

Fondo de Titularización Ricorp Titularizadora Inmobiliaria Mesoamericana 01 Valores de Titularización

Comité No. 130/2019

Informe con Estados Financieros No Auditados al 30 de junio de 2019

Fecha de comité: 29 de octubre de 2019

Periodicidad de actualización: Semestral

Sector Inmobiliario, El Salvador

Equipo de Análisis

Alexis Figueroa
afigueroa@ratingspcr.com

Isaura Merino
imerino@ratingspcr.com

(503) 2266-9471

HISTORIAL DE CALIFICACIONES

Fecha de información Fecha de comité	dic-15 08/04/2016	dic-16 25/04/2017	dic-17 19/04/2018	dic-18 30/04/2019	jun-19 29/10/2019
Valores de Titularización RICORP Titularizadora Inmobiliaria Mesoamericana 01					
Tramo 1	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-
Tramo 2	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-
Perspectiva	Estable	Estable	Estable	Estable	Estable

Significado de la Calificación

Categoría AA: Corresponde a aquellos instrumentos en que sus emisores cuentan con una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

Racionalidad

En Comité Ordinario de Clasificación de Riesgo, PCR decidió ratificar la clasificación del Fondo de Titularización Ricorp Titularizadora Inmobiliaria Mesoamericana 01 Valores de Titularización con "AA-" para los tramos 1 y 2, ambos con perspectiva estable.

La clasificación se fundamenta en la alta capacidad de pago del Fondo, derivado de la generación de ingresos estables provenientes de cánones por arrendamiento establecido entre Inmobiliaria Mesoamericana y Cartonera Centroamericana (CARSA). Adicionalmente, se considera los adecuados respaldos financieros y legales que mitigan el riesgo de incumplimiento. Asimismo, ambas entidades se respaldan del aporte técnico y experiencia del Grupo Sigma Q.

Perspectiva

Estable

Resumen Ejecutivo

- **Desempeño financiero de CARSA y generación de flujos de caja.** Como fuente primaria de ingresos del Originador, CARSA muestra un ligero incremento de 2.12% en su nivel de EBITDA, derivado de la disminución en las ventas (-1.36%) hacia compañías relacionadas en Honduras y Panamá. No obstante, la EBITDA sobre servicio de la deuda mostró un leve incremento al pasar de 3.11% en junio 2018 a 3.22% en junio 2019, debido a la reducción de pago de intereses y el moderado incremento de la EBITDA.
- **Desempeño financiero de IMSA.** A junio de 2019, los ingresos totales de Inmobiliaria Mesoamericana reportaron un crecimiento de 4.43% respecto de junio 2018, mientras que los costos de la compañía reflejaron una reducción del 2.11%, dejando como resultado un incremento en el margen de venta que pasó de 34.31% en junio 2018 a 38.42% en junio 2019.
- **Cumplimiento de resguardos financieros de parte de Cartonera Centroamericana.** De igual manera, la compañía arrendataria se compromete a mantener una serie de coberturas financieras durante la vigencia de la emisión. A junio de 2019, CARSA cumple con los resguardos establecidos en el contrato del Fondo y son suficientes para garantizar el adecuado funcionamiento de la emisión.
- **Establecimiento de un usufructo a favor del Fondo de Titularización, de los activos del originador que mitigan el riesgo de la emisión.** El usufructo se gestionó en conjunto con el representante de los

tenedores de valores, por un plazo de diez años o mientras existan obligaciones a cargo del Fondo a favor de los tenedores. La emisión de los valores de titularización cuenta con 2 garantías específicas: una fianza solidaria de parte de Cartonera Centroamericana por un máximo del 15% del total de capital adeudado y prenda sobre las cuentas por cobrar de Cartonera Centroamericana de clientes clase "A", por un monto total de US\$ 600 miles.

- **Miembros del Grupo Sigma Q.** Cartonera Centroamericana e Inmobiliaria Mesoamericana forman parte del Grupo Sigma Q, quien cuenta con más de 50 años de experiencia y se posiciona como la principal empresa de empaque en Centroamérica. IMSA es la empresa inmobiliaria, así como arrendadora del Grupo Sigma Q y poseedora de activos industriales con los contratos de arrendamientos a largo plazo con CARSA.

Metodología utilizada

La opinión contenida en el informe se ha basado en la aplicación de la metodología para Clasificación de riesgo de deuda titulizada (PCR-SV-MET-P-057), vigente del Manual de Clasificación de Riesgo aprobado en Comité de Metodologías con fecha 09 de abril 2018. Normalizado bajo los lineamientos del Art.9 de "NORMAS TECNICAS SOBRE OBLIGACIONES DE LAS SOCIEDADES CLASIFICADORAS DE RIESGO" (NRP-07), emitidas por el Comité de Normas del Banco Central de Reserva de El Salvador.

Hechos de Importancia

- En febrero de 2019, Inmobiliaria Mesoamericana S.A. de C.V. adquirió un préstamo por un monto de US\$93,198.00 otorgado por el Banco de América Central S.A por un plazo de 5 años, con una tasa de interés efectiva de 7.00% para el financiamiento de maquinaria a la sociedad Sigma S.A. de C.V.
- En marzo de 2017, se adquirió arrendamiento de equipo firewalls por un monto de US\$61,536.00 otorgado por CSI Leasing de Centroamérica, S.R.L. por un plazo de 3 años, con una tasa de interés efectiva de 8.00% destinado a dar en arrendamiento estos mismos equipos a las sociedades relacionadas a Grupo SigmaQ.
- En marzo de 2017, Inmobiliaria Mesoamericana S.A de C.V. adquirió un préstamo por un monto de US\$700,000.00 otorgado por el Banco de América Central S.A, por un plazo de 5 años, con una tasa de interés efectiva de 7.00% para el financiamiento de maquinaria y equipo que se otorgaron en arrendamiento a sociedades relacionadas a Grupo SigmaQ en distintos plazos y tasas.
- El 28 de octubre de 2016, Inmobiliaria Mesoamericana, S.A. de C.V., lanza al mercado el tramo uno y dos de la emisión de Certificados de Inversión CIIMSA01, por un total negocia de US\$ 3.5 millones colocados. Los fondos fueron destinados para la cancelación de préstamos mercantiles de Inmobiliaria Mesoamericana S.A. de C.V. con la sociedad The Network Company Enterprises Inc.
- El 4 de diciembre de 2013, Inmobiliaria Mesoamericana, a través de Ricorp Titularizadora, lanza al mercado la su emisión de Valores de Titularización, FTRTIME 01, por un total de US\$9.3 millones. La cual representa la primera titularización en el mercado que tiene como activo los flujos provenientes de los cánones mensuales del contrato de arrendamiento operativo y sus derechos accesorios.

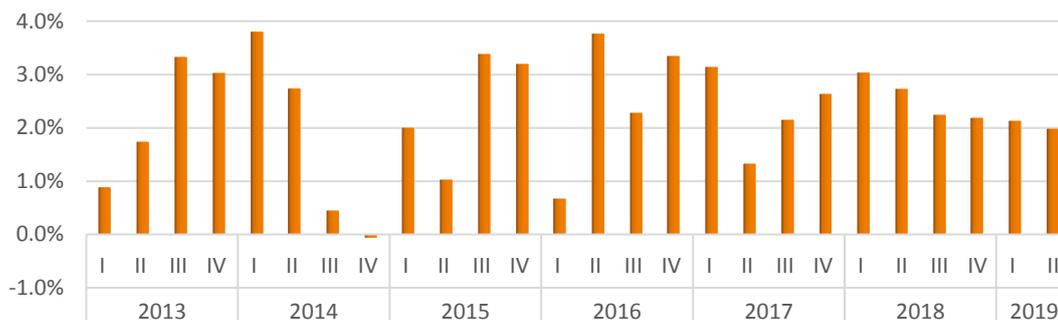
Entorno Económico

Al segundo trimestre de 2019, las cifras publicadas por el Banco Central de Reserva (BCR) muestran que la economía salvadoreña registró una tasa de crecimiento de 1.98%, menor al crecimiento de 2.72% registrado en el mismo periodo del año anterior. En este sentido, desde el enfoque de la demanda, el consumo privado reportó una contribución al crecimiento de 1.42%, menor al 3.15% reflejado en junio 2018, asimismo, la inversión tuvo un aporte del 0.08% (junio 2018: 1.65%). Cabe destacar que, durante los primeros meses del año 2019, El Salvador estuvo bajo un contexto de elecciones presidenciales, dejando como resultado un cambio en la estructuración política que había estado funcionando por diez años de gobierno del partido FMLN, por lo que la incertidumbre ante una nueva administración pudo haber influido en las decisiones de inversión del sector privado. Por otra parte, la contribución al crecimiento de las exportaciones fue de 2.02% (junio 2018: 0.85%). Asimismo, las importaciones contrarrestaron el crecimiento con 1.42% (junio 2018: 3.37%).

Por el lado de la oferta, los sectores que observaron un mayor aporte al crecimiento fueron: la Construcción (0.4%), Servicios financieros (0.33%), alojamiento y comidas (0.15%), agua y evacuación de aguas residuales (0.03%), electricidad (0.13%) y servicios de administración y apoyo (0.13%). En cuanto al sector construcción, el comportamiento positivo estaría relacionado a la ejecución de proyectos de infraestructura (residencial, comercial y corporativo), así como obras de ingeniería civil. Por su parte, el sector de servicios financiero se ha visto estimulado por el crecimiento en la cartera crediticia y depósitos, así como, el incremento de las primas de seguros. No obstante lo anterior, la Industria Manufacturera reflejó un aporte al crecimiento de 0.31%, levemente menor al 0.33% de junio 2018.

De acuerdo con las proyecciones del BCR, el crecimiento de la economía salvadoreña se ubicará en 2.3% al cierre del año 2019, mientras que para el año 2020 la entidad estima que la economía crezca un 2.6%, fundamentada en mayores expectativas de inversión pública y privada.

VARIACIONES ANUALES DEL PIB AL SEGUNDO TRIMESTRE 2019 (SERIE ENCADENADA Y DESESTACIONALIZADA)



