semestre de 2019, la compañía pagó el préstamo decreciente de largo plazo por medio de la línea rotativa.

Es relevante señalar que el endeudamiento de CARSA ha bajado en sintonía con las menores necesidades de financiamiento por la estabilización en los precios internacionales del papel. A juicio de Zumma Ratings, el financiamiento podría aumentar por los planes de inversión en equipo y maquinaria.

La posición de solvencia de la compañía es saludable derivado de la acumulación de resultados. La relación patrimonio/activos mejora 57.5% desde 50.2% en el lapso de doce meses.

#### **Liquidez**

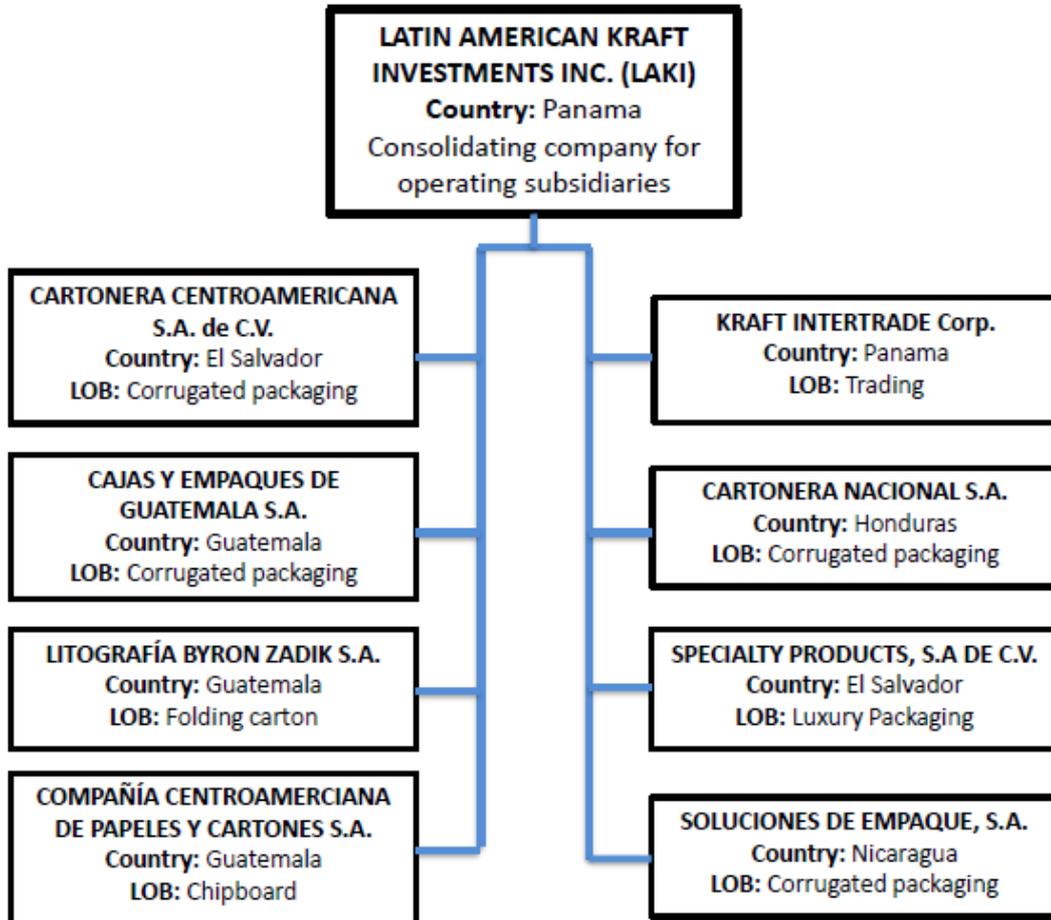
Se señala en el análisis el adecuado flujo operativo del negocio, la recurrencia en el uso de líneas de crédito de corto plazo y la capacidad de obtener fondeo a través de relacionadas (venta de activos especializados y préstamos). Asimismo, el ciclo promedio de conversión de efectivo se mantiene estable, ubicándose en 162 días a junio de 2019 (164 días en junio de 2018); haciendo notar la mayor rotación de inventarios (58 días versus 76 días).

#### **EBITDA y cobertura de gasto financiero**

El EBITDA de CARSA registra, en términos generales, estabilidad; a pesar de la leve disminución en ventas, debido al control de gastos operativos y costos en la producción. Adicionalmente, el flujo neto de la actividad operativa de la compañía ha sido canalizado hacia el gasto en capital (Capex) y el pago de obligaciones financieras.

