

## Emisión de Certificados de Inversión Inmobiliaria Mesoamericana S.A de C.V.

<b>Comité No. 14/2020</b>	
<b>Informe con EEFF Auditados al 31 de diciembre de 2019</b>	<b>Fecha de comité: martes 14 de abril de 2020</b>
Periodicidad de actualización: Semestral	Sector Inmobiliario, El Salvador
<b>Equipo de Análisis</b>	
Alexis Figueroa <a href="mailto:afigueroa@ratingspcr.com">afigueroa@ratingspcr.com</a>	Isaura Merino <a href="mailto:imerino@ratingspcr.com">imerino@ratingspcr.com</a> (503) 2266-9471

HISTORIAL DE CLASIFICACIONES					
Fecha de información	dic-16	dic-17	dic-18	jun-19	dic-19
Fecha de comité	25/04/2017	19/04/2018	30/04/2019	29/10/2019	14/04/2020
Emisión de Certificados de Inversión (CIIMSA01)	A	A	A	A	A
Perspectiva	Estable	Estable	Estable	Estable	Estable

### Significado de la Clasificación

**Categoría A:** Corresponde a aquellos instrumentos en que sus emisores cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía que pertenece.

"Dentro de una escala de clasificación se podrán utilizar los signos "+" y "-", para diferenciar los instrumentos con mayor o menor riesgo dentro de su categoría. El signo "+" indica un nivel menor de riesgo, mientras que el signo menos "-" indica un nivel mayor de riesgo".

La información empleada en la presente clasificación proviene de fuentes oficiales; sin embargo, no garantizamos la confiabilidad e integridad de esta, por lo que no nos hacemos responsables por algún error u omisión por el uso de dicha información. Asimismo, la presente clasificación de riesgo es independiente y no ha sido influenciada por otras actividades de la Clasificadora. El presente informe se encuentra publicado en la página web de PCR (<https://www.ratingspcr.com>), donde se puede consultar adicionalmente documentos como el código de conducta, la metodología de clasificación respectiva y las clasificaciones vigentes.

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

### Racionalidad

En Comité Ordinario de Clasificación de Riesgo, PCR decidió por unanimidad ratificar la clasificación de la emisión de certificados de inversión de Inmobiliaria Mesoamericana S.A de C.V en "A" con perspectiva "Estable".

La clasificación se fundamenta en la alta capacidad de pago de Inmobiliaria Mesoamericana, derivado de cánones de arrendamiento con Cartonera Centroamericana (CARSA). Asimismo, se toma en consideración los resguardos legales que garantizan el cumplimiento de pago. Adicionalmente, se destaca la pertenencia de ambas compañías al Grupo Sigma Q.

### Perspectiva

Estable

### Resumen Ejecutivo

- **Márgenes de rentabilidad de CARSA muestran un comportamiento estable.** A diciembre de 2019, el margen de utilidad neto de CARSA se ubicó en 3.7%, reflejando un comportamiento estable respecto de diciembre de 2018 (3.8%). Este comportamiento estaría relacionado por una parte, a la leve disminución del margen bruto y por otro a la disminución de los gastos operativos lo cual generó una menor presión en el resultado financiero de la compañía.
- **Incremento en los Ingresos totales de IMSA.** Al periodo de análisis, los ingresos totales de Inmobiliaria Mesoamericana ascendieron a US\$3,322.8 miles, registrando una tasa de crecimiento de 2.6% respecto de diciembre 2018, como resultado del incremento de los ingresos por arrendamientos, principal fuente de ingresos de la compañía.
- **Mejora en los niveles de solvencia de IMSA.** A diciembre de 2019 la estructura de capital de Inmobiliaria Mesoamericana muestra una reducción en sus niveles de apalancamiento, en este sentido el ratio entre deuda total y patrimonio se redujo, al pasar de 1.81 veces a 1.44 veces como resultado de la reducción de sus pasivos totales de (-8.97%), influenciados por la reducción de obligaciones financieras de largo plazo (-12.03%), mientras que el patrimonio total de la Inmobiliaria reflejó un aumento de (14.5%). Asimismo, la razón de endeudamiento se ubicó en 0.59 veces, menor a la reportada en diciembre 2018 cuando fue de 0.64 veces.
- **Resguardos Legales.** IMSA se obliga a no vender, pignorar, dar en garantía o caución, y/o transferir bajo ningún título o modo, ni constituir derecho real o personal alguno a favor de terceros sobre los préstamos prendarios relacionados a la emisión. En caso de que la sociedad CARSA realice el prepago o pago anticipado de los créditos, el pago será utilizado y destinado única y exclusivamente para el pago de las obligaciones derivadas de los certificados de inversión de la presente emisión.

- **Respaldo del grupo corporativo.** Inmobiliaria Mesoamericana forma parte del grupo corporativo Casa de Oro Q, propiedad del grupo SIGMAQ PACKAGING, S.A, una empresa con más de cincuenta años de experiencia en el mercado de empaques. Actualmente cuenta con doce unidades de negocio, y ocho oficinas de venta y distribución localizadas en América, el Caribe y Asia.