Fuente: BCR / Elaboración: PCR

Resumen de la estructura de titularización

DETALLE DE LA EMISIÓN

CONCEPTO	DETALLE
Emisor	: Fondo de Titularización Ricorp Titularizadora Inmobiliaria Mesoamericana 01.
Originador	: Inmobiliaria Mesoamericana Sociedad Anónima de Capital Variable, que puede abreviarse Inmobiliaria Mesoamericana, S.A. de C.V.
Emisión	: Valores de Titularización – Títulos de Deuda con cargo al Fondo de Titularización – Ricorp Titularizadora – Inmobiliaria Mesoamericana 01, cuya abreviación es VTRTIME 01.
Sociedad de Titularización	: Ricorp Titularizadora, S.A. (en adelante también referida como la Titularizadora).
Clase de Valor	: Valores de Titularización - Título de Deuda con cargo al Fondo de Titularización – Ricorp Titularizadora – Inmobiliaria Mesoamericana 01, representados por anotaciones electrónicas de valores en cuenta.
Monto de la Emisión	: Hasta US\$9,300,000.00
Plazo de la Emisión	: El plazo de la emisión de Valores de Titularización – Títulos de Deuda, representados por anotaciones electrónicas de valores en cuenta, cuenta un plazo de hasta 120 meses, contados a partir de la fecha de colocación (20 de diciembre de 2013).
Respaldo de la Emisión	: El pago de los Valores de Titularización se encuentra únicamente respaldado por el patrimonio del Fondo de Titularización, constituido como un patrimonio independiente del patrimonio del Originador y de la Titularizadora. El Fondo de Titularización es constituido con el propósito principal de generar los pagos de esta Emisión, sirviéndose de la adquisición de los derechos, definidos previamente en la característica “Destino de los fondos de la emisión”.
Garantías de la Emisión	: (i) Constitución de usufructo. El Representante de los Tenedores de Valores, constituyó el usufructo, a título gratuito y por el plazo de diez años o mientras existan obligaciones a cargo del Fondo de Titularización y a favor de los Tenedores de los Valores emitidos con cargo al mismo, a favor de Ricorp Titularizadora, S.A. en su calidad de administradora del Fondo de Titularización, sobre los bienes arrendados. (ii) Fianza Solidaria: Cartonera Centroamericana, S.A. de C.V. otorgó fianza solidaria, a efecto de garantizar todas y cada una de las obligaciones que adquirió el Fondo FTRTIME Cero Uno hacia los Tenedores de Valores emitidos con cargo al mismo. La fianza solidaria fue otorgada a favor los Tenedores de Valores por medio del Representante de los Tenedores de Valores, hasta por la cantidad equivalente en cada inicio de año al 15% del saldo de capital de la emisión, cantidad que inicialmente equivale a US\$1,395,000.00. (iii) Prenda sobre cuentas por cobrar de Cartonera Centroamericana: Debido a la cesión de derechos del Contrato de Arrendamiento, el Originador cedió el derecho que Cartonera Centroamericana le otorgó de una prenda sin desplazamiento sobre cuentas por cobrar a clientes clase “A” por un monto de US\$600,000 dólares de los Estados Unidos de América.
Mecanismos de Cobertura	: (iv) Cuenta Restringida: se tiene acumulado un saldo mínimo de US\$219,853.76; equivalentes a dos cuotas de cesión. (v) Convenio de Administración de cuentas - Orden Irrevocable de Transferencias (OIT): Como respaldo operativo de la emisión, el Originador, Cartonera Centroamericana y la Titularizadora suscribieron un Convenio de Administración de Cuentas – OIT, con el Banco Administrador. (vi) Cuenta discrecional: se cuenta un saldo mínimo de US\$25,000 proveniente de los excedentes generados por los flujos cedidos al Fondo; y será devuelto al originador al final de la vida de la emisión. (vii) Cesión de beneficios de póliza de Lucro Cesante. Cesión de beneficios de póliza de Lucro Cesante a favor de la Arrendataria, o a cualquier tercero a quien los derechos del contrato de arrendamiento operativo le hayan sido legalmente cedidos, por seis meses de canon de arrendamiento. (viii) Cesión de beneficios de póliza de seguro contra todo riesgo sobre construcciones, mobiliario y equipo. Cesión de beneficios de póliza de seguro contra todo riesgo sobre construcciones, mobiliario y equipo, a favor de la Arrendataria, o a cualquier tercero a quien los derechos del contrato de arrendamiento operativo le hayan sido legalmente cedidos, hasta por US\$12,337,290.30.
Negociabilidad	: La negociación de los tramos de oferta pública se efectuó en la Bolsa de Valores de El Salvador, por intermediación de las Casas Corredoras de Bolsa, en las sesiones de negociación que se realizaron en la Bolsa de Valores de El Salvador.

Custodia y Depósito:	La Emisión de Valores de Titularización, representada por anotaciones electrónicas de valores en cuenta, se encuentra depositada en los registros electrónicos que lleva CEDEVAL, para lo cual fue necesario presentarle el Contrato de Titularización y la certificación del asiento registral que emitió la Superintendencia del Sistema Financiero, a la que se refiere el párrafo final del artículo treinta y cinco de la Ley de Anotaciones Electrónicas de Valores en cuenta.
Redención anticipada	A partir del quinto año de la emisión, los Valores de Titularización podrán ser redimidos total o parcialmente en forma anticipada, a un precio igual al que sea mayor entre: (1) el 100% del principal vigente de los títulos a redimir más sus intereses devengados y no pagados; o (2) la suma del valor presente de los pagos futuros de principal e intereses restantes hasta el vencimiento de la emisión descontados a la fecha de redención a la tasa aplicable de los Bonos del Tesoro de Estados Unidos de América de 5 años más 200 puntos básicos, más intereses devengados y no pagados; con un pre aviso mínimo de 90 días de anticipación el cual será comunicado a la Superintendencia del Sistema Financiero, a la Bolsa de Valores de El Salvador, a CEDEVAL y al Representante de Tenedores.
Destino de los fondos de la emisión:	Los fondos que se obtuvieron de la negociación de la presente Emisión fueron invertidos por el Fondo de Titularización para la adquisición del Contrato de Arrendamiento, cuya tradición se efectuó por medio del Contrato de Cesión y Administración de Derechos, y 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 derechos. Los montos establecidos serán libres de cualquier impuesto que en el futuro puedan serles aplicables, correspondiendo a Inmobiliaria Mesoamericana, 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.
Destino de los fondos obtenidos de la cesión de derechos sobre flujos financieros futuros:	Los fondos que el Originador recibió en virtud de la cesión del Contrato de Arrendamiento que hará al Fondo de Titularización por medio del Contrato de Cesión y Administración de Derechos fueron destinados para pagar la adquisición de los bienes inmuebles y maquinaria, propiedad de Cartonera Centroamericana, objeto del Contrato de Arrendamiento.

Fuente: RICORP Titulizadora / Elaboración: PCR

Instrumentos calificados

Las características de los instrumentos clasificados son:

DETALLE DE LA EMISIÓN

CONCEPTO	DETALLE
Denominación del Tramo	FTRTIME 01
Monto del Tramo	US\$9.3 millones de dólares norteamericanos.
Plazo de la emisión	Hasta 120 meses
Tasa de Interés	Tramo 1: 7.00% Tramo 2: 6.50% Las Tasas de Interés serán fijas por la totalidad del plazo.
Periodicidad de Pago de Intereses	Mensual

Fuente: RICORP Titulizadora / Elaboración: PCR

El monto de la emisión es por la suma de US\$9.3 millones, con un plazo de hasta ciento veinte (120) meses. La negociación de la emisión se realizó por medio de una oferta pública mediante la Bolsa de Valores de El Salvador y por intermediación de las Casas de Corredores de Bolsa. El plazo de la negociación de los Valores de Titularización será de ciento ochenta (180) días contados a partir de la fecha de la primera oferta pública, para colocar el 75% de la misma.

La forma de pago del capital es mensual, sin período de gracia y en cuotas. Los intereses se pagarán de forma mensual. Tanto capital e intereses serán pagaderos a través del procedimiento establecido por CEDEVAL.

Los ingresos recibidos por la colocación de los Valores de Titularización por el Fondo de Titularización (FTRTIME 01) fueron invertidos por la Sociedad Titulizadora con cargo al Fondo de Titularización, en la adquisición del Contrato de Arrendamiento, cuya tradición se efectuó por medio del Contrato de Cesión y Administración de Derechos, y 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 bienes inmuebles y maquinaria, entre otros derechos.

Características de los Tramos

Se han colocado dos tramos de la emisión, por un valor total de US\$9.3 millones, descritos a continuación:

CARACTERÍSTICAS DE LOS TRAMOS

Estado	Denominación del Tramo	Monto del Tramo	Plazo de la Emisión	Fecha de colocación	Tasa a Pagar
Emitido	Tramo 1	US\$ 6,510,000	120 meses	29 / 05 / 2013	7.00%
Emitido	Tramo 2	US\$ 2,790,000	84 meses	29 / 05 / 2013	6.50%

Fuente: RICORP Titulizadora / Elaboración: PCR

Contrato de Cesión de Derechos de Flujos Futuros

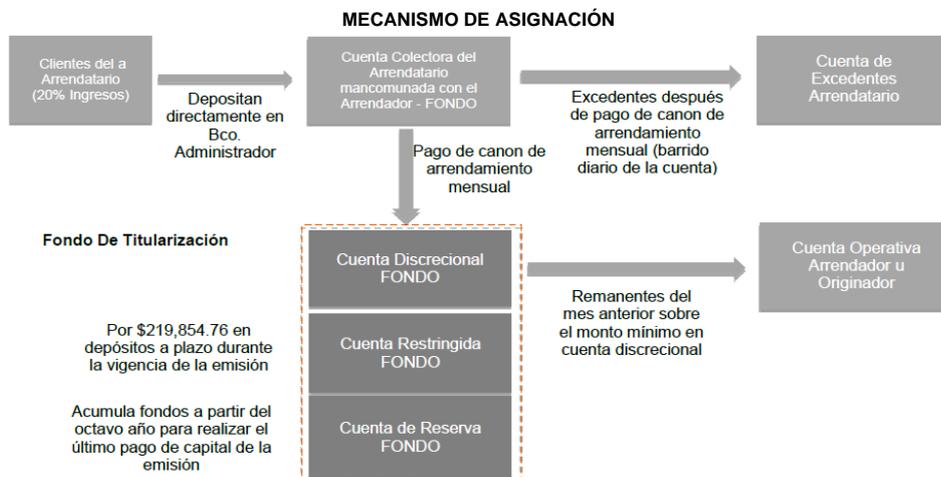
Mediante escritura pública de contrato de cesión y administración, el originador cedió de manera irrevocable, a título oneroso a Ricorp Titularizadora, S.A., en su calidad de administradora del Fondo FTRTIME 01, todos los derechos sobre los flujos financieros futuros de una porción correspondiente a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

Contrato de Cesión

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

Descripción de los Flujos Futuros

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



Fuente: RICORP Titularizadora / Elaboración: PCR

Dictamen de Valuación de los Flujos Financieros Futuros

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

Operatividad de la Estructura de Titularización

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

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

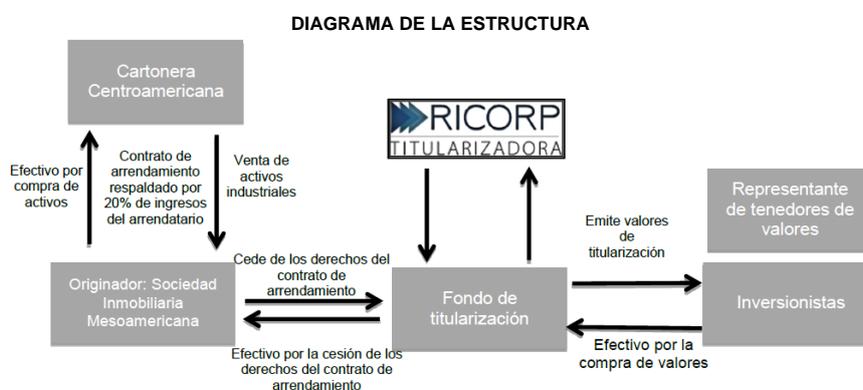
Además, se abrió una cuarta cuenta, denominada Cuenta Colectora, que será mancomunada entre Cartonera Centroamericana y el Fondo de Titularización, y controlada por el Banco Administrador. Esta servirá para recibir los fondos provenientes del mecanismo de transferencia de fondos de los clientes de Cartonera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

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

- Primero, se pagarán las obligaciones a favor de los Tenedores de Valores.
- Segundo, las comisiones a la Titularizadora.
- Tercero, el saldo de costos y gastos adeudados a terceros, de conformidad a lo previsto en el presente Contrato.
- Cuarto, abonar a la Cuenta de Reserva las cantidades correspondientes para la acumulación de fondos para el pago de capital al vencimiento de la Emisión.
- Quinto, cualquier Remanente generado durante el mes, de conformidad a las definiciones establecidas en el Contrato de Titularización, se devolverá al Originador en el mes siguiente.

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

1. En primer lugar, el pago de Deuda Tributaria;
2. En segundo lugar, se le pagarán las obligaciones a favor de Tenedores de Valores emitidos con cargo al Fondo FTRTIME Cero Uno;
3. En tercer lugar, se imputará a otros saldos adeudados a terceros;
4. En cuarto lugar, se pagarán las Comisiones de gestión a favor de la Titularizadora; y
5. En quinto lugar, cualquier excedente se devolverá al Originador.