La cobertura del EBITDA sobre gastos financieros del periodo pasa a 2.3 veces desde 2.2 veces en el lapso de doce meses; considerando que, dicha cobertura podría ampliarse en caso se mantengan los niveles actuales de deuda. Por otra parte, la razón deuda/EBITDA (a doce meses) se ubica en 3.08 veces; haciendo notar la reversión en la tendencia creciente de los últimos años. La administración prevé, al cierre de 2019, que este indicador se mantenga similar al registrado en 2018.

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



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

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

Balance General

Miles de dólares de los Estados Unidos de América

|   | Dic.16        | %           | Dic.17        | %           | Jun.18        | %           | Dic.18        | %           | Jun.19        | %           |
|---|---------------|-------------|---------------|-------------|---------------|-------------|---------------|-------------|---------------|-------------|
| <b>ACTIVO</b>   |               |             |               |             |               |             |               |             |               |             |
| <b>Activo Corriente</b>   |               |             |               |             |               |             |               |             |               |             |
| Efectivo  | 4,805         | 15%         | 6,556         | 18%         | 7,007         | 18%         | 3,785         | 11%         | 3,931         | 11%         |
| Cuentas por cobrar - netas                                      | 3,819         | 12%         | 4,897         | 14%         | 6,591         | 17%         | 6,090         | 17%         | 6,453         | 18%         |
| Cuentas por cobrar con compañías relacionadas                   | 6,232         | 20%         | 5,838         | 16%         | 5,794         | 15%         | 5,601         | 16%         | 7,010         | 20%         |
| Inventarios - netos   | 5,310         | 17%         | 5,676         | 16%         | 6,948         | 18%         | 7,148         | 20%         | 5,323         | 15%         |
| Gastos pagados por anticipado                                   | 547           | 2%          | 479           | 1%          | 369           | 1%          | 473           | 1%          | 333           | 1%          |
| <b>Total de Activo Corriente</b>                                | <b>20,713</b> | <b>65%</b>  | <b>23,446</b> | <b>66%</b>  | <b>26,708</b> | <b>69%</b>  | <b>23,097</b> | <b>65%</b>  | <b>23,051</b> | <b>65%</b>  |
| <b>Activo no Corriente</b>                                      |               |             |               |             |               |             |               |             |               |             |
| Propiedad, planta y equipo - neto                               | 11,065        | 35%         | 12,246        | 34%         | 12,274        | 31%         | 12,092        | 34%         | 12,512        | 35%         |
| Activos intangibles y otros activos - netos                     | 8             | 0%          | 4             | 0%          | -             | 0%          | 469           | 1%          | -             | 0%          |
| <b>Total activo no circulante</b>                               | <b>11,072</b> | <b>35%</b>  | <b>12,250</b> | <b>34%</b>  | <b>12,274</b> | <b>31%</b>  | <b>12,561</b> | <b>35%</b>  | <b>12,512</b> | <b>35%</b>  |
| <b>Total Activo</b>   | <b>31,785</b> | <b>100%</b> | <b>35,696</b> | <b>100%</b> | <b>38,982</b> | <b>100%</b> | <b>35,658</b> | <b>100%</b> | <b>35,563</b> | <b>100%</b> |
| <b>PASIVO</b>   |               |             |               |             |               |             |               |             |               |             |
| <b>Pasivo Corriente</b>   |               |             |               |             |               |             |               |             |               |             |