### **Metodología utilizada**

*La opinión contenida en el informe se basó en la aplicación de la metodología para Metodología para calificación de riesgo de instrumentos de deuda de corto, mediano y largo plazo, acciones preferentes y emisores (PCR-SV-MET-O-012, El Salvador) vigente del Manual de Calificación de Riesgo aprobado en Comité de Metodologías con fecha 10 de noviembre de 2017. Normalizado bajo los lineamientos del Artículo 8 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.*

### **Limitaciones Potenciales para la calificación**

PCR dará seguimiento a la generación de flujos de efectivo de la Inmobiliaria proveniente de los ingresos de cánones de arrendamiento con empresas relacionadas, especialmente CARSA, empresa dedicada a la producción de cajas y productos de cartón, la cual puede verse afectada debido a la actual coyuntura económica y financiera que atraviesa el país a consecuencia de los efectos de la pandemia por COVID-19. En este sentido, algunos organismos internacionales como el Fondo Monetario Internacional han estimado una contracción de la economía nacional del orden de -5.4% para el año 2020, derivado de las medidas de asilamiento y cierre de actividades productivas con el fin de frenar la propagación del virus.

### **Información utilizada para la clasificación**

- **Información Financiera:** Estados Financieros Auditados correspondientes al 31 de diciembre de 2015-2019.
- **Riesgo Crediticio:** Política de crédito.
- **Riesgo Operativo:** Manual de políticas y procedimientos.
- **Riesgo de Liquidez:** Indicadores de Liquidez.
- **Riesgo de Solvencia:** Estructura de capital y razón de endeudamiento.

### **Hechos de Importancia de IMSA**

- Para el ejercicio 2019 Inmobiliaria Mesoamericana contrató la firma Price Waterhouse Coopers como auditores externos. El informe de auditoría y notas a los Estados Financieros se presentó a la Junta General de Accionistas el día 14 de febrero de 2020.
- A diciembre 2019, algunos saldos del estado de situación financiera comparativo al 31 de diciembre de 2018 y del estado de resultados integrales comparativo, por el año terminado en esa fecha, han sido reexpresados para corregir los efectos de ajustes de años anteriores y reclasificados.
- A diciembre de 2019, los Estados Financieros de Inmobiliaria Mesoamericana reflejan la adopción de la NIIF 16 relacionada a los Arrendamientos. Los principios de medición de la NIIF 16 solo implicó la reclasificación del saldo del activo por derecho de uso y del pasivo por arrendamientos, y no resultó en ajustes a las utilidades acumuladas, en la fecha de aplicación inicial.
- En febrero de 2019 Inmobiliaria Mesoamericana S.A. de C.V. adquirió un préstamo por un monto de US\$112,228.00 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 negociado 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.

### **Contexto Económico**

De acuerdo con la última medición del PIB publicada por el Banco Central de Reserva (BCR), al cierre del año 2019 la tasa de crecimiento económico del país se ubicó en 2.38%, similar a la registrada en el año 2018 (2.44%) y superior al promedio anual observado durante los últimos cinco años (2.2%). El crecimiento del país se vio influenciado por la recuperación económica mostrada al segundo y tercer trimestre de 2019, ambos trimestres con tasas de crecimiento

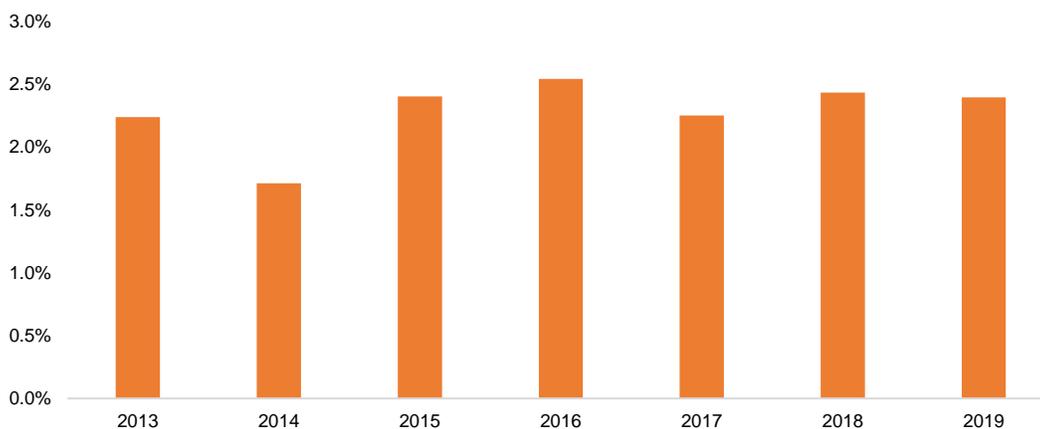
interanuales del 3.0%, lo cual significó una reversión de la tendencia hacia la baja durante los cinco trimestres previos. Desde el enfoque de la demanda, el elemento que mostró el mayor aporte al crecimiento fue el consumo privado, el cual reflejó una contribución de 2.19%, no obstante esta contribución fue levemente menor a la registrada en el año 2018 (2.59%), de tal forma que el comportamiento del consumo privado estaría influenciado por el desempeño de las Remesas Familiares las cuales constituyen un ingreso disponible para el gasto de consumo de las familias salvadoreñas y que a diciembre 2019 alcanzaron un valor de US\$5,648.96 millones, equivalente a un aumento de US\$258.4 millones (+4.8%) respecto a diciembre de 2018. La dinámica de las Remesas estaría asociada al comportamiento positivo del mercado laboral estadounidense donde la tasa de desempleo hispana disminuyó cuatro puntos básicos pasando de 3.9% en diciembre de 2018 a 3.5% en diciembre de 2019, reflejando una mayor ocupación de este segmento de población. Por su parte, las importaciones presentaron una contribución al crecimiento del PIB de 1.85%, menor al 2.47% reportado en el año 2018, influenciado por la desaceleración de estas que pasaron de registrar una tasa de crecimiento de 5.5% en 2018 a 3.8% en 2019.