Fuente: RICORP Titularizadora / Elaboración: PCR

Caducidad del plazo de la emisión

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

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

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

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

considere acordar la liquidación del Fondo de Titularización, caducando de esta manera el plazo de la presente Emisión.

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

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

Procedimiento en Caso de Mora

Si diez días antes de la fecha en que deba ser efectuado un pago de la presente Emisión con todas sus erogaciones, se determina que no existen en la Cuenta Discrecional fondos suficientes para pagar en un 100% el valor de la cuota de intereses y/o capital próxima siguiente, la Titularizadora procederá a disponer de los fondos en la Cuenta Restringida para realizar los pagos a los Tenedores de los Valores.

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

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

Resguardos financieros

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

- **La relación EBITDA entre Gastos Financieros Netos.** La EBITDA se entenderá como la Utilidad antes de Gastos Financieros, Impuesto sobre la renta, Depreciación y Amortización y otros ingresos y gastos no recurrentes de los últimos doce meses. Los Gastos Financieros Netos comprenden: los pagos de interés por préstamos bancarios, interés por emisiones de deuda bursátil, pagos de intereses por préstamos de empresas relacionadas que hayan sido contractualmente acordados y la porción de intereses de arrendamientos financieros y gasto de intereses por deudas emitidas por fondos de titularización donde la empresa sea originador directo; menos ingresos financieros por pagos de intereses por préstamos a terceros o empresas relacionadas que hayan sido contractualmente acordados de los últimos doce meses. El cálculo de esta razón financiera se realizará trimestralmente, a partir de estados financieros trimestrales, a más tardar veinte días después del cierre de cada trimestre, excepto en diciembre cuyo cálculo se realizará con estados financieros auditados a más tardar el treinta de marzo del año siguiente. A junio de 2019, el ratio resultó de 6.60 veces.
- **Pasivo Ajustado entre Patrimonio.** Para el cálculo de esta razón, el Pasivo Ajustado se entenderá como la suma de cualquier pasivo proveniente de deuda bancaria y bursátil en los estados financieros de la Sociedad Inmobiliaria Mesoamericana, S.A. de C.V. más financiamiento de partes relacionadas, más saldos de capital de arrendamientos financieros, más el saldo de capital de cualquier fondo de titularización donde la empresa sea originador directo menos cualquier saldo en cuentas restringidas o cuentas de reservas de efectivo. El Patrimonio incluye: Capital Social, Reserva Legal, otras Reservas, Superávit por revaluación de activos (en caso de que sea depreciable), Utilidades retenidas, y cualquier otra cuenta registrada en las cuentas de Patrimonio. El cálculo esta razón financiera se realizará trimestralmente, a partir de estados financieros trimestrales, a más tardar veinte días después del cierre de cada trimestre, excepto en diciembre cuyo cálculo se realizará con estados financieros auditados a más tardar el treinta de marzo del año siguiente. A junio de 2019, el ratio resultó de 0.88 veces.
- **Pasivo Ajustado entre EBITDA.** Ambos factores como se definen en los apartados anteriores. El cálculo esta razón financiera se realizará trimestralmente, a partir de estados financieros trimestrales, a más tardar veinte días después del cierre de cada trimestre, excepto en diciembre cuyo cálculo se realizará con estados financieros auditados a más tardar el treinta de marzo del año siguiente. A junio de 2019, el ratio resultó de 2.06 veces.

Los parámetros a los que se compromete el arrendatario se encuentran por trimestres. A la fecha de estudio se encuentran en el vigésimo segundo trimestre, los cuales se ubican adecuados de acuerdo con las razones financieras establecidas para la emisión según se detalla en el siguiente cuadro:

Trimestre 22	EBITDA entre Gastos Financieros Netos (mínimo)	Pasivo Ajustado entre Patrimonio (máximo)	Pasivo Ajustado entre EBITDA (máximo)
Resguardo financiero	3.00	4.00	7.00
Reportado a junio 2019	6.6	0.88	2.06

Fuente: RICORP Titularizadora / Elaboración: PCR

Por otra parte, las principales características del contrato de arrendamiento se detallan en el cuadro siguiente:

CONCEPTO	DETALLE
Arrendador	Sociedad Inmobiliaria Mesoamericana S.A. de C.V.
Arrendatario	Cartonera Centroamericana S.A. de C.V.
Activos Arrendados	<ul style="list-style-type: none"> • Terrenos y Edificaciones • Maquina Troqueladora Rotativa DRO 1628, con un valor de • Maquina Impresora Flexo Folder G. Midline 924
Duración del Contrato	10 años
Garantías y Respaldos	<ul style="list-style-type: none"> • Prenda sin desplazamiento sobre cartera de Cuentas por Cobrar por un monto de \$600,000 • 20% de los ingresos de Cartonera Centroamericana representados por al menos 10 contratos o cuentas de clientes con excelente historial. Los flujos generados por estos clientes no deben bajar de \$450,000 mensuales durante la vida del contrato. Cartonera Centroamericana deberá adicionar clientes para cumplir con esta condición. • Recurso: cuentas en mora o finalizados se sustituyen con nuevas vigentes. Cartonera solo podrá pignorar con terceros hasta un 60% de su cartera comercial de cuentas por cobrar. Por lo tanto, dejará libre un 20% de su cartera para respaldar el mecanismo de sustitución • Cumplimiento de covenants por el arrendatario • Cesión de pólizas de seguro sobre los activos arrendados y seguro de lucro cesante

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

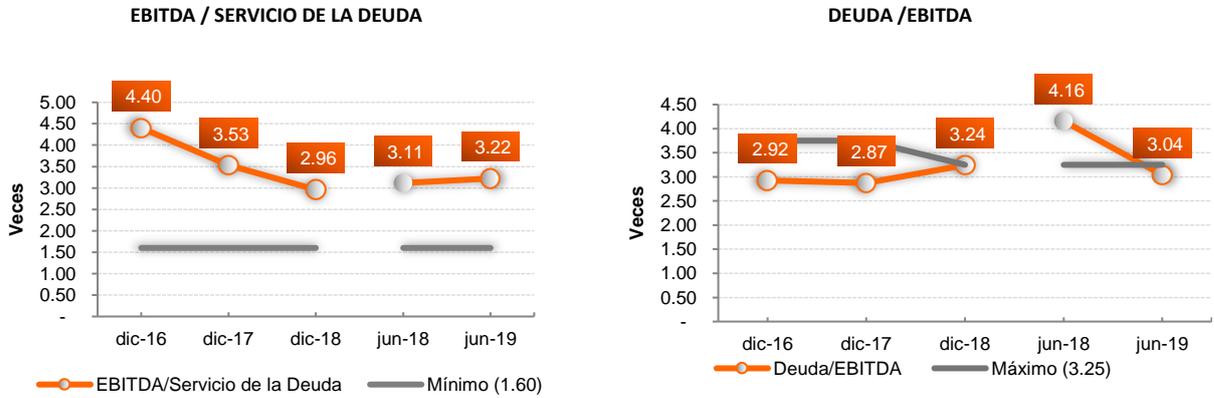
De acuerdo con en el Contrato de Arrendamiento, Cartonera Centroamericana se compromete a mantener las siguientes razones financieras:

- **Razón entre EBITDA y el servicio de la deuda.** El EBITDA se entenderá como la Utilidad antes de Gastos Financieros, Impuesto sobre la Renta, Depreciación y Amortización y otros ingresos y gastos no recurrentes de los últimos doce meses. El servicio de la deuda comprende la amortización de capital para los próximos doce meses de porción corriente de deuda bancaria a largo plazo, bursátil, préstamos con partes relacionadas, arrendamientos financieros y deudas emitidas por fondos de titularización donde la empresa sea originador directo, más el pago de intereses de los últimos doce meses sobre deuda bancaria, bursátil, préstamos de partes relacionadas, arrendamientos financieras y deudas emitidas por fondos de titularización donde la empresa sea originador directo. A junio de 2019, dicho indicador resultó en 3.18 veces y mayor en 1.55 veces al mínimo establecido (1.60 veces).
- **Deuda entre Patrimonio.** La Deuda se entenderá como la Deuda total bancaria y bursátil incluyendo préstamos bancarios a corto plazo, vencimiento corriente de préstamos bancarios a largo plazo, préstamos bancarios a largo plazo, financiamiento bursátil a corto y largo plazo, más financiamiento de partes relacionadas, más financiamiento a través de arrendamientos financieros, más saldos de capital de deuda emitida por fondos de titularización donde la empresa sea originador directo. A junio de 2019, la razón se calculó en 0.61 veces, inferior al máximo establecido (0.85 veces).
- **Deuda entre EBITDA.** Para el cálculo de esta razón financiera, se entenderá por Deuda la Deuda total bancaria y bursátil incluyendo préstamos bancarios a corto plazo, vencimiento corriente de préstamos bancarios a largo plazo, préstamos bancarios a largo plazo, financiamiento bursátil a corto y largo plazo, más financiamiento de partes relacionadas, más financiamiento a través de arrendamientos financieros, más saldos de capital de deuda emitida por fondos de titularización donde la empresa sea originador directo. A junio de 2019, fue de 3.08 veces, menor al máximo exigido (3.25 veces).
- **Utilidad Bruta entre Gastos de operación.** Para el cálculo de esta razón financiera, se entenderá por Utilidad Bruta los ingresos por ventas netas de comisiones, descuentos y bonificaciones, más otros ingresos de operación menos el costo de ventas de los últimos doce meses, excluyendo el gasto depreciación de activos. Los Gastos de Operación incluyen los gastos de administración, gastos de distribución y venta incluyendo cualquier gasto por renta o arrendamiento contractual de los últimos doce meses, excluyendo

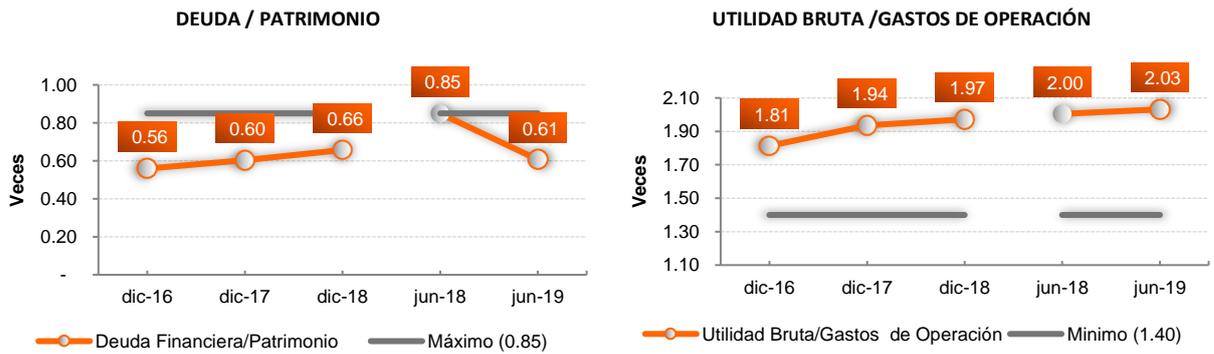
gastos por depreciación de activos. A junio de 2019, la razón financiera resultó en 2.03 veces, superior al mínimo requerido (1.40 veces).

- **Cuentas por cobrar relacionadas entre Patrimonio.** Para el cálculo de esta razón se considerarán las cuentas por cobrar a compañías relacionadas a corto y largo plazo. Se entenderá como Patrimonio el Capital Social, la Reserva Legal, otras Reservas, el Superávit por revaluación de activos (en caso de que sea depreciable), las Utilidades retenidas y cualquier otra cuenta registrada en las cuentas de Patrimonio. A junio de 2018 el indicador resultó de 0.34 veces ligeramente menor al máximo exigido (0.35 veces).