| Proveedores y otras cuentas por pagar                           | 1,856         | 6%          | 3,949         | 11%         | 1,448         | 4%          | 1,540         | 4%          | 1,110         | 3%          |
| Cuentas por pagar a compañías relacionadas                      | 389           | 1%          | 407           | 1%          | 383           | 1%          | 203           | 1%          | 358           | 1%          |
| Vencimiento corriente de arrendamiento financiero a largo plazo | -             | 0%          | -             | 0%          | -             | 0%          | -             | 0%          | -             | 0%          |
| Préstamos bancarios a corto plazo                               | 6,764         | 21%         | 8,043         | 23%         | 9,229         | 24%         | 6,805         | 19%         | 8,900         | 25%         |
| Vencimiento corriente de préstamos a largo plazo                | -             | 0%          | -             | 0%          | 692           | 2%          | -             | 0%          | -             | 0%          |
| Provisiones   | 610           | 2%          | 351           | 1%          | 649           | 2%          | 476           | 1%          | 918           | 3%          |
| <b>Total de pasivo corriente</b>                                | <b>9,618</b>  | <b>30%</b>  | <b>12,751</b> | <b>36%</b>  | <b>12,401</b> | <b>32%</b>  | <b>9,024</b>  | <b>25%</b>  | <b>11,287</b> | <b>32%</b>  |
| <b>Pasivo no Corriente</b>                                      |               |             |               |             |               |             |               |             |               |             |
| Obligación laboral  | 320           | 1%          | 320           | 1%          | 307           | 1%          | 302           | 1%          | 315           | 1%          |
| Préstamos bancarios a largo plazo menos vencimiento corriente   | -             | 0%          | -             | 0%          | 3,197         | 8%          | 2,831         | 8%          | -             | 0%          |
| Otras cuentas por pagar a largo plazo                           | 3,500         | 11%         | 3,500         | 10%         | 3,500         | 9%          | 3,500         | 10%         | 3,500         | 10%         |
| <b>Total pasivo no circulante</b>                               | <b>3,820</b>  | <b>12%</b>  | <b>3,820</b>  | <b>11%</b>  | <b>7,005</b>  | <b>18%</b>  | <b>6,633</b>  | <b>19%</b>  | <b>3,815</b>  | <b>11%</b>  |
| <b>Total pasivo</b>   | <b>13,438</b> | <b>42%</b>  | <b>16,571</b> | <b>46%</b>  | <b>19,405</b> | <b>50%</b>  | <b>15,657</b> | <b>44%</b>  | <b>15,101</b> | <b>42%</b>  |
| <b>PATRIMONIO</b>   |               |             |               |             |               |             |               |             |               |             |
| Capital Social  | 7,200         | 23%         | 7,200         | 20%         | 7,200         | 18%         | 7,392         | 21%         | 7,392         | 21%         |
| Reserva Legal   | 1,070         | 3%          | 1,151         | 3%          | 1,151         | 3%          | 1,270         | 4%          | 1,270         | 4%          |
| Superávit por revaluación                                       | 2,243         | 7%          | 2,867         | 8%          | 2,867         | 7%          | 2,723         | 8%          | 2,723         | 8%          |
| Utilidades retenidas  | 7,130         | 22%         | 6,412         | 18%         | 7,908         | 20%         | 7,232         | 20%         | 8,617         | 24%         |
| Utilidades del ejercicio  | 705           | 2%          | 1,495         | 4%          | 452           | 1%          | 1,385         | 4%          | 460           | 1%          |
| <b>Total patrimonio</b>   | <b>18,347</b> | <b>58%</b>  | <b>19,125</b> | <b>54%</b>  | <b>19,577</b> | <b>50%</b>  | <b>20,002</b> | <b>56%</b>  | <b>20,461</b> | <b>58%</b>  |
| <b>Total pasivo y patrimonio</b>                                | <b>31,785</b> | <b>100%</b> | <b>35,696</b> | <b>100%</b> | <b>38,982</b> | <b>100%</b> | <b>35,658</b> | <b>100%</b> | <b>35,563</b> | <b>100%</b> |