Por el lado de la oferta, los sectores que contribuyeron a un mayor aporte al crecimiento fueron: la Construcción (0.49%), Actividades Financieras y de Seguros (0.29%), Suministro de electricidad, gas, vapor y aire acondicionado (0.26%), y la Industria Manufacturera (0.22%). En cuanto al sector construcción este sigue siendo impulsado por la continuidad de proyectos de infraestructura residencial tales como condominios y torres de apartamento, así como edificios para centros comerciales y de oficina. Las Actividades Financieras y de Seguros se han visto beneficiadas por la abundante liquidez de la economía y el crecimiento de las primas. A diciembre de 2019, los depósitos totales reportados por el sistema bancario ascendieron a US\$13,679.27 millones, reflejando una tasa de crecimiento interanual de 11%. Mientras que la cartera crediticia se ubicó en US\$12,863.5 millones, equivalente a una tasa de crecimiento de 5.2%. En cuanto al sector seguros, este resultó favorecido por el crecimiento de las primas productos que presentaron un monto de US\$758.94 millones, reflejando una tasa de crecimiento de 4.93%. En cuanto a la Industria Manufacturera, su contribución al crecimiento estaría asociada a la fabricación de productos minerales no metálicos, así como la fabricación de metales comunes y productos metálicos, actividades que se encuentran relacionada a la dinámica del sector construcción.

Por su parte, el sector de suministro de electricidad se ha visto beneficiado por la reducción de los precios del petróleo lo cual permite que empresas locales muestren una mayor generación de energía eléctrica. A diciembre de 2019, la generación de energía térmica que se obtiene a base de derivados del petróleo alcanzó los 1,606.1 GWh, equivalente a un incremento de 426.5 GWh (+36.16%), mientras que en diciembre de 2018 había reflejado una reducción de -27.5%. En este sentido, la generación eléctrica nacional transada durante el año 2019 fue de 5,189.7 Gigavatios/hora, reflejando una tasa de crecimiento interanual de 8.6%.

El PIB Nominal en el 2019 acumuló los US\$27,022.64 millones, con un incremento nominal interanual de \$905.24 millones (equivalente a una tasa de crecimiento de 3.47% anual), siendo menor a lo observado en el año previo cuando se registró un 4.55%.

**VARIACIONES ANUALES DEL PIB 2013-2019 (SERIE ENCADENADA Y DESESTACIONALIZADA)**



Fuente: Banco Central de Reserva / Elaborado: PCR

## Resumen de la emisión

### DATOS BÁSICOS DE LA EMISIÓN

CONCEPTO	DETALLE
Nombre del emisor	: Inmobiliaria Mesoamericana S.A. de C.V.
Denominación	: CIIMSA01
Clase de Valor	: Certificados de Inversión representado por anotaciones electrónicas de valores en cuenta.
Definición del Instrumento	Son títulos que representan una parte de un crédito constituido a cargo de una sociedad registrada como Emisora de Valores. Por sus características, estos títulos son considerados de renta fija y equivalentes con un bono, con la diferencia que los tenedores de estos no forman Juntas de tenedores de Bonos y que pertenecen a la categoría de títulos no reglamentados
Monto máximo de la emisión	: De hasta cuatro millones de dólares de los Estados Unidos de América (\$4,000,000.00) que serán colocados en dos o más diferentes tramos de hasta dos millones de dólares de los Estados Unidos de América (\$2,000,000.00) cada uno.

<b>Plazo de la emisión</b>	:	La emisión cuenta con un plazo desde uno hasta nueve años a partir de la fecha de colocación de cada tramo.
<b>Transferencia de los valores</b>	:	Los traspos de los valores representados por anotaciones electrónicas de valores en cuenta son por medio de transferencia contable en el Registro de Cuenta de Valores que lleva la Central de Depósito de Valores, S.A. DE C.V. (CEDEVAL, S.A. de C.V.) de forma electrónica.
<b>Interés Moratorio</b>	:	En caso de mora en el pago de capital, el emisor reconocerá a los Tenedores de los valores, además, un interés del 5.00% anual sobre la porción del capital de la cuota correspondiente en mora.
<b>Destino de los recursos:</b>	:	Los fondos que se obtengan por la negociación de la presente emisión serán destinados para la cancelación de préstamos mercantiles de Inmobiliaria Mesoamericana S.A. de C.V.