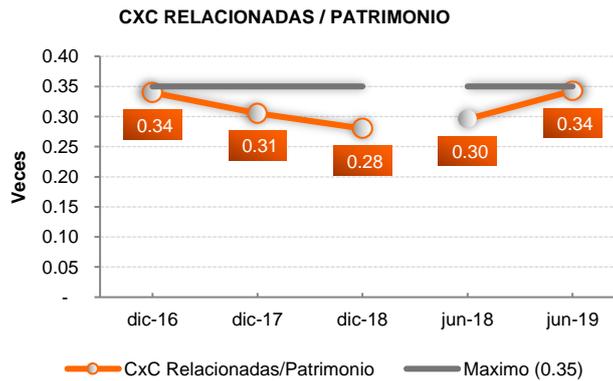
El comportamiento de las razones financieras de Cartonera Centroamericana se observa en los siguientes gráficos:



Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR



Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR



Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

Cabe señal, al existir incumplimiento de cualquiera de las razones financieras, la Arrendataria contará con diez días hábiles para notificar a la Arrendante de las acciones que tomará para regularizar la situación, dicha acción tendrá un plazo de seis meses para tomar las acciones necesarias y regularizar las razones financieras con el fin de restablecer el cumplimiento de los parámetros establecidos, de lo contrario se activarán los respectivos mecanismos de aceleración. Sin perjuicio del mecanismo de respaldo para la transferencia de fondos, la Arrendataria se compromete a autorizar al Banco Administrador, por medio del Convenio de Administración de Cuentas Bancarias, a proceder de la siguiente forma:

Mecanismo acelerado de transferencia de los cánones

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

Mecanismo preventivo de transferencia de los cánones

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

Análisis de la Estructura

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

Al tratarse de una titularización de derechos sobre flujos futuros, cobra mayor importancia la capacidad de la entidad originadora (Inmobiliaria Mesoamericana S.A.), de crear y mantener dichos flujos que respalden la Emisión. Si la entidad cesa la capacidad de generarlos (flujos futuros), los inversionistas sufrirán pérdidas si los mecanismos de seguridad no son suficientes para cubrir el posible déficit. Esta posibilidad de deterioro en la generación de nuevos activos es la que determina que, en una titularización de derechos sobre flujos futuros, la clasificación de riesgo de la transacción esté fuertemente ligada al desempeño de la entidad que origina los flujos.

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

Es importante destacar que, en caso de que Inmobiliaria Mesoamericana incumpla algunos de sus indicadores en los plazos estipulados, resultaría en cumplir la condición resolutoria¹ al suceder cualquiera de los supuestos descritos en el contrato.

Perfil de la titularizadora

Regional Investment Corporation (RICORP), es una empresa de Finanzas Corporativas que surge como iniciativa de la Fundación Bursátil de El Salvador, ante la necesidad de una institución que apoye al desarrollo del Mercado de

¹ El Fondo de Titularización se encuentra sujeta a condición resolutoria de acuerdo a lo establecido en los artículos mil trescientos cincuenta y mil trescientos cincuenta y ocho del Código Civil.

Capitales, con servicios especializados de asesoría y desarrollo de negocios. Fue fundada en diciembre de 2008 con 117 accionistas.

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

Accionistas y Junta Directiva

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

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

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

Análisis del Originador

Reseña de Inmobiliaria Mesoamericana

Inmobiliaria Mesoamericana S.A. de C.V., es una sociedad salvadoreña que fue constituida en febrero de 2012. Como parte de su finalidad, la Inmobiliaria se encuentra habilitada para adquirir inmuebles, vehículos, maquinaria y equipo; y posteriormente darlos en arrendamiento. Es decir, se dedica a la actividad Inmobiliaria de bienes raíces, terrenos, inmuebles, casas, fincas, industrias, granjas y otros, para su compra, venta, arrendamiento, leasing. Asimismo, la Inmobiliaria es propiedad de Casa de OroQ, un corporativo de empresas que conforman el brazo financiero del Grupo SigmaQ. Cabe destacar que la consolidación y crecimiento de las operaciones de la Inmobiliaria se encuentra ligado a las operaciones de SigmaQ, tanto en ingresos como en inversiones de bienes muebles e inmuebles. A la fecha de análisis la cartera de clientes está conformada por empresas del Grupo SigmaQ. Además con el objetivo de incrementar los negocios, Inmobiliaria Mesoamericana ha desarrollado operaciones bursátiles desde el año 2013, dentro de las cuales se encuentra emisión de certificados de inversión y titularización.

El 15 de enero de 2019 el secretario de la Junta Directiva, Oscar Armando Calderón certificó que el capital accionario actual de Inmobiliaria Mesoamericana, S.A de C.V (US\$2,301.7 miles), se encuentra distribuido entre una persona jurídica y una persona natural, de acuerdo con la siguiente estructura:

NÓMINA DE ACCIONISTAS		
Nombre	Número de Acciones	Participación Accionaria
Casa de OroQ, S.A.	23,017	99.995%
Ing. José Roberto Rivera Samayoa	1	0.0043%
Total Acciones Suscritas y Pagadas	23,017	100%

Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

Principales Accionistas

- **Casa de Oro Q**

Casa de Oro Q es un corporativo integrado por tres empresas dedicadas a actividades relacionadas a descuento de documentos, arrendamiento de activos fijos, leasing, proyectos de energía renovable, entre otros. Detallándose continuación:

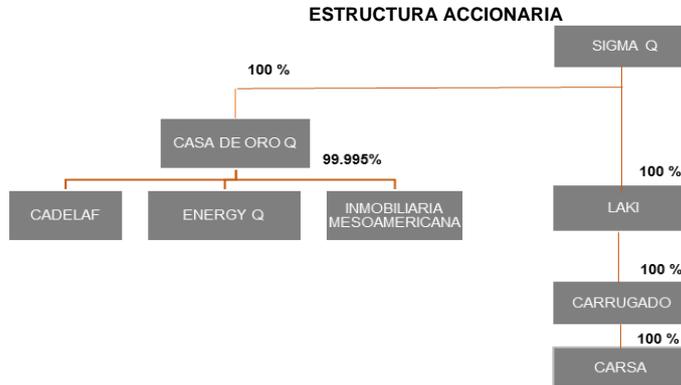
Nombre	Cobertura	Servicio
Casa de Oro Q (CADELAF)	Regional El Salvador, Guatemala y Honduras	Descuento de cuentas por cobrar Arrendamiento de activos fijos, leasing, entre otros.
Inmobiliaria Mesoamericana S.A de C.V. ENERGY Q	El Salvador	Proyectos de energía renovable

Fuente: Casa de Oro Q / Elaboración: PCR

Casa de Oro Q es propiedad de SIGMAQ PACKAGING, S.A, de nacionalidad panameña, la cual cuenta con una experiencia de cincuenta años en el mercado de empaques. A lo largo de su historia, ha mostrado una expansión en Centroamérica, México, Estados Unidos y Asia, por medio de las diferentes adquisiciones y apertura de oficinas de distribución. Actualmente cuenta con doce unidades de negocio, y ocho oficinas de venta y distribución localizadas en América, el Caribe y Asia.

- **Ing. José Roberto Rivera Samayoa,**

Ingeniero Industrial, graduado en BS Industrial Eng. Dean List. Georgia Institute of Technology en Atlanta, en su carrera profesional cuenta con seminarios en habilidades gerenciales, administración de negocios y procesos en INCAE y la Universidad de Harvard, respectivamente. Actualmente funge como presidente de Inmobiliaria Mesoamericana S.A de C.V y como vicepresidente Corporativo de Operaciones del grupo SigmaQ.



Fuente: Casa de Oro Q y SIGMA Q / Elaboración: PCR

Junta Directiva

La inmobiliaria es administrada por la Junta Directiva la cual fue inscrita en el Registro de Comercio y Registro de Sociedades el día veintiuno de febrero de dos mil diecinueve para un periodo de siete años, quedando incorporada de la siguiente manera:

JUNTA DIRECTIVA	
Cargo	Nombre
Presidente	Ing. José Roberto Rivera Samayoa
Vice-presidente	Álvaro Ernesto Guatemala Cortez
Secretario	Lic. Oscar Armando Calderón Arteaga
Director Suplente	Licda. Alejandra Yarhi Deneke

Plana Gerencial

En opinión de PCR, la sociedad posee personal capacitado y con experiencia en la dirección de las diferentes áreas estratégicas. A continuación, se detalla la estructura gerencial:

PLANA GERENCIAL	
Cargo	Nombre
Gerente General	Lic. Alexis Henri Weill Sussmann

Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana/ Elaboración: PCR

El Gerente General de Inmobiliaria Mesoamericana es Licenciado en Economía de la University of Pennsylvania, con Máster en Administración de Empresas (MBA) del MIT Sloan School of Management, en Cambridge Massachusetts. A lo largo de su trayectoria profesional, se ha desempeñado en distintas empresas privadas con cargos de Vicepresidente de Banca de inversión, Gerente de Planificación y Desarrollo, Asociado Fondo de Capital Privado y Analista de Banca de Inversión de Instituciones Financieras. Actualmente, también funge como Gerente General de Casa de Oro Q, brazo financiero de Grupo SigmaQ.

Productos y estrategia corporativa

Inmobiliaria Mesoamericana, de acuerdo con su rubro, está facultada para realizar las siguientes actividades económicas: Actividad Inmobiliaria, de bienes raíces, de terrenos, de inmuebles, de casas, de fincas, industrias, granjas y otros, para su compra, venta, arrendamiento, leasing. Así como comprar, vender, dar en arrendamiento toda clase de bienes muebles, equipos y demás bienes relacionados. Dentro de sus principales operaciones, se encuentra:

- Arrendamiento de Inmuebles
- Arrendamiento de Maquinaria y Equipo
- Arrendamiento de vehículos automotores
- Estructuración de modelos financieros

Actualmente, sus principales clientes son empresas relacionadas, con las que posee contratos de arrendamiento de largo plazo y de las cuales obtiene todos sus ingresos.

Análisis financiero de Inmobiliaria Mesoamericana

Activos

A junio de 2019 Inmobiliaria Mesoamericana presentó activos totales por US\$17,567.2 miles, reflejando un crecimiento interanual de 1.7% (US\$301.90 miles). El aumento de los activos totales estuvo asociado al incremento interanual de US\$670.40 millones (5.26%) de la propiedad, planta y equipo, específicamente por adquisiciones de maquinaria y equipo que reflejaron un crecimiento de 11.8%. Por su parte las cuentas por cobrar a compañías relacionadas mostraron una reducción interanual de 85.73%.

ESTRUCTURA DEL ACTIVO (MILES DE US\$)

Componente	dic-16	dic-17	dic-18	jun-18	jun-19
Activos					
Efectivo	0.1	0.1	-	0.1	0.2
Caja y Bancos	67.2	201.8	177.4	125.1	142.4
Cuenta por cobrar CR	100.0	62.9	53.7	307.7	43.9
Cuentas por cobrar cuenta restringida	219.9	219.9	219.9	219.5	219.9
Cuenta por cobrar fondo de titularización	-	-	-	61.0	57.0
Propiedad, planta y equipo	12,874.4	13,172.1	13,763.7	12,733.5	13,403.9
Préstamos a compañías relacionadas LP	3,500.0	3,500.0	5,500.0	3,500.0	3,500.0
Activo por impuesto diferido	384.0	318.4	199.9	318.4	199.9
Total activos	17,946.9	17,795.7	17,961.2	17,265.3	17,567.2

Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

Por otra parte la composición de los activos corresponde a la actividad de la Inmobiliaria ya que la propiedad, planta y equipo representa el primer lugar con una participación del 76.30%, dichos activos mostraron un aumento de 2.55 p.p. respecto a lo reportado en junio de 2018. El segundo lugar en participación fue para los préstamos a compañías relacionadas a largo plazo, los cuales comprendieron el 19.92% y corresponden a dos préstamos mercantiles otorgados a Cartonera Centroamericana S.A de C.V, el primero por un monto de US\$2,000 miles, con vencimiento en el año 2021 y otro por US\$1,500 miles, con vencimiento en el año 2022.