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

Estados de Resultados

Miles de dólares de los Estados Unidos de América

|  | Dic.16        | %           | Dic.17        | %           | Jun.18        | %           | Dic.18        | %           | Jun.19        | %           |
|--|---------------|-------------|---------------|-------------|---------------|-------------|---------------|-------------|---------------|-------------|
| <b>Ingresos</b>  |               |             |               |             |               |             |               |             |               |             |
| Ingresos   | 34,806        | 100%        | 37,398        | 100%        | 20,567        | 100%        | 36,666        | 100%        | 20,232        | 100%        |
| <b>Total de ingresos</b>                                   | <b>34,806</b> | <b>100%</b> | <b>37,398</b> | <b>100%</b> | <b>20,567</b> | <b>100%</b> | <b>36,666</b> | <b>100%</b> | <b>20,232</b> | <b>100%</b> |
| <b>Costo de Ventas</b>                                     |               |             |               |             |               |             |               |             |               |             |
| Costo de Venta   | 28,103        | 81%         | 30,437        | 81%         | 16,562        | 81%         | 29,142        | 79%         | 16,456        | 81%         |
| <b>Total costo de venta</b>                                | <b>28,103</b> | <b>81%</b>  | <b>30,437</b> | <b>81%</b>  | <b>16,562</b> | <b>81%</b>  | <b>29,142</b> | <b>79%</b>  | <b>16,456</b> | <b>81%</b>  |
| <b>Utilidad bruta</b>                                      | <b>6,703</b>  | <b>19%</b>  | <b>6,961</b>  | <b>19%</b>  | <b>4,005</b>  | <b>19%</b>  | <b>7,525</b>  | <b>21%</b>  | <b>3,776</b>  | <b>19%</b>  |
| Gastos de distribución y venta                             | 2,563         | 7%          | 2,609         | 7%          | 1,536         | 7%          | 2,417         | 7%          | 1,308         | 6%          |
| Gastos de Administración                                   | 1,753         | 5%          | 1,683         | 4%          | 870           | 4%          | 1,747         | 5%          | 893           | 4%          |
| <b>Total gastos de operación</b>                           | <b>4,316</b>  | <b>12%</b>  | <b>4,292</b>  | <b>11%</b>  | <b>2,406</b>  | <b>12%</b>  | <b>4,163</b>  | <b>11%</b>  | <b>2,201</b>  | <b>11%</b>  |
| <b>Utilidad de operación</b>                               | <b>2,387</b>  | <b>7%</b>   | <b>2,669</b>  | <b>7%</b>   | <b>1,600</b>  | <b>8%</b>   | <b>3,361</b>  | <b>9%</b>   | <b>1,575</b>  | <b>8%</b>   |
| Gastos Financieros   | 964           | 3%          | 1,229         | 3%          | 734           | 4%          | 1,430         | 4%          | 689           | 3%          |
| Depreciación   | 32            | 0%          | 28            | 0%          | 324           | 2%          | 28            | 0%          | 382           | 2%          |
| Amortización   | -             | 0%          | -             | 0%          | -             | 0%          | -             | 0%          | -             | 0%          |
| Diferencia en cambio                                       | -             | 0%          | -             | 0%          | (10)          | 0%          | -             | 0%          | -             | 0%          |
| Otros ingresos (gastos) - netos                            | 348           | 1%          | 252           | 1%          | 2             | 0%          | 207           | 1%          | (14)          | 0%          |
| <b>Total otros gastos</b>                                  | <b>1,344</b>  | <b>2%</b>   | <b>1,510</b>  | <b>3%</b>   | <b>1,050</b>  | <b>4%</b>   | <b>1,665</b>  | <b>3%</b>   | <b>1,057</b>  | <b>3%</b>   |
| <b>(Pérdida) utilidad antes de impuesto sobre la renta</b> | <b>1,043</b>  | <b>5%</b>   | <b>1,159</b>  | <b>5%</b>   | <b>550</b>    | <b>4%</b>   | <b>1,696</b>  | <b>6%</b>   | <b>518</b>    | <b>4%</b>   |
| Impuesto sobre la Renta                                    | 339           | 1%          | 430           | 1%          | 99            | 0%          | 312           | 1%          | 59            | 0%          |
| <b>Utilidad Neta</b>                                       | <b>705</b>    | <b>4%</b>   | <b>729</b>    | <b>3%</b>   | <b>452</b>    | <b>4%</b>   | <b>1,385</b>  | <b>5%</b>   | <b>460</b>    | <b>4%</b>   |
| Revaluación de propiedad, planta y equipo                  | -             | 0%          | 766           | 2%          | -             | 0%          | -             | 0%          | -             | 0%          |
| Baja de Superávit  | -             | 0%          | -             | 0%          | -             | 0%          | -             | 0%          | -             | 0%          |
| <b>Utilidades integrales del año</b>                       | <b>705</b>    | <b>4%</b>   | <b>1,495</b>  | <b>5%</b>   | <b>452</b>    | <b>4%</b>   | <b>1,385</b>  | <b>5%</b>   | <b>460</b>    | <b>4%</b>   |