*Fuente: The Network Co./Elaboración: PCR*

### **Características del instrumento clasificado**

La emisión se compone por Certificados de Inversión, representada por anotaciones electrónicas de valores en cuenta a colocar por Inmobiliaria Mesoamericana (IMSA). Los valores emitidos son obligaciones negociables (títulos de deuda). La emisión se encuentra dividida en una serie de tramos por la suma de hasta US\$ 4 millones de dólares de los Estados Unidos de América.

#### **DETALLE DE LA EMISIÓN**

<b>CONCEPTO</b>	<b>DETALLE</b>
<b>Monto de la Emisión</b>	US\$4.0 millones de dólares norteamericanos.
<b>Plazo de la emisión</b>	La emisión cuenta un plazo desde uno hasta nueve años a partir de la fecha de colocación de cada tramo.
<b>Tasa de Interés</b>	El emisor está obligado a pagar intereses de forma mensual sobre el saldo de las anotaciones en cuenta de cada titular durante todo el período de vigencia de la emisión que se calcularán con base en el año calendario. El emisor establecerá la tasa de interés a pagar previo a la colocación de cada tramo.
<b>Periodicidad de Pago de Intereses</b>	Mensual

*Fuente: The Network Co./Elaboración: PCR*

### **Características de los Tramos**

El monto de la emisión es por la suma de US\$4.0 millones, sin embargo se colocaron US\$3.5 millones, distribuidos en dos tramos. El capital se pagará al vencimiento del plazo y los intereses están obligados a pagarse mensualmente, a partir de la fecha de colocación a través del procedimiento establecido por la Central de Depósito de Valores, S.A. de C.V. (CEDEVAL, S.A. DE C.V.).

A opción de Inmobiliaria Mesoamericana S.A. de C.V., podrá haber redenciones anticipadas de capital, parciales o totales, a partir del décimo trimestre o en los trimestres sucesivos después de cada tramo de emisión, previo acuerdo de la Junta Directiva de Inmobiliaria Mesoamericana S.A. de C.V., en el cual se establecerá el procedimiento respectivo y que oportunamente, con un plazo mínimo de 5 días hábiles, se hará del conocimiento de la Bolsa de Valores y CEDEVAL. La Bolsa de Valores hizo del conocimiento del mercado las condiciones de redención anticipada que le hayan sido comunicadas.

### **Obligaciones del emisor**

El emisor hace constar que ha otorgado dos créditos prendarios a favor de la sociedad Cartonera Centroamericana S.A. de C.V., según constan en las Escrituras Públicas la primera por la suma de US\$ 2,000,000 para el plazo de siete años, contados a partir de su otorgamiento, es decir el día doce de febrero del año dos mil catorce, al once punto cero por ciento (11%) de interés anual sobre saldos, durante los primeros cinco años del referido crédito y a partir del sexto año con un incremento anual y acumulativo de uno punto cinco cero por ciento sobre la tasa inicial establecida, con un techo máximo de catorce por ciento, cuyo destino sería el pago de deudas a favor de terceros, así mismo en el referido instrumento se hace constar que la sociedad Cartonera Centroamericana S.A. de C.V., prometió la constitución de prenda sin desplazamiento sobre una maquina Impresora troqueladora, la cual respaldaría las obligaciones contenidas en el referido crédito, y en los demás términos pactados y condiciones que constan en dicho instrumento;

La segunda Escritura Pública por la suma de US\$2,000,000 para el plazo de diez años contados a partir de su otorgamiento, es decir el día veintiséis de noviembre del año dos mil catorce, al doce punto cinco por ciento (12.50%) de interés anual sobre saldos, durante los primeros cinco años del referido crédito y a partir del sexto año con un incremento anual y acumulativo de uno punto cinco cero por ciento sobre la tasa inicial establecida, así mismo en el referido instrumento se hace constar que la Sociedad Cartonera Centroamericana S.A. de C.V., prometió la constitución de prenda sin desplazamiento sobre máquina Impresora troqueladora, la cual respaldaría las obligaciones contenidas en el referido crédito, y en los demás términos pactados y condiciones que constan en dicho instrumento.

Y una tercera Escritura Pública otorgada a la sociedad Cartonera Centroamericana S.A. de C.V, a favor del emisor, Prenda sin desplazamiento sobre una maquina impresora troqueladora de las siguientes características: Marca: Martín; Modelo: DRO GT; Serie: UN MIL SEISCIENTOS VIENTIOCHO; Origen: Francia; Año: DOS MIL ONCE; Impresión a tres colores; Formato máximo UN MIL SEISCIENTOS mms por DOS MIL OCHOCIENTOS mms; Producción nominal: once mil pliegos/hora, prenda que garantiza hasta la cantidad de tres millones seiscientos mil Dólares de los Estados Unidos de América, garantizando los dos créditos antes relacionados en una proporción del cincuenta por ciento para cada uno. Garantía debidamente inscrita en el Registro de Comercio el día nueve de enero del año dos mil quince, al Número CINCO del Libro DOS MIL TRESCIENTOS CUARENTA Y NUEVE del Registro de Prendas.