Pasivos

A junio de 2019, los pasivos totales de la Inmobiliaria fueron de US\$11,053.7 miles, equivalente a una reducción interanual de US\$1,373.1 miles (-11.05%) respecto a junio de 2018. Esta disminución estuvo relacionada al decremento de US\$1,179.50 miles (-12.71%) de las obligaciones financieras de largo plazo, específicamente por la disminución de los pasivos financieros por titularización. Asimismo las cuentas por pagar proveedores y préstamos a compañías relacionadas reflejaron disminuciones del orden del 49.78% y 21.26%.

ESTRUCTURA DEL PASIVO (MILES DE US\$)

Componente	dic-16	dic-17	dic-18	jun-18	jun-19
Pasivos					
Proveedores y otras cuentas por pagar	64.9	81.3	247.5	412.0	206.9
Préstamos y obligaciones financieras CP	1,975.2	2,234.6	1,566	1,606.4	1,264.8
Préstamos - CR	478.1	509.6	197.4	-	-
Vencimiento corriente de arrendamiento financiero LP	326.9	395.2	239.8	-	-
Provisiones	50.0	70.9	91.6	153.1	135.7
Préstamos y obligaciones financieras LP	11,069.3	10,010.0	10,649.6	9,281.1	8,101.6
ISR Diferido	898.5	974.2	1,344.7	974.2	1,344.7
Total Pasivos	14,057.9	13,371.0	13,899.4	12,426.8	11,053.7

Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

En cuanto a la composición de los pasivos, el 73.29% de sus pasivos son préstamos y obligaciones de largo plazo, compuestos por préstamos bancarios, arrendamientos financieros de maquinaria, y obligaciones financieras por titularización.

Patrimonio

A junio de 2019, Inmobiliaria Mesoamericana reportó un patrimonio de US\$6,513.5 miles, equivalente a un incremento de US\$1,675 miles (+34.62%) respecto a junio de 2018, este comportamiento obedece al incremento de utilidades retenidas y revaluaciones que reflejaron un aumento de US\$1,637.10 miles (+77.11%). En cuanto a las revaluaciones, estas se vieron influenciadas positivamente debido a las revaluaciones de edificios y terrenos que posee la compañía.

ESTRUCTURA DEL PATRIMONIO (MILES DE US\$)

Componente	dic-16	dic-17	dic-18	jun-18	jun-19
Patrimonio					
Capital social	2,301.7	2,301.7	2,301.7	2,301.7	2,301.7
Reserva Legal	103.5	163.3	231.2	-	-
Utilidades retenidas y revaluaciones	557.9	536.6	1,511.5	2,123.0	3,760.1
Utilidades (Pérdidas) de Período	925.9	1,423.1	2,017.3	413.8	451.7
Instrumento financiero de patrimonio	-	-	-	-	-
Total patrimonio	3,889.0	4,424.7	6,061.8	4,838.5	6,513.5

Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

Riesgos financieros de Inmobiliaria Mesoamericana

La institución, como parte de su política para administrar sus riesgos, ha elaborado las siguientes políticas, comités y procesos relacionados al adecuado manejo de sus operaciones:

Riesgo de crédito

La administración de Inmobiliaria Mesoamericana ha desarrollado políticas para el otorgamiento de crédito, de tal forma que la exposición al riesgo crediticio es monitoreada constantemente de acuerdo con el comportamiento de pago de los deudores, la antigüedad de los saldos y las garantías que presenten. El crédito está sujeto a evaluaciones en las que se considera la capacidad de pago, el historial y las referencias del cliente. Asimismo Inmobiliaria cuenta con un comité de aprobación integrado por el Presidente de la Junta Directiva, el Representante Legal, el Director Legal y el Ejecutivo Financiero, los cuales determinan la aprobación de cualquier operación que tenga que ver con la adquisición, arrendamiento o venta de bienes inmuebles.

Además, la compañía cuenta con una política sobre la administración y segmentación del riesgo, la cual permite categorizar a sus clientes en base a su nivel de riesgo, tomando en cuenta las recomendaciones del Grupo de Acción Financiera Internacional (GAFI) contra el lavado de dinero, el financiamiento del terrorismo y el financiamiento de la proliferación de armas de destrucción masiva.

Bajo esta línea Inmobiliaria cuenta con una política de adquisición de bienes muebles e inmuebles, la cual establece el proceso a seguir antes de formalizar cualquier contrato de arrendamiento

Política de arrendamiento de bienes muebles e inmuebles

El arrendamiento de bienes muebles e inmuebles aplicará únicamente a personas jurídicas, de acuerdo con el siguiente proceso:

- Las empresas solicitantes pueden optar por la figura de bienes muebles o inmuebles, bajo las modalidades: operativo o financiero. Las solicitudes deben ser canalizadas en Inmobiliaria Mesoamericana, S.A de C.V.
- El arrendamiento de bienes Inmuebles aplica en adquisición de bienes Inmuebles nuevos o en uso.
- Para cualquiera de las modalidades mencionadas Inmobiliaria procederá a evaluar los bienes objeto de arrendamiento; así como, la empresa solicitante.
- La Inmobiliaria de común acuerdo con la empresa solicitante podrán formular modelos financieros (Estructuraciones) para optar a operaciones de Bolsa u otra modalidad financiera.
- La Inmobiliaria podrá ofrecer entre sus servicios, la estructuración de modelos financieros no asociados a un arrendamiento.
- Las solicitudes deben ser presentadas por los interesados con la aprobación del Representante Legal de la empresa.
- Los términos y condiciones del arrendamiento estarán determinados con base al análisis financiero que realice la Inmobiliaria y que corresponda al beneficio financiero del solicitante. Todo lo anterior se dará a conocer en la carta de aprobación correspondiente.
- Para la formalización de las operaciones los solicitantes deberán presentar la información que requiera el departamento Legal de la Inmobiliaria.

Riesgo Operativo

Con el objetivo de mitigar el riesgo operativo de la entidad, Inmobiliaria posee un manual de políticas y procedimientos elaborado con recomendaciones del Grupo de Acción Financiera Internacional (GAFI, por sus siglas en inglés), en el cual establece los procedimientos a seguir en cada una de sus operaciones, así como el compromiso por mantener un personal capacitado.

Política contra el lavado de dinero y de activos, el financiamiento del terrorismo y la proliferación de armas

Esta política se aplica a clientes y proveedores de Inmobiliaria Mesoamericana S.A de C.V. a efectos de evitar el lavado de dinero y de activos, el financiamiento del terrorismo y la proliferación de armas de fuego. Para ello Inmobiliaria se asegura de obtener una identificación de cada nuevo cliente y proveedor, así como de monitorear la actividad de todos los clientes existentes con este proceso, la entidad busca evitar que sea utilizada como medio para legitimar activos provenientes de actividades delictivas.

Para este fin la Junta Directiva de Inmobiliaria ha creado un Departamento de Prevención de Lavado de Dinero y Financiamiento de Terrorismo, el cual es responsable de desarrollar las siguientes actividades:

- Establecer y modificar las disposiciones internas de la institución, para prevenir y detectar actos u operaciones sospechosas de lavado de dinero y financiamiento del terrorismo.
- Vigilar el debido y oportuno cumplimiento de la Ley, Reglamento y las Disposiciones del Instructivo de la Unidad de Investigación Financiera para la Prevención del Lavado de Dinero y el Financiamiento al Terrorismo.
- Analizar casos de operaciones sospechosas, y determinar si procede o no elaborar el reporte de operación sospechosa, en caso afirmativo dicho reporte debe enviarse a La UIF.
- Definir la política que incluya procedimiento reforzados para el control de las Personas Expuestas Políticamente.
- Emisión de alertas y actualización constante de los parámetros de inusuales de conformidad a cambios en los patrones de conducta delincuenciales o del tipo de clientes que poseen.
- Control sobre la integridad del personal de la institución, etc.

Política sobre Personas Expuestas Políticamente (PEPs)

Inmobiliaria Mesoamericana en orden a lo que dicta el artículo 9-B de la Ley Contra el Lavado de Dinero y de Activos y la Recomendación 12 de GAFI, ha adoptado medidas para el tratamiento de las Personas Expuestas Políticamente (PEPs), las cuales se enuncian a continuación:

- Contar con sistemas apropiados de manejo del riesgo para determinar si el cliente o beneficiario real es una Persona Políticamente Expuesta.
- Aprobación de la alta gerencia para establecer dichas relaciones comerciales.
- Tomar las medidas pertinentes para clientes de alto riesgo a efectos de definir el caudal y la fuente de los fondos.
- Creación de una Base de Datos de PEPs, la cual deberá contener información de sus empresas, ingresos, lugar de trabajo, cargo, entre otros.

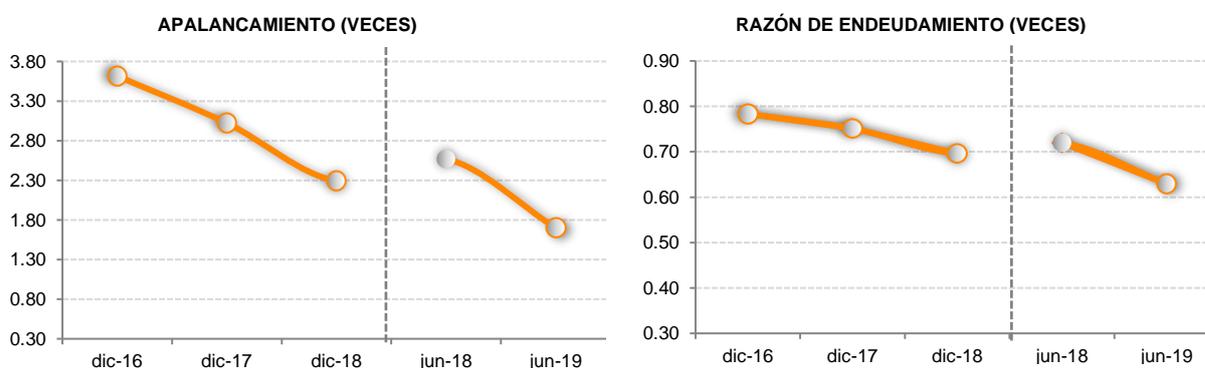
Supervisión y Control

La Inmobiliaria mantiene la respectiva Supervisión y Control de las operaciones que desarrolla, entre las cuales se incluyen:

- Mantenimiento de los bienes muebles e inmuebles en adecuado estado de conservación
- Cobertura de seguro asociada al bien arrendado
- Cumplimiento de canon de arrendamiento en su adecuada periodicidad
- Cumplimiento de operaciones en Bolsa y todos los cumplimientos indirectos que esto implica (Calificadores de riesgo, Información para inversionistas, etc.)
- Supervisión de cumplimiento de contratos
- Auditoría y control contable de cada operación.

Riesgo de solvencia

Se refiere a la probabilidad de incurrir en pérdidas derivado de grandes desequilibrios en la estructura de capital de la compañía. En este sentido la estructura de capital de Inmobiliaria Mesoamericana muestra una reducción en sus niveles de apalancamiento, de tal forma que a junio de 2019 el ratio entre deuda total y patrimonio se redujo al pasar de 2.57 veces a 1.70 veces como resultado de la reducción de sus pasivos totales de (-11.05%), influenciados por la reducción de obligaciones financieras de largo plazo (-12.7%), mientras que el patrimonio total de la Inmobiliaria reflejó un aumento de (34.62%) derivado del aumento de las utilidades retenidas y revaluaciones. Asimismo la razón de endeudamiento se ubicó en 0.63 veces, menor a la reportada en junio 2018 cuando fue de 0.72 veces, este comportamiento estaría asociado a la disminución de los pasivos y al incremento de los activos de la inmobiliaria (1.7%), específicamente de maquinaria y equipo que registraron un crecimiento de 5.3%.