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

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

Balance General

Miles de dólares de los Estados Unidos de América

|  | Dic.16        | %           | Dic.17        | %           | Jun.18        | %           | Dic.18        | %           | Jun.19        | %           |
|--|---------------|-------------|---------------|-------------|---------------|-------------|---------------|-------------|---------------|-------------|
| <b>ACTIVO</b>  |               |             |               |             |               |             |               |             |               |             |
| <b>Activo Corriente</b>  |               |             |               |             |               |             |               |             |               |             |
| Efectivo   | 67            | 0%          | 202           | 1%          | 125           | 1%          | 177           | 1%          | 143           | 1%          |
| Disponible restringido   | 220           | 1%          | 220           | 1%          | -             | 0%          | 220           | 1%          | -             | 0%          |
| Costos Amortizables por titularización   | 208           | 1%          | -             | 0%          | -             | 0%          | -             | 0%          | -             | 0%          |
| Cuentas y Documentos por cobrar  | 39            | 0%          | 37            | 0%          | -             | 0%          | 47            | 0%          | 264           | 2%          |
| Cuentas por cobrar a relacionadas  | 370           | 2%          | 347           | 2%          | 527           | 3%          | 54            | 0%          | -             | 0%          |
| Gastos pagados por anticipado  | -             | 0%          | -             | 0%          | 61            | 0%          | -             | 0%          | 57            | 0%          |
| <b>Total de Activo Corriente</b>   | <b>905</b>    | <b>5%</b>   | <b>805</b>    | <b>5%</b>   | <b>713</b>    | <b>4%</b>   | <b>498</b>    | <b>3%</b>   | <b>463</b>    | <b>3%</b>   |
| <b>Activo no Corriente</b>   |               |             |               |             |               |             |               |             |               |             |
| Propiedad planta y equipo (neto)   | 12,874        | 72%         | 13,172        | 74%         | 12,734        | 74%         | 13,764        | 77%         | 13,404        | 76%         |
| Préstamo por cobrar a compañías relacionadas a LP                              | 3,500         | 20%         | 3,500         | 20%         | 3,500         | 20%         | 3,500         | 19%         | 3,500         | 20%         |
| Cuentas por cobrar a relacionadas a LP   | 284           | 2%          | -             | 0%          | -             | 0%          | -             | 0%          | -             | 0%          |
| Activos por impuestos diferidos  | 384           | 2%          | 318           | 2%          | 318           | 2%          | 200           | 1%          | 200           | 1%          |
| <b>Total activo no circulante</b>  | <b>17,042</b> | <b>95%</b>  | <b>16,991</b> | <b>95%</b>  | <b>16,552</b> | <b>96%</b>  | <b>17,464</b> | <b>97%</b>  | <b>17,104</b> | <b>97%</b>  |
| <b>Total Activo</b>  | <b>17,947</b> | <b>100%</b> | <b>17,796</b> | <b>100%</b> | <b>17,265</b> | <b>100%</b> | <b>17,961</b> | <b>100%</b> | <b>17,567</b> | <b>100%</b> |
| <b>PASIVO</b>  |               |             |               |             |               |             |               |             |               |             |
| <b>Pasivo Corriente</b>  |               |             |               |             |               |             |               |             |               |             |
| Vencimiento corriente de pasivo financiero por titularización a largo plazo    | 838           | 5%          | 858           | 5%          | 939           | 5%          | 926           | 5%          | 1,265         | 7%          |
| Vencimiento corriente de cuentas por pagar a LP                                | 270           | 2%          | 278           | 2%          | 667           | 4%          | -             | 0%          | -             | 0%          |
| Cuentas por pagar  | 65            | 0%          | 81            | 0%          | 412           | 2%          | 247           | 1%          | 207           | 1%          |
| Cuentas por pagar a compañías relacionadas                                     | 478           | 3%          | 510           | 3%          | -             | 0%          | 197           | 1%          | -             | 0%          |
| Vencimiento corriente de préstamo bancario LP                                  | 62            | 0%          | 193           | 1%          | -             | 0%          | 203           | 1%          | -             | 0%          |
| Vencimiento corriente arrendamiento financiero a LP                            | 327           | 2%          | 395           | 2%          | -             | 0%          | 240           | 1%          | -             | 0%          |
| Otros pasivos  | 50            | 0%          | 71            | 0%          | 153           | 1%          | 92            | 1%          | 136           | 1%          |
| <b>Total de pasivo corriente</b>   | <b>2,090</b>  | <b>12%</b>  | <b>2,387</b>  | <b>13%</b>  | <b>2,172</b>  | <b>13%</b>  | <b>1,905</b>  | <b>11%</b>  | <b>1,607</b>  | <b>9%</b>   |
| <b>Pasivo no Corriente</b>   |               |             |               |             |               |             |               |             |               |             |
| Pasivo financiero por titularización a largo plazo menos vencimiento corriente | 6,262         | 35%         | 5,279         | 30%         | 4,894         | 28%         | 4,365         | 24%         | 4,602         | 26%         |
| Préstamo bancario a largo plazo  | 137           | 1%          | 564           | 3%          | 886           | 5%          | 358           | 2%          | -             | 0%          |
| Cuentas por pagar a largo plazo  | 278           | 2%          | -             | 0%          | -             | 0%          | -             | 0%          | -             | 0%          |
| Arrendamiento financiero LP  | 892           | 5%          | 666           | 4%          | -             | 0%          | 427           | 2%          | -             | 0%          |
| Certificados Inversión   | 3,500         | 20%         | 3,500         | 20%         | 3,500         | 20%         | 3,500         | 19%         | 3,500         | 20%         |
| Pasivo por impuesto diferido   | 899           | 5%          | 974           | 5%          | 974           | 6%          | 1,345         | 7%          | 1,345         | 8%          |
| <b>Total pasivo</b>  | <b>14,058</b> | <b>78%</b>  | <b>13,371</b> | <b>75%</b>  | <b>12,426</b> | <b>72%</b>  | <b>11,899</b> | <b>66%</b>  | <b>11,054</b> | <b>63%</b>  |
| Capital social   | 2,302         | 13%         | 2,302         | 13%         | 2,302         | 13%         | 2,302         | 13%         | 2,302         | 13%         |
| Instrumento financiero de patrimonio   | -             | 0%          | -             | 0%          | -             | 0%          | -             | 0%          | -             | 0%          |
| Utilidades Retenidas y Superavit por revaluación                               | 1,149         | 6%          | 1,451         | 8%          | 2,123         | 12%         | 3,119         | 17%         | 3,760         | 21%         |
| Resultado del periodo  | 438           | 2%          | 672           | 4%          | 414           | 2%          | 641           | 4%          | 452           | 3%          |
| <b>Total patrimonio</b>  | <b>3,889</b>  | <b>22%</b>  | <b>4,425</b>  | <b>25%</b>  | <b>4,839</b>  | <b>28%</b>  | <b>6,062</b>  | <b>34%</b>  | <b>6,513</b>  | <b>37%</b>  |
| <b>Total pasivo más patrimonio</b>   | <b>17,947</b> | <b>100%</b> | <b>17,796</b> | <b>100%</b> | <b>17,264</b> | <b>100%</b> | <b>17,961</b> | <b>100%</b> | <b>17,567</b> | <b>100%</b> |