### **Obligaciones de No Hacer**

El emisor se obliga a no vender, pignorar, dar en garantía o caución, y/o transferir bajo ningún título o modo, ni constituir derecho real o personal alguno, a favor de terceros, sobre los préstamos prendarios relacionados a los párrafos anteriores, así como sobre los flujos económicos derivados de los mismos. Dicha obligación está sujeta al plazo de las emisiones.

### **Obligaciones Hacer**

El emisor se obliga y se compromete a utilizar y destinar única y exclusivamente los flujos económicos derivados de los préstamos prendarios detallados anteriormente, para el pago de las obligaciones derivadas de los certificados de inversión de la presente emisión. En el caso que la sociedad CARSA, realice el prepago o pago anticipado de los créditos anteriormente indicados, el pago recibido por el emisor será utilizado y destinado única y exclusivamente para el pago de las obligaciones derivadas de los certificados de inversión de la presente emisión, el cual tiene prohibido un destino diferente al mismo. Este caso en particular también se someterá al plazo estipulado para las emisiones.

### **En caso de Incumplimiento**

En caso de incumplimiento de las obligaciones y en especial de las obligaciones de hacer y no hacer descritas en el prospecto de la emisión, el plazo y sus correspondientes tramos caducarán, lo que dará derecho a cada tenedor de los certificados de inversión a que pueda exigir la petición de cumplimiento sin pena de iniciar las acciones ordinarias o ejecutivas contenidas en el Código Procesal Civil y Mercantil, todo ello dependiendo del tipo de incumplimiento. Podrá iniciarse un proceso Común Declarativo de Incumplimiento de Contrato, solicitando la terminación del mismo y pidiendo la Indemnización por daños y perjuicios que este incumplimiento ocasionare a cada uno de los tenedores de los certificados de inversión; dejando abierta la posibilidad de entablar de forma simultánea la solicitud de Medidas Cautelares, con el fin de solicitar de manera preventiva cualquiera de las medidas establecidas en el artículo cuatrocientos treinta y seis del Código Procesal Civil y Mercantil a efectos de salvaguardar los derechos de los tenedores de los certificados de inversión derivados de la presente emisión. De incumplida la obligación de hacer, para efectos de reclamar las pretensiones judiciales pertinentes, en el caso de existir insolvencia de pago, quiebra u otra situación que conlleve a la mora en el pago de capital e intereses, los titulares de los referidos certificados de inversión, de conformidad con los artículos cuarenta y cinco y siguientes de la Ley de Anotaciones Electrónicas de Valores en Cuenta tendrán el derecho de solicitar al emisor, por medio de una Casa de Corredores de Bolsa, a fin de que ésta solicite a su vez a la Central de Depósito de Valores, S.A. de C.V. (CEDEVAL), la expedición de certificados de anotaciones en cuenta, que tendrán como efecto legal la materialización de los valores a que se refieran o en su defecto solicitar a la Central de Depósitos de Valores, S.A. de C.V. (CEDEVAL), certificación o constancia en que se determine la titularidad de las anotaciones correspondientes y así determinar al titular de los certificados de inversión producto de la presente emisión.

Todo lo anterior, para seguir el proceso ejecutivo regulado en los artículos cuatrocientos cincuenta y siete y siguientes del Código Procesal Civil y Mercantil. También se cuantificará el incumplimiento de la obligación de hacer por medio de certificaciones de saldo extendidas por los contadores de cada uno de los tenedores de los certificados de inversión que desearan iniciar las acciones legales correspondientes, debiendo contar con el visto bueno del gerente de cada tenedor de certificado de inversión, que pretenda iniciar el proceso ejecutivo, todo ello según lo establecido en el artículo un mil ciento trece del Código de Comercio, la disposición anterior aplica si el tenedor de los certificados de inversión fuera persona jurídica, ya que para el caso de las personas naturales no es necesario presentar las certificaciones de saldo para promover la acción ejecutiva que se menciona.

### **Destino de los Fondos**

Los fondos obtenidos por la negociación de la presente emisión fueron destinados para la cancelación de préstamos mercantiles de Inmobiliaria Mesoamericana S.A. de C.V. con la sociedad The Network Company Enterprises Inc.

### **Análisis del Originador**

---

#### **Reseña**

Inmobiliaria Mesoamericana S.A. de C.V., es una sociedad salvadoreña que fue constituida en febrero de 2012. Como parte de su finalidad, 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.

#### **Filosofía de la Organización**

---

Inmobiliaria Mesoamericana S.A de C.V como subsidiaria de Casa de Oro Q, comparte una misma visión y filosofía, la cual se fundamenta en el cumplimiento de responsabilidades éticas y legales, por lo que, en su manual de política integral, se establecen las diferentes políticas acordes a su visión, de las cuales se mencionan las siguientes:

- **Identidad:** Una sociedad caracterizada por conducirse en el mercado con calidad y decencia, reconociendo que todo comportamiento ético guarda relación directa con la dignidad de la persona humana. Asimismo, la entidad se compromete a llevar sus negocios con transparencia, respeto absoluto de la ley y a observar las disposiciones institucionales, así como las reglamentarias.