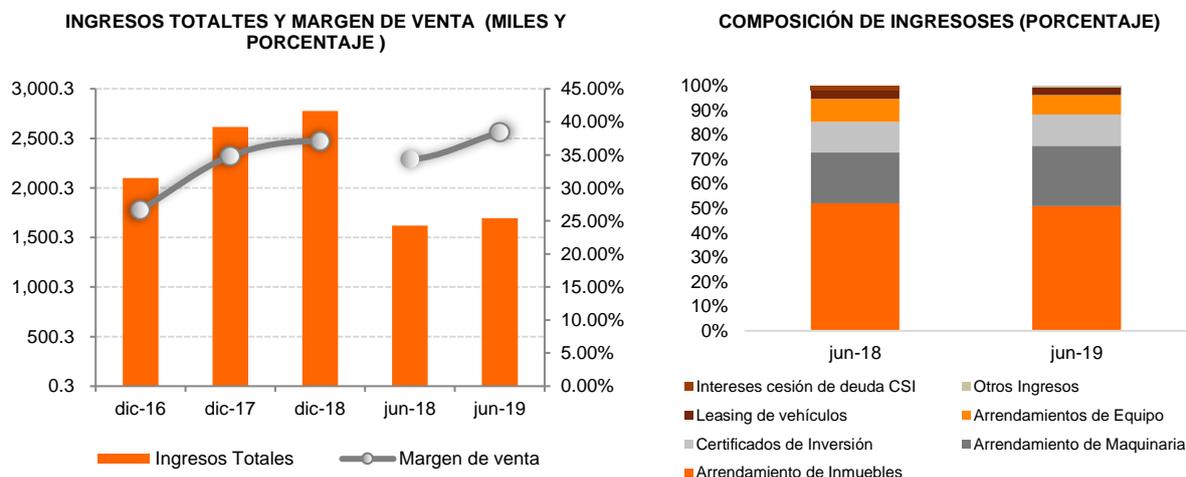


Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / **Elaboración:** PCR

Resultados Financieros de Inmobiliaria Mesoamericana

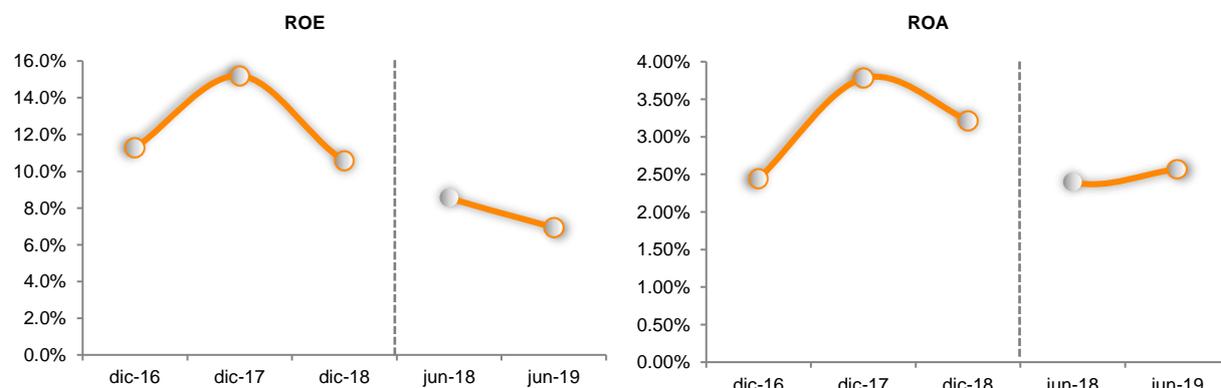
A junio de 2019 los ingresos totales reportados por Inmobiliaria Mesoamericana ascienden a US\$1,693 miles, equivalente a un incremento de US\$71.70 miles (4.42%) como resultado de mayores ingresos por arrendamiento de maquinaria, los cuales evidenciaron una tasa de crecimiento de 24.3%, ubicándose como la segunda fuente principal de ingresos de Inmobiliaria. Cabe destacar que a la fecha de análisis la entidad cuenta con contratos de largo plazo con compañías relacionadas, específicamente con Cartonera Centroamericana de la cual provienen el 70% de sus ingresos.

Por su parte, los costos de la Inmobiliaria reflejaron una disminución del 2.11%, dejando como resultado una mejora en el margen de venta, el cual pasó de 34.31% en junio 2018 a 38.42% en junio 2019.



Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

A junio 2019 la utilidad neta de Inmobiliaria Mesoamericana ascendió a US\$451.7 miles, reflejando una tasa de crecimiento de 9.16% respecto de junio 2018. Por su parte el ROE se ubicó en 6.9%, levemente menor al 8.6% de junio 2018, este comportamiento obedece al incremento en el patrimonio derivado del aumento en revaluaciones. Por su parte el ROA pasó de 2.4% a 2.57% en junio 2019.



Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

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

Reseña

CARSA fue fundada en Guatemala en 1953 y trasladada a El Salvador en 1959. Acumulando más de 50 años de experiencia en el mercado local, se posiciona como uno de los proveedores más importantes de empaques de material corrugado en el país y la región Centroamericana. Al igual que Inmobiliaria Mesoamericana, CARSA es parte del grupo internacional Sigma Q que tiene una larga trayectoria en diseño, pre prensa, producción y comercialización de empaques.

A continuación se presenta la estructura accionaria de la sociedad:

NÓMINA DE ACCIONISTAS

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

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

Gobierno corporativo y responsabilidad social

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

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

JUNTA DIRECTIVA

Cargo	Nombre
Presidente	Ing. José Roberto Rivera Samayoa
Vicepresidente	Lic. Álvaro Ernesto Guatemala Cortéz
Secretario	Lic. Oscar Armando Calderón Arteaga
Directora Suplente	Licda. Alejandra Yarhi Deneke

PLANA GERENCIAL

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

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

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

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

Gestión integral de riesgo

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

Riesgo crediticio

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

Riesgo de tipo de cambio e interés

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

Riesgo tecnológico

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

Estrategia

CARSA es una compañía dedicada a la producción de cajas y productos de cartón y papel, que cuenta con una plaza industrial de 15,000 metros cuadrados. A la fecha de análisis, las líneas de producto y segmentos que atiende son los siguientes:

Productos

CARSA es una compañía dedicada a la producción de cajas y productos de cartón y papel, que cuenta con una plaza industrial de 15,000 metros cuadrados. A la fecha de análisis, los segmentos y las líneas de productos que atiende son los siguientes:

Segmentos

- Alimentos, bebidas
- Agroindustria, cuidado personal
- Industria, Maquila
- Confección, comercio, entre otras.

Líneas de productos

- Cajas de corrugado y microcorrugado
- Productos promocionales
- Exhibidores
- Cartón chip y cara blanca

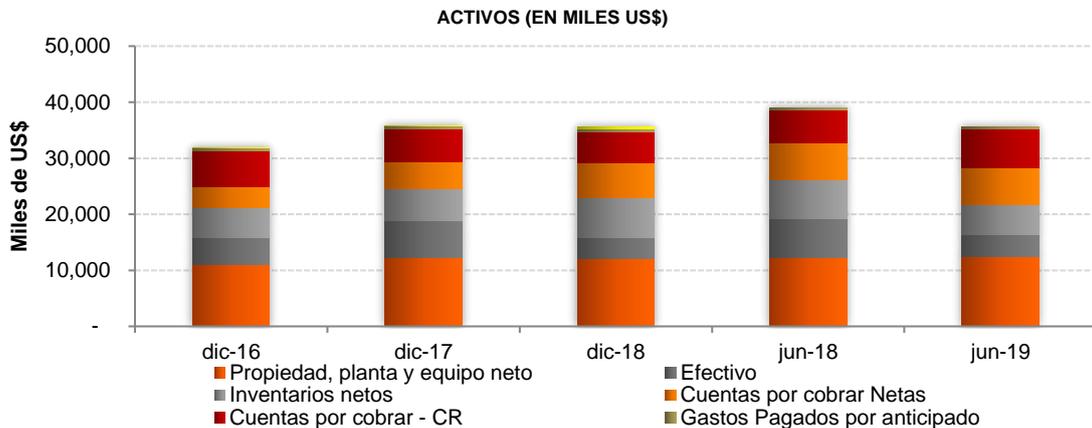
Análisis cuantitativo de CARSA

Análisis Financiero

Activos

A junio de 2019 Cartonera Centroamericana registró activos totales por US\$35,563 miles, observando una disminución interanual de 8.77% (US\$3,420 miles). La disminución de los activos estuvo influenciada por la caída del efectivo, la cual disminuyó 43.90% (-US\$3,076 miles), asimismo los inventarios de la compañía se redujeron en 23.39%. Por su parte las cuentas por cobrar a compañías relacionadas mostraron un crecimiento interanual de 20.99%, permitiendo atenuar la caída del efectivo y el inventario.

Asimismo, a junio de 2019 Cartonera Centroamericana mantiene cuentas por cobrar de clientes categoría "A" por US\$1.3 millones, reflejando una cobertura de 2.2 veces sobre la prenda cedida por el originador.



Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

De acuerdo con las variaciones observadas a junio 2019, la composición de activos de CARSA refleja que el efectivo tiene una participación de 11.05% respecto de los activos totales, menor a la reportada en junio 2018, cuando fue de 17.97%, asimismo los inventarios reflejaron una menor participación al ubicarse en 14.97% (17.82% en junio 2018). Por su parte, las cuentas por cobrar mostraron una participación de 35.18%, mayor a la registrada en junio 2018 (31.49%).

Pasivos

A junio de 2019 los pasivos totales de Cartonera Centroamericana fueron de US\$15,101 miles, observando una reducción interanual de US\$4,304 miles (-22.18%) respecto a junio de 2018. Esta disminución estuvo relacionada al decremento de US\$1,179.50 miles (-47.74%) de los préstamos y obligaciones financieras de largo plazo. Asimismo los préstamos bancarios de corto plazo se redujeron en 10.29% (-US\$1,021 miles).

PASIVOS (EN MILES US\$)					
Componente	dic-16	dic-17	dic-18	jun-18	jun-19
Proveedores y otras cuentas por pagar	1,856	3,949	1,540	1,448	1,110
Cuentas por pagar – CR	389	407	203	383	358
Provisiones	610	351	476	649	918
Préstamos bancarios CP	6,764	8,043	9,636	9,921	8,900
Préstamo y otras obligaciones a LP	3,500	3,500	3,500	6,697	3,500
Otros	320	320	302	307	315
Total	13,438	16,571	15,657	19,405	15,101

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

Patrimonio

Al periodo de análisis el patrimonio de Cartonera Centroamericana se ubicó en US\$20,461 miles, equivalente a un incremento de US\$884 miles (+4.52%) respecto a junio de 2018, este comportamiento obedece al incremento de utilidades retenidas, que observaron un aumento de US\$3,993 miles (+46.34%). Asimismo el capital social de la compañía reflejó un crecimiento interanual de 2.67% (+US\$192 miles), como resultado del incremento en el capital realizado en diciembre de 2018.