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

Miles de dólares de los Estados Unidos de América

|   | Dic.16       | %           | Dic.17       | %           | Jun.18       | %           | Dic.18       | %           | Jun.19       | %           |
|---|--------------|-------------|--------------|-------------|--------------|-------------|--------------|-------------|--------------|-------------|
| <b>Ingresos</b>                             |              |             |              |             |              |             |              |             |              |             |
| Ingresos                                    | 2,099        | 100%        | 2,615        | 100%        | 1,621        | 100%        | 2,777        | 100%        | 1,693        | 100%        |
| <b>Total de ingresos</b>                    | <b>2,099</b> | <b>100%</b> | <b>2,615</b> | <b>100%</b> | <b>1,621</b> | <b>100%</b> | <b>2,777</b> | <b>100%</b> | <b>1,693</b> | <b>100%</b> |
| Costos                                      | 1,539        | 73%         | 1,704        | 65%         | 1,065        | 66%         | 1,748        | 63%         | 1,043        | 62%         |
| <b>Utilidad Bruta</b>                       | <b>560</b>   | <b>27%</b>  | <b>911</b>   | <b>35%</b>  | <b>556</b>   | <b>34%</b>  | <b>1,029</b> | <b>37%</b>  | <b>651</b>   | <b>38%</b>  |
| <b>Gastos de administración y operación</b> |              |             |              |             |              |             |              |             |              |             |
| Gastos administrativos                      | 8            | 0%          | 87           | 3%          | 65           | 4%          | 141          | 5%          | 109          | 6%          |
| Gastos financieros                          | 0.1          | 0%          | -            | 0%          | -            | 0%          | -            | 0%          | -            | 0%          |
| <b>Total gastos de administración</b>       | <b>8</b>     | <b>0%</b>   | <b>87</b>    | <b>3%</b>   | <b>65</b>    | <b>4%</b>   | <b>141</b>   | <b>5%</b>   | <b>109</b>   | <b>6%</b>   |
| <b>Resultado de operación</b>               | <b>552</b>   | <b>26%</b>  | <b>824</b>   | <b>32%</b>  | <b>492</b>   | <b>30%</b>  | <b>889</b>   | <b>32%</b>  | <b>541</b>   | <b>32%</b>  |
| Otros Ingresos (Gastos)                     | 70           | 3%          | 31           | 1%          | (2)          | 0%          | 82           | 3%          | (11)         | -1%         |
| <b>Resultado antes de impuestos</b>         | <b>621</b>   | <b>30%</b>  | <b>855</b>   | <b>33%</b>  | <b>490</b>   | <b>30%</b>  | <b>971</b>   | <b>35%</b>  | <b>530</b>   | <b>31%</b>  |
| Impuesto a la renta                         | 184          | 9%          | 182          | 7%          | 76           | 5%          | 330          | 12%         | 79           | 5%          |
| <b>Resultado neto</b>                       | <b>438</b>   | <b>21%</b>  | <b>672</b>   | <b>26%</b>  | <b>414</b>   | <b>26%</b>  | <b>641</b>   | <b>23%</b>  | <b>452</b>   | <b>27%</b>  |