- **Ética realista:** Con el propósito de evitar los abusos que se puedan presentar en el mundo de los negocios, en el ámbito comercial, en el laboral, así como en el accionar empresarial, se adoptan normas de conducta que recogen la filosofía de carácter ético respaldada por los accionistas y directores.
- **Confidencialidad:** El personal de la empresa reconoce que existe un compromiso con la empresa para que toda la información que sea de su conocimiento no pueda ser divulgada a terceros, aun después del cese de su cargo.
- **Conducta para hacer negocios:** Cualquier negocio o gestión que realice la sociedad deberá realizarse bajo los principios de la ética y el cumplimiento de la ley.
- **Preservación de los activos:** La empresa, consciente que posee activos de gran valor, algunos tangibles y otros intangibles, los preserva con responsabilidad y esmero.

## Gobierno Corporativo

De acuerdo con el análisis efectuado por PCR, Inmobiliaria Mesoamericana cuenta con un nivel de desempeño Óptimo<sup>1</sup> respecto a sus prácticas de Gobierno Corporativo.

Dentro de los aspectos de Gobierno Corporativo, la Inmobiliaria cuenta con una política integral establecida, la cual considera los derechos y obligaciones de los accionistas y los miembros de la Junta Directiva, asimismo, cuenta con políticas de información, convocatoria, presentación, delegación de votos y conformación del Directorio. Cabe destacar que, de acuerdo con sus estatutos los miembros que conforman el Directorio no deben ser empleados de la compañía y además no deben tener vínculos económico o familiares con la misma.

Por otra parte, 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 es de (US\$2,301.7 miles) y 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%
<b>Total Acciones Suscritas y Pagadas</b>	<b>23,017</b>	<b>100%</b>

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	Descuento de cuentas por cobrar
Inmobiliaria Mesoamericana S.A de C.V.	El Salvador, Guatemala y Honduras	Arrendamiento de activos fijos, leasing, entre otros.
ENERGY Q	El Salvador	Proyectos de energía renovable

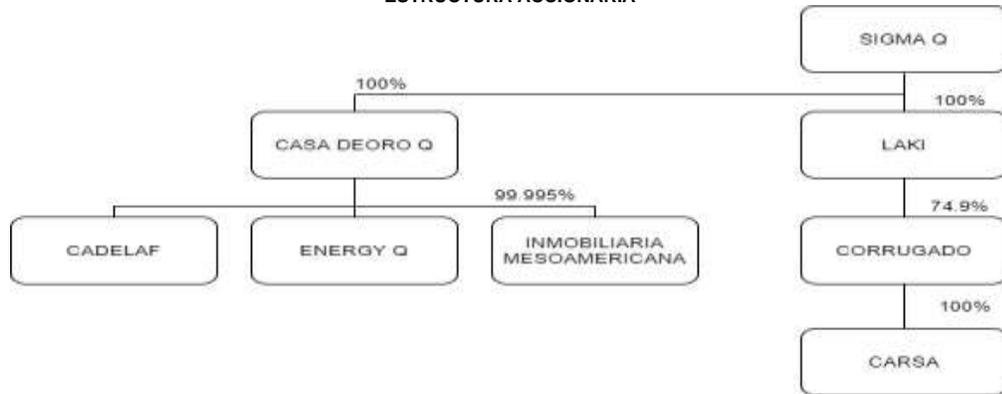
Fuente: Casa de Oro Q / Elaboración: PCR

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.

<sup>1</sup> En la evaluación de Gobierno Corporativo, el nivel Óptimo es equivalente a la categoría GC2 en una escala de 6 niveles, donde GC1 es la categoría máxima y GC6 es la mínima.

### ESTRUCTURA ACCIONARIA



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	José Roberto Rivera Samayoa
Vicepresidente	Álvaro Ernesto Guatemala Cortez
Secretario	Oscar Armando Calderón Arteaga
Director Suplente	Alejandra Yarhi Deneke

Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

### Plana Gerencial

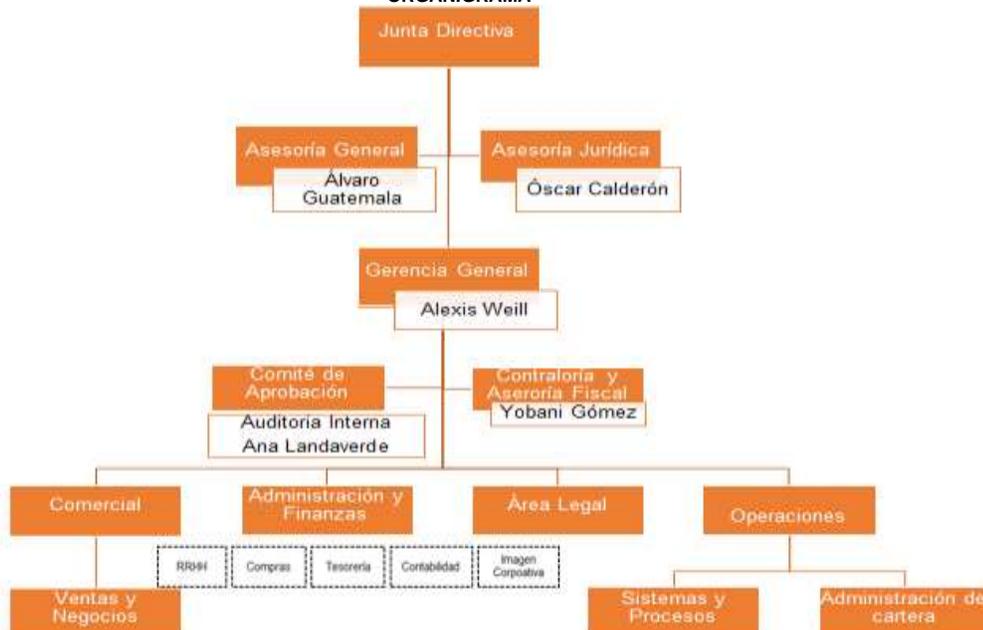
En opinión de PCR, la sociedad posee personal capacitado y con experiencia en la dirección de las diferentes áreas estratégicas. A diciembre de 2019 la compañía cuenta con un Gerente General, graduado de la Licenciatura en Economía por la University of Pennsylvania, con Máster en Administración de Empresas (MBA) del MIT Sloan School of Management, en Cambridge Massachussets. 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.

#### PLANA GERENCIAL

Cargo	Nombre
Gerente General	Lic. Alexis Henri Weill Sussmann

Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana/ Elaboración: PCR

#### ORGANIGRAMA



Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

## Responsabilidad Social Empresarial

De acuerdo con el análisis efectuado por PCR, Inmobiliaria Mesoamericana cuenta con un nivel de desempeño Óptimo<sup>2</sup> respecto a sus prácticas de Responsabilidad Empresarial.

La compañía ha identificado sus principales grupos de interés para los cuales se han definido estrategias de participación, esto con el objetivo de guiar el buen funcionamiento de las actividades empresariales bajo principios de ética empresarial y valores. Asimismo, la Inmobiliaria cuenta con políticas ambientales desde el año 2014, y una política de erradicación de la discriminación, trabajo infantil y trabajo forzoso. Cabe destacar que, al ser miembro del Grupo SigmaQ se encuentra regida bajo sus códigos de conducta y ética, los cuales se enfocan en la prevención de los delitos de lavado de dinero y de activos.

## 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
- Crédito para Capital de Trabajo

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.

El mercado objetivo de la Inmobiliaria son todos aquellos sujetos de crédito que comprueben ventas anuales de más de US\$1,000 miles, que tengan necesidades de financiamiento mayores a US\$50 miles y hasta US\$3,000 miles y que presenten proyectos viables y rentables.

## Análisis financiero de Inmobiliaria Mesoamericana

### Activos

A diciembre de 2019, los activos totales de Inmobiliaria Mesoamericana se ubicaron en US\$17,679.7 miles, levemente inferior a lo registrado en diciembre de 2018 cuando fue de US\$17,785.9 miles (-0.6%). La disminución estaría relacionada a la reclasificación de algunos activos realizada a partir del primero de enero de 2019, en donde maquinaria que fue adquirida por medio de contratos de arrendamiento financiero fue clasificada como activo por derecho de uso<sup>3</sup>, lo cual implicó el reconocimiento de las respectivas amortizaciones. En este sentido la Propiedad, planta y equipo neto se ubicó en US\$12,828.3 miles, equivalente a una disminución interanual de US\$960 miles (-6.9%), mientras que el activo por derecho de uso ascendió a US\$820.3 miles. Por otra parte, el efectivo se ubicó en US\$138.5 miles, mostrando una reducción de 21.9% derivado de la disminución de los depósitos a la vista. En cuanto a los gastos pagados anticipadamente estos ascendieron a US\$84.2 miles, mayor en US\$76.3 miles respecto a diciembre 2018.

ESTRUCTURA DEL ACTIVO (MILES DE US\$)

Componente	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19
<b>Activos</b>					
Efectivo	0.1	0.1	0.1	177.4	138.5
Cuenta por cobrar -CR	49.5	100.0	62.9	53.7	53.7
Cuentas por cobrar cuenta restringida	219.9	219.9	219.9	219.9	219.9
Otras cuentas por cobrar	29.3	39.2	36.6	38.8	34.8
Gastos pagados por anticipado	-	-	-	7.9	84.2
Propiedad, planta y equipo neto	11,597.6	12,874.4	13,172.1	13,788.3	12,828.3
Préstamos a compañías relacionadas LP	4,000.0	3,500.0	3,500.0	3,500.0	3,500.0
Activo por impuesto diferido	-	384.0	318.4	-	-
Activo por derecho de uso	-	-	-	-	820.3
<b>Total activos</b>	<b>16,999.4</b>	<b>17,946.9</b>	<b>17,795.7</b>	<b>17,785.9</b>	<b>17,679.7</b>

Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

En cuanto a la estructura de los activos, la Propiedad, Planta y Equipo neto registra una participación de 72.56%, inferior al reportado en diciembre de 2018 (77.52%) como resultado de la reclasificación efectuada en el año 2019. Al periodo de análisis, la propiedad, planta y equipo de Inmobiliaria Mesoamericana se encuentra compuesta principalmente por Maquinaria y Equipo Industrial<sup>4</sup> que representan aproximadamente el 37.1% de los activos fijos, seguido por un Terreno y un Edificio donde se ubican las oficinas de Carsa, cuyas participaciones son de 24.6% y 19.3%, respectivamente.