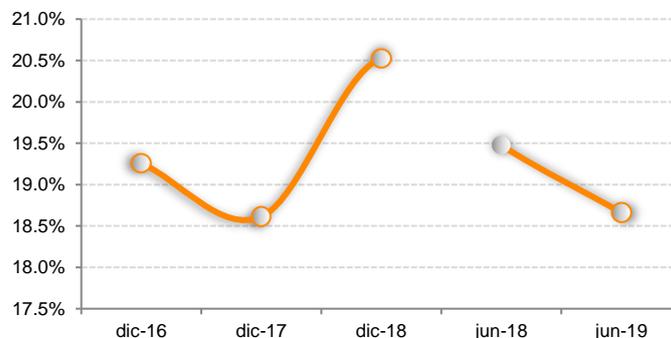
PATRIMONIO (EN MILES US\$)					
Componente	dic-16	dic-17	dic-18	jun-18	jun-19
Capital social	7,200	7,200	7,392	7,200	7,392
Reserva Legal	1,070	1,151	1,266	-	-
Utilidades Retenidas y Revaluaciones	10,077	10,774	11,340	11,925	12,610
Utilidad del ejercicio	-	-	-	452	460
Total Patrimonio	18,347	19,125	19,998	19,577	20,461

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

Análisis de Resultados

A junio de 2019 las ventas totales de Cartonera Centroamericana ascendieron a US\$20,231.9 miles, mostrando una reducción interanual de US\$335.4 miles (-1.63%), como resultado de la disminución de las ventas comerciales a Panamá (-93.01%) y a compañías relacionadas en Costa Rica (-10.32%). Por su parte los costos de ventas se redujeron en 0.64% equivalente a un decremento de US\$106 miles respecto a junio 2018. En este sentido, derivado de una mayor caída en los ingresos respecto de los costos, el margen de venta se ubicó en 18.66%, menor a lo reportado en junio 2018 (19.47%).

MARGEN DE VENTA

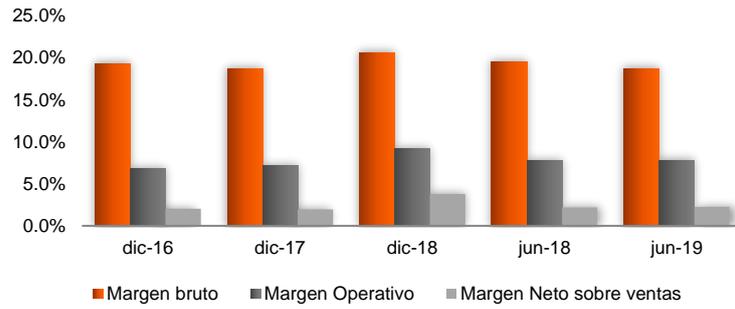


Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

Análisis de Rentabilidad y Cobertura

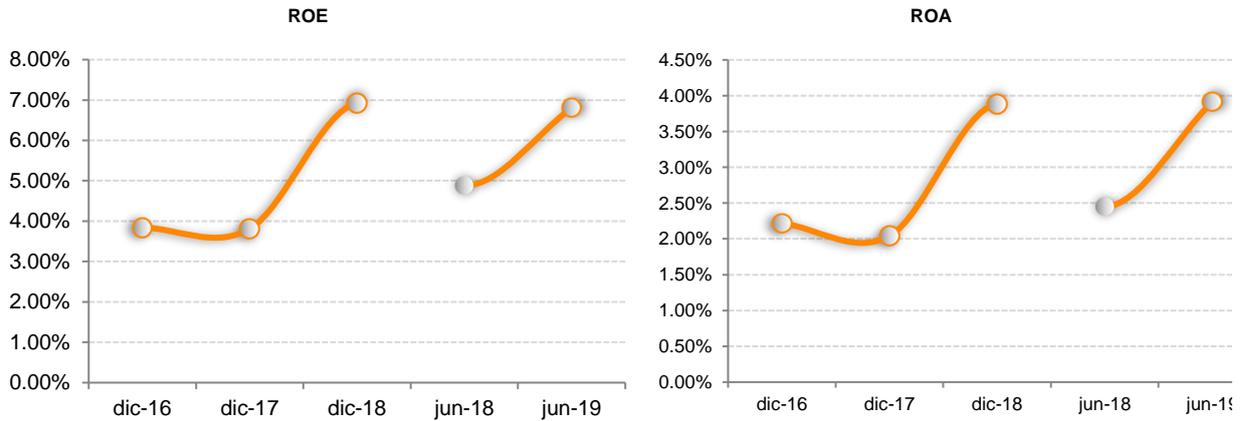
Al periodo de estudio el margen operativo se mantuvo estable respecto a junio 2018, al ubicarse en 7.8%. Por su parte la utilidad neta reportada por la compañía fue de US\$459.50 miles, mostrando un incremento interanual de 1.7% respecto de junio 2018, resultando de una ligera mejora en el margen neto sobre ventas, el cual pasó de 2.2% a 2.3% en junio 2019, este incremento estuvo relacionado a un menor pago de impuesto sobre la renta que tuvo una reducción de 46.45%.

MARGENES DE RENTABILIDAD



Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

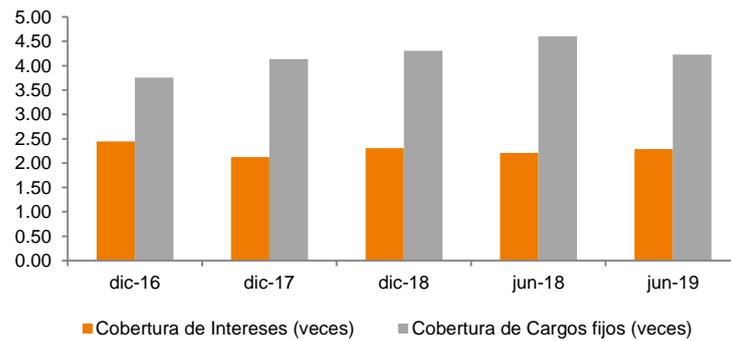
A junio 2019 la utilidad neta sobre el patrimonio mostró una mejora al pasar de un ROE de 4.88% a junio 2018 a 6.80% en junio 2019. Asimismo el ROA aumentó de 2.45% en junio 2018 a 3.91% en junio 2019, como resultado del incremento en la utilidad neta y la disminución del 8.8% en sus activos.



Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

A junio 2019 la cobertura EBITDA/ cargos fijos reflejó una disminución al pasar de 4.60% en junio 2018 a 4.23% en junio 2019, como resultado del incremento de 3.8% en los gastos de administración. Por su parte la cobertura de intereses reflejó una ligera mejora derivado del incremento del 2.1% en la EBITDA y a la reducción del 4.8% en el pago de intereses.

COBERTURA (VECES)

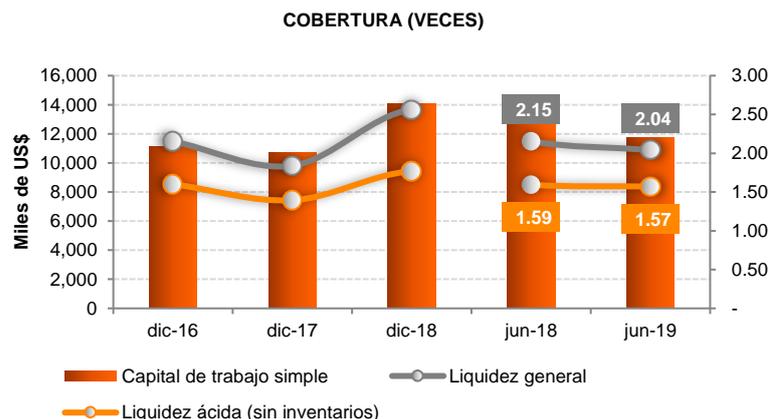


Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

Liquidez

Al periodo de análisis la liquidez de CARSA se mantuvo relativamente estable, reflejando la capacidad de la entidad para hacer frente a sus obligaciones de corto plazo ante cualquier eventualidad, en este sentido la liquidez general

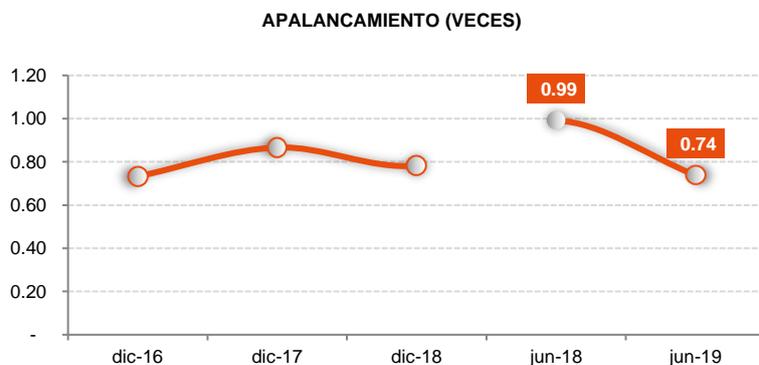
se ubicó en 2.04 veces (junio 2018: 2.15 veces). Por su parte la prueba ácida que excluye los inventarios fue de 1.57 veces, levemente menor al 1.59 veces de junio 2018.



Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

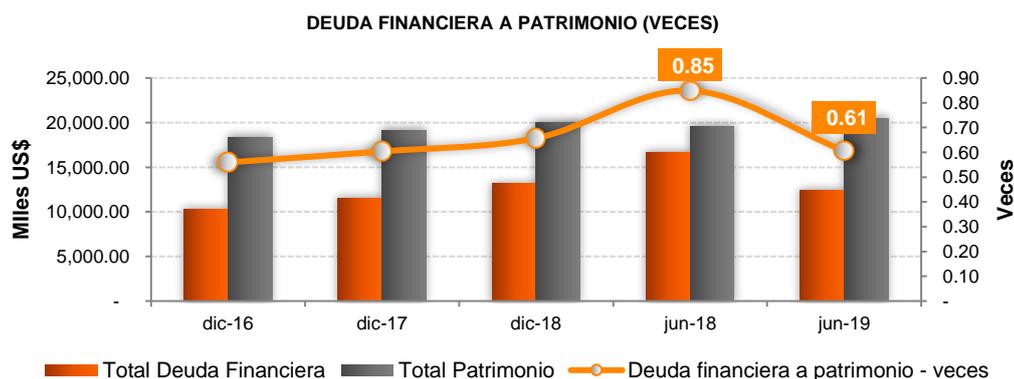
Endeudamiento y solvencia

A junio de 2019 el ratio entre deuda total y patrimonio disminuyó, al pasar de 0.99 veces a 0.74 veces como resultado de la variación interanual de los pasivos totales (-22.2%), como resultado de la cancelación de préstamos bancarios a largo plazo, así como por el moderado crecimiento del patrimonio total (4.5%) derivado del aumento de las utilidades retenidas y el capital social.



Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

Asimismo la razón de deuda financiera frente al patrimonio presentó una disminución al ubicarse en 0.61 veces a junio 2019 versus 0.85 veces a junio 2018, como resultado de la disminución de los préstamos bancarios a largo plazo.



Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

Cobertura de titularización

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

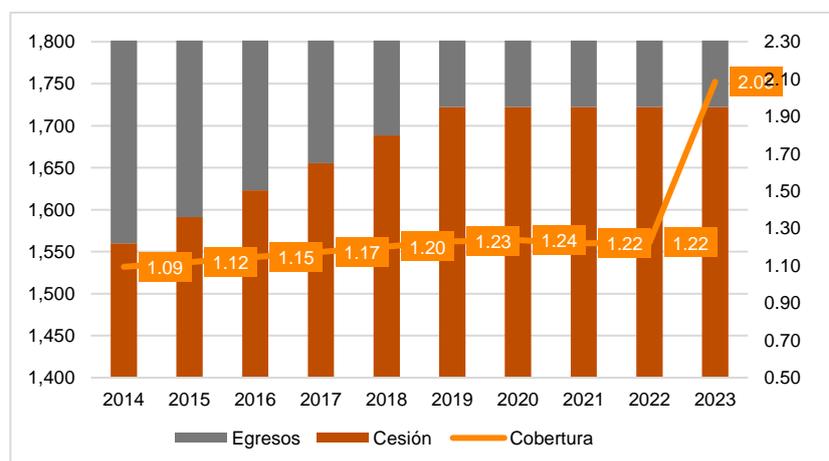
De acuerdo con el modelo proyectado, la cuota de arrendamiento de CARSA a Inmobiliaria Mesoamericana, constituía el total de sus ingresos, y coincide con el monto a ceder al fondo de titularización. Este ingreso está garantizado parcialmente por el contrato de arrendamiento, firmado entre ambas compañías. Por su parte, tomando en consideración todos los egresos relacionados al Fondo de Titularización, la cuota de arrendamiento provee los suficientes fondos para cubrir todas sus obligaciones, con una cobertura no menor de 1.09 veces y con un promedio de 1.27 veces durante la vida de la emisión.