**Anexo 4. Estados financieros del Fondo de Titularización FTRTIME 01**

**Fondo de Titularización - Ricorp Titulizadora - Inmobiliaria Mesoamericana Cero Uno**

**Balance General**

Miles de dólares de los Estados Unidos de América

|  | Dic.16        | %           | Dic.17        | %           | Jun.18       | %           | Dic.18       | %           | Jun.19       | %           |
|--|---------------|-------------|---------------|-------------|--------------|-------------|--------------|-------------|--------------|-------------|
| <b>ACTIVO</b>  |               |             |               |             |              |             |              |             |              |             |
| <b>Activo Corriente</b>                                |               |             |               |             |              |             |              |             |              |             |
| Bancos   | 187           | 2%          | 192           | 2%          | 208          | 2%          | 191          | 2%          | 212          | 3%          |
| Cartera de inversiones                                 | 220           | 2%          | 220           | 2%          | 220          | 2%          | 220          | 2%          | 220          | 3%          |
| Activos de titularización                              | 1,658         | 14%         | 1,691         | 16%         | 1,708        | 18%         | 1,722        | 19%         | 1,722        | 21%         |
| Rendimientos por cobrar                                | 1             | 0%          | 1             | 0%          | 0            | 0%          | 0            | 0%          | 0            | 0%          |
| <b>Total de Activo Corriente</b>                       | <b>2,066</b>  | <b>17%</b>  | <b>2,104</b>  | <b>20%</b>  | <b>2,136</b> | <b>22%</b>  | <b>2,133</b> | <b>24%</b>  | <b>2,155</b> | <b>27%</b>  |
| <b>Activo no Corriente</b>                             |               |             |               |             |              |             |              |             |              |             |
| Activos en titularización largo plazo                  | 10,160        | 83%         | 8,468         | 80%         | 7,607        | 78%         | 6,746        | 76%         | 5,885        | 73%         |
| <b>Total activo no circulante</b>                      | <b>10,160</b> | <b>83%</b>  | <b>8,468</b>  | <b>80%</b>  | <b>7,607</b> | <b>78%</b>  | <b>6,746</b> | <b>76%</b>  | <b>5,885</b> | <b>73%</b>  |
| <b>Total Activo</b>                                    | <b>12,226</b> | <b>100%</b> | <b>10,572</b> | <b>100%</b> | <b>9,744</b> | <b>100%</b> | <b>8,879</b> | <b>100%</b> | <b>8,039</b> | <b>100%</b> |
| <b>PASIVO</b>  |               |             |               |             |              |             |              |             |              |             |
| <b>Pasivo Corriente</b>                                |               |             |               |             |              |             |              |             |              |             |
| Comisiones por pagar                                   | 0             | 0%          | 0             | 0%          | 0            | 0%          | 0            | 0%          | 0            | 0%          |
| Honorarios profesionales por pagar                     | -             | 0%          | 0             | 0%          | -            | 0%          | -            | 0%          | -            | 0%          |
| Otras cuentas por pagar                                | 0             | 0%          | 0             | 0%          | 0            | 0%          | 0            | 0%          | 0            | 0%          |
| Obligaciones por titularización corto plazo            | 854           | 7%          | 911           | 9%          | 939          | 10%         | 971          | 11%         | 1,002        | 12%         |
| Impuestos y retenciones por pagar                      | 0             | 0%          | 0             | 0%          | -            | 0%          | 0            | 0%          | 0            | 0%          |
| <b>Total de pasivo corriente</b>                       | <b>854</b>    | <b>7%</b>   | <b>911</b>    | <b>9%</b>   | <b>939</b>   | <b>10%</b>  | <b>971</b>   | <b>11%</b>  | <b>1,002</b> | <b>12%</b>  |
| <b>Pasivo no Corriente</b>                             |               |             |               |             |              |             |              |             |              |             |
| Obligaciones por titularización largo plazo            | 6,262         | 51%         | 5,366         | 51%         | 4,894        | 50%         | 4,407        | 50%         | 3,902        | 49%         |
| Ingresos diferidos                                     | 4,856         | 40%         | 4,038         | 38%         | 3,635        | 37%         | 3,246        | 37%         | 2,857        | 36%         |
| <b>Total pasivo no circulante</b>                      | <b>11,118</b> | <b>91%</b>  | <b>9,404</b>  | <b>89%</b>  | <b>8,529</b> | <b>88%</b>  | <b>7,653</b> | <b>86%</b>  | <b>6,759</b> | <b>84%</b>  |
| <b>Excedente acumulado del fondo de titularización</b> |               |             |               |             |              |             |              |             |              |             |
| Reserva de excedentes anteriores                       | 25            | 0%          | 25            | 0%          | 25           | 0%          | 25           | 0%          | 25           | 0%          |
| Excedentes del ejercicio                               | 9             | 0%          | 13            | 0%          | 30           | 0%          | 10           | 0%          | 33           | 0%          |
| Aportes adicionales                                    | 220           | 2%          | 220           | 2%          | 220          | 2%          | 220          | 2%          | 220          | 3%          |
| <b>Total pasivo</b>                                    | <b>12,226</b> | <b>100%</b> | <b>10,572</b> | <b>100%</b> | <b>9,744</b> | <b>100%</b> | <b>8,879</b> | <b>100%</b> | <b>8,039</b> | <b>100%</b> |