Los préstamos a compañías relacionadas a largo plazo se ubican en segundo lugar con un monto de US\$3,500 miles, representando el 19.80% de los activos totales 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. Cabe destacar que, de acuerdo con el prospecto de emisión de

<sup>2</sup> La evaluación de Responsabilidad Social, el nivel Óptimo es equivalente a la categoría RSE2 en una escala de 6 niveles, donde RSE1 es la categoría máxima y RSE6 es la mínima.

<sup>3</sup> Los bienes que integran el activo por derecho de uso comprenden maquinaria industrial adquirida por medio de contratos de arrendamiento, la cual está subarrendada a compañías relacionadas. A diciembre de 2019, el saldo inicial del año fue de US\$1,024.2 miles, mientras que las amortizaciones fueron de US\$203.8 miles, dejando al final del año un resultado neto de US\$820.3 miles

<sup>4</sup> La maquinaria más representativa son dos Impresoras Troqueladoras, ambas reflejan un valor neto de US\$3,250 miles.

certificados de inversión, Inmobiliaria Mesoamericana se obliga y compromete a utilizar y destinar única y exclusivamente, los flujos económicos derivados de los préstamos antes mencionados para el pago de las obligaciones derivadas de los certificados de inversión.

## Pasivos

A diciembre de 2019, los pasivos totales de la Inmobiliaria se ubicaron en US\$10,423.3 miles, equivalente a una reducción interanual de US\$1,027.2 miles (-8.97%) respecto de diciembre de 2018. Esta disminución estaría relacionada al decremento de las obligaciones financieras de largo plazo (-12.03%), específicamente por la disminución del pasivo financiero por titularización el cual se ubicó en US\$3,366.1 miles, siendo US\$998.67 (-22.9%) menor respecto de diciembre de 2018. Cabe aclarar que los pasivos por arrendamiento financiero se incluyeron en la cuenta de arrendamientos financieros hasta el 31 de diciembre de 2020, y se han reclasificado a la cuenta pasivos por arrendamiento a partir del 1 de enero de 2019 como resultado del proceso de adopción de la nueva norma de arrendamiento NIIF16. En este sentido, a diciembre de 2019 la cuenta por arrendamiento financiero a corto y largo plazo aparecen con saldo cero, mientras que la cuenta de pasivo por arrendamiento registra un saldo de US\$176.6 miles para corto plazo y US\$223.4 miles para largo plazo<sup>5</sup>.

### ESTRUCTURA DEL PASIVO (MILES DE US\$)

Componente	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19
<b>Pasivos</b>					
Proveedores y otras cuentas por pagar	83.8	64.9	81.3	247.5	74.7
<b>Préstamos y obligaciones financieras CP</b>	<b>1,152.8</b>	<b>1,975.2</b>	<b>2,234.6</b>	<b>1,566.0</b>	<b>1,671.9</b>
Préstamos – CR	54.7	478.1	509.6	197.4	485.3
Porción circulante préstamo bancario	58.0	62.4	193.4	203.2	190.2
Vencimiento corriente de pasivo financiero por titularización	783.2	838.0	857.9	925.6	996.4
Vencimiento corriente de arrendamiento financiero de LP	-	326.9	395.2	239.8	-
Vencimiento corriente de pasivo por arrendamiento	-	-	-	-	176.6
Provisiones	34.5	50.0	70.9	91.6	103.1
<b>Préstamos y obligaciones financieras LP</b>	<b>8,277.3</b>	<b>11,967.8</b>	<b>10,984.2</b>	<b>9,545.3</b>	<b>8,396.9</b>
Pasivo financiero de titularización	7,100.1	6,262.1	5,279.3	4,364.8	3,366.1
Préstamos bancarios a LP	200.7	136.6	564.5	358.3	378.6
Arrendamiento financiero a LP menos circulante	-	892.2	666.3	426.5	-
Pasivo por arrendamiento a LP	-	-	-	-	223.4
Certificados de inversión de deuda a LP	-	3,500.0	3,500.0	3,500.0	3,500.0
ISR Diferido	428.3	898.5	974.2	895.7	928.9
<b>Total Pasivos</b>	<b>9,548.4</b>	<b>14,057.9</b>	<b>13,371.0</b>	<b>11,450.4</b>	<b>10,423.3</b>

Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

A diciembre de 2019, el 80.6% de los pasivos totales registrados por la Inmobiliaria Mesoamericana corresponden a préstamos y obligaciones de largo plazo, en este sentido el pasivo financiero por titularización a largo plazo