CESIÓN DE INGRESOS PROYECTADOS (MILES US\$)

Escenario	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Ingresos por arrendamiento	1,560	1,591	1,623	1,655	1,689	1,722	1,722	1,722	1,722	1,722
Cesión	1,560	1,591	1,623	1,655	1,689	1,722	1,722	1,722	1,722	1,722
Egresos	1,428	1,425	1,419	1,413	1,406	1,399	1,392	1,412	1,407	826
Cobertura de cesión por arrendamiento (veces)	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Cobertura de egresos por arrendamiento	1.09	1.12	1.14	1.17	1.20	1.23	1.24	1.22	1.22	2.09

Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

CESIÓN DE INGRESOS PROYECTADOS (MILES US\$)



Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

A junio de 2019, se han pagado 67 cuotas equivalente a un monto de cesión de US\$9.1 millones, mientras que la cesión acumulada en el primer semestre de 2019 fue de US\$861 miles, reflejando una cobertura creciente de acuerdo con el modelo presentado, resultando de una cobertura de egresos por arrendamiento de 1.26 veces, superior a levemente superior a lo proyectado para el año 2019 (1.23 veces).

CESIÓN E INGRESOS POR ARRENDAMIENTO REALES (MILES US\$)

Escenario	2014	2015	2016	2017	2018	jun-18	jun-19
Ingresos por arrendamiento (CARSA)	1,560	1,591	1,623	1,655	1,689	844	861
Cesión	1,560	1,591	1,623	1,655	1,689	844	861
Egresos	1,428	1,425	1,419	1,413	1,406	689	685
Cobertura de cesión por arrendamiento (veces)	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Cobertura de egresos por arrendamiento (veces)	1.09	1.12	1.14	1.17	1.20	1.23	1.26

Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

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

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

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

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

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

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

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

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

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

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

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

ESCENARIO CONSERVADOR CARTONERA CENTROAMERICANA (0%) – MILES US\$

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

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

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

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

CESIONES MENSUALES (US\$)

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

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

Resumen de los estados Financieros No Auditados

Inmobiliaria Mesoamericana

BALANCE GENERAL

Componente	dic-16	dic-17	dic-18	jun-18	jun-19
Activos					
Efectivo	0.1	0.1	-	0.1	0.2
Disponible restringido	67.2	201.8	177.4	125.1	142.4
Cuenta por cobrar deuda subordinada	100.0	62.9	53.7	307.7	43.9
Cuentas por cobrar cuenta restringida	219.9	219.9	219.9	219.5	219.9
Cuenta por cobrar fondo de titularización	-	-	-	61.0	57.0
Otras cuentas por cobrar	39.2	36.6	46.7	-	-
Vencimiento corriente de cuentas por cobrar LP - CR	269.7	284.0	-	-	-
Costo amortizable por titularización	208.4	-	-	-	-
Cuentas por cobrar LP - CR	284.0	-	-	-	-
Propiedad, planta y equipo	12,874.4	13,172.1	13,763.7	12,733.5	13,403.9
Préstamos a compañías relacionadas LP	3,500.0	3,500.0	3,500.0	3,500.0	3,500.0
Activo por impuesto diferido	384.0	318.4	199.9	318.4	199.9
Total activos	17,946.9	17,795.7	17,961.2	17,265.3	17,567.2
Pasivos					
Proveedores y otras cuentas por pagar	64.9	81.3	247.5	412.0	206.9
Préstamos - CR	478.1	509.6	197.4	1,606.4	1,264.8
Porción circulante préstamo bancario	62.4	193.4	203.2	-	-
Vencimiento corriente de pasivo financiero por titularización	838.0	857.9	925.6	-	-
Vencimiento corriente de cuentas por pagar a largo plazo	269.8	278.5	-	-	-
Vencimiento corriente de arrendamiento financiero de LP	326.9	395.2	239.8	-	-
Provisiones	50.0	70.9	91.6	153.1	135.7
Pasivo financiero de titularización	6,262.1	5,279.3	4,364.8	-	-
Préstamos a LP deuda subordinada	-	-	-	-	-
Préstamos bancarios a LP	136.6	564.5	358.3	9,281.1	8,101.6
Cuentas por pagar a largo plazo menos vencimiento corriente	278.5	-	-	-	-
Arrendamiento financiero a LP menos circulante	892.2	666.3	426.5	-	-
Certificados de inversión de deuda a LP	3,500.0	3,500.0	3,500.0	-	-
ISR Diferido	898.5	974.2	1,344.7	974.2	1,344.7
Total Pasivos	14,057.9	13,371.0	13,899.4	12,426.8	11,053.7
Patrimonio					
Capital social	2,301.7	2,301.7	2,301.7	2,301.7	2,301.7
Reserva Legal	103.5	163.3	231.2	-	-
Utilidades retenidas y revaluaciones	557.9	536.6	1,511.5	2,123.0	3,760.1
Utilidades (Pérdidas) de Período	925.9	1,423.1	2,017.3	413.8	451.7
Instrumento financiero de patrimonio	-	-	-	-	-
Total patrimonio	3,889.0	4,424.7	6,061.8	4,838.5	6,513.5
Total patrimonio + pasivo	17,946.9	17,795.7	17,961.2	17,265.3	17,567.2

Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

ESTADO DE RESULTADO (MILES)

Componente	dic-16	dic-17	dic-18	jun-18	jun-19
Ingresos	2,098.6	2,615.0	2,777.0	1,621.3	1,693.0
Costo de Venta	1,539.1	1,704.2	1,747.7	1,065.0	1,042.5
Utilidad Bruta	559.5	910.8	1,029.4	556.3	650.5
Gastos de administración	7.8	86.8	140.6	-	109.1
Total de Gastos de operación	7.8	86.8	140.6	1.5	-
Utilidad de Operación	551.7	824.0	888.8	490.0	541.4
Gastos Financieros	0.1	-	-	-	-
Operaciones no recurrentes	-	-	-	-	-
Otros ingresos (gastos) netos	69.9	30.6	81.7	-	(11.0)
Utilidad Antes de ISR	621.5	854.5	970.5	490.0	530.4
ISR	183.5	182.1	329.7	76.2	78.7
Utilidad Neta	438.0	672.4	640.8	413.8	451.7

Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

INDICADORES FINANCIEROS

Componentes	dic-16	dic-17	dic-18	jun-18	jun-19
Liquidez general	11.12%	25.74%	27.37%	6.20%	9.69%
Margen bruto	26.66%	34.83%	37.07%	34.31%	38.42%
Margen Operativo	26.29%	31.51%	32.00%	30.22%	31.98%
Cobertura de pasivo ajustado / patrimonio	1.42	1.82	1.07	1.50	0.88
Cobertura de pasivo ajustado / EBITDA	2.33	3.05	1.96	2.63	2.06
Razón de Endeudamiento (veces)	0.78	0.75	0.70	0.72	0.63
Apalancamiento	3.61	3.02	2.29	2.57	1.70

Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

Cartonera Centroamericana
BALANCE GENERAL (MILES)

Componente	dic-16	dic-17	dic-18	jun-18	jun-19
Efectivo	4,805	6,556	3,785	7,007	3,931
Cuentas por cobrar Netas	3,819	4,897	6,090	6,591	6,453
Cuentas por cobrar - CR	6,232	5,838	5,601	5,794	7,010
Inventarios netos	5,310	5,676	7,148	6,948	5,323
Gastos Pagados por anticipado	547	479	473	369	333
Propiedad, planta y equipo neto	11,065	12,246	12,092	12,274	12,512
Activos intangibles y otros	8	4	469	-	-
Total de Activos	31,785	35,696	35,658	38,982	35,563
Proveedores y otras cuentas por pagar	1,856	3,949	1,540	1,448	1,110
Cuentas por pagar - CR	389	407	203	383	358
Arrendamiento financiero a CP	-	-	-	-	-
Cuentas por pagar a largo plazo	-	-	-	-	-
Préstamos bancarios a CP	6,764	8,043	6,805	9,921	8,900
Provisiones	610	351	476	649	918
Préstamo fiduciario	3,500	3,500	3,500	3,500	3,500
Arrendamiento financiero a LP	-	-	-	-	-
Cuentas por pagar a largo plazo	-	-	-	-	-
Préstamos bancarios a LP	-	-	2,831	3,197	-
ISR Diferido	320	320	302	-	-
Total Pasivos	13,438	16,571	15,657	19,405	15,101
Capital social	7,200	7,200	7,392	7,200	7,392
Reserva Legal	1,070	1,151	1,266	-	-
Utilidades Retenidas y revaluaciones	10,077	10,774	11,340	11,925	12,610
Utilidad del ejercicio actual	-	-	-	452	460
Total Patrimonio	18,347	19,125	19,998	19,577	20,461
Total Pasivos + Patrimonio	31,785	35,696	35,658	38,982	35,563

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

ESTADO DE RESULTADO (MILES)

Componente	dic-16	dic-17	dic-18	jun-18	jun-19
Ingresos	34,806	37,398	36,666	20,567	20,232
Costo de Venta	28,103	30,437	29,142	16,562	16,456
Utilidad Bruta	6,703	6,961	7,525	4,005	3,776
Gastos de Distribución y venta	2,563	2,609	2,417	1,536	1,308
Gastos de administración	1,785	1,683	1,747	870	893
Utilidad de Operación	2,355	2,669	3,361	1,600	1,575
Gastos Financieros	964	1,258	1,458	724	689
Operaciones no recurrentes	-	-	-	-	-
Otros ingresos (gastos) netos	(348)	(252)	207	2.9	13.9
Utilidad AISR	1,043	1,159	1,696	550	518
Impuesto contribución especial	37	45	33	23	18
ISR	302	385	279	76	41
Utilidad Neta	705	729	1,385	452	460
Resultados por revaluación P&E	-	766	-	-	-

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

INDICADORES FINANCIEROS

Componente	dic-16	dic-17	dic-18	jun-18	jun-19
EBITDA/Servicio de la Deuda	4.40	3.53	2.96	3.11	3.22
Mínimo (1.60)	1.60	1.60	1.60	1.60	1.60
EBITDA/ Servicio de Deuda (PCPLP)*		2.30	2.51	2.43	2.62
Deuda Financiera/Patrimonio	0.56	0.60	0.66	0.85	0.61
Máximo (0.85)	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85
DEUDA /Patrimonio*		0.47	0.41	0.43	0.38
Deuda/EBITDA	2.92	2.87	3.24	4.16	3.04
Máximo (3.25)	3.75	3.75	3.25	3.25	3.25
Deuda/EBITDA*		2.39	2.07	2.21	1.91
Utilidad Bruta/Gastos de Operación	1.81	1.94	1.97	2.00	2.03
Mínimo (1.40)	1.40	1.40	1.40	1.40	1.40
Utilidad Bruta/Gastos Operativos*		1.65	1.66	1.66	1.67
CxC Relacionadas/Patrimonio	0.34	0.31	0.28	0.30	0.34
Máximo (0.35)	0.35	0.35	0.35	0.35	0.35
CxC Relacionadas / Patrimonio*		0.18	0.17	0.21	0.20

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

Nota sobre información empleada para el análisis

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

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