Fondo de Titularización - Ricorp Titulizadora - Inmobiliaria Mesoamericana Cero Uno

Estados de Resultados

Miles de dólares de los Estados Unidos de América

|   | Dic.16     | %           | Dic.17     | %           | Jun.18     | %           | Dic.18     | %           | Jun.19     | %           |
|---|------------|-------------|------------|-------------|------------|-------------|------------|-------------|------------|-------------|
| <b>Ingresos</b>                                   |            |             |            |             |            |             |            |             |            |             |
| Ingresos  | 840        | 99%         | 817        | 99%         | 403        | 99%         | 792        | 99%         | 389        | 99%         |
| Ingresos por inversiones                          | 9          | 1%          | 9          | 1%          | 4          | 1%          | 8          | 1%          | 4          | 1%          |
| <b>Total de ingresos</b>                          | <b>848</b> | <b>100%</b> | <b>826</b> | <b>100%</b> | <b>407</b> | <b>100%</b> | <b>800</b> | <b>100%</b> | <b>393</b> | <b>100%</b> |
| <b>Gastos de administración y operación</b>       |            |             |            |             |            |             |            |             |            |             |
| Administración y custodia                         | 2          | 0%          | 2          | 0%          | 1          | 0%          | 2          | 0%          | 1          | 0%          |
| Clasificación de riesgo                           | 24         | 3%          | 24         | 3%          | 6          | 1%          | 24         | 3%          | 6          | 2%          |
| Auditoría externa y fiscal                        | 5          | 1%          | 3          | 0%          | 2          | 0%          | 3          | 0%          | 2          | 0%          |
| Servicios de valuación                            | -          | 0%          | 4          | 0%          | -          | 0%          | -          | 0%          | -          | 0%          |
| Honorarios profesionales                          | -          | 0%          | -          | 0%          | -          | 0%          | -          | 0%          | -          | 0%          |
| Pago de servicio de deuda                         | 0          | 0%          | 0          | 0%          | 0          | 0%          | 0          | 0%          | 0          | 0%          |
| <b>Total gastos de administración</b>             | <b>31</b>  | <b>4%</b>   | <b>33</b>  | <b>4%</b>   | <b>9</b>   | <b>2%</b>   | <b>29</b>  | <b>4%</b>   | <b>9</b>   | <b>2%</b>   |
| <b>Resultado de operación</b>                     | <b>817</b> | <b>96%</b>  | <b>793</b> | <b>96%</b>  | <b>399</b> | <b>98%</b>  | <b>771</b> | <b>96%</b>  | <b>385</b> | <b>98%</b>  |
| Intereses valores de titularización               | 516        | 61%         | 461        | 56%         | 207        | 51%         | 402        | 50%         | 176        | 45%         |
| Otros gastos                                      | 82         | 10%         | 76         | 9%          | 28         | 7%          | 70         | 9%          | 25         | 6%          |
| <b>Total gastos</b>                               | <b>598</b> | <b>70%</b>  | <b>537</b> | <b>65%</b>  | <b>235</b> | <b>58%</b>  | <b>472</b> | <b>59%</b>  | <b>201</b> | <b>51%</b>  |
| Constitución de reservas de excedentes anteriores | -          | 0%          | -          | 0%          | -          | 0%          | -          | 0%          | -          | 0%          |
| Remanentes devueltos al originador                | (210)      | -25%        | (244)      | -29%        | (133)      | -33%        | (289)      | -36%        | (150)      | -38%        |
| <b>Excedente del ejercicio</b>                    | <b>9</b>   | <b>1%</b>   | <b>13</b>  | <b>2%</b>   | <b>30</b>  | <b>7%</b>   | <b>10</b>  | <b>1%</b>   | <b>33</b>  | <b>8%</b>   |

| MONTO DE LA EMISIÓN VIGENTE AL 30 DE JUNIO DE 2019 (US\$ MILES) |                  |         |                     |                                  |   |  |
|---|------------------|---------|---------------------|----------------------------------|---|--|
| DENOMINACIÓN  | MONTO AUTORIZADO | SALDO   | FECHA DE COLOCACIÓN | TASA                             | PLAZO                                   | ACTIVO DE RESPALDO   |
| VTRTIME 01  | \$9,300          | \$4,894 | 20 diciembre 2013   | Tramo 1: 7.00%<br>Tramo 2: 6.50% | Tramo 1: 120 meses<br>Tramo 2: 84 meses | Contrato de arrendamiento operativo firmado entre CARSA e IME. |

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

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

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

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

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

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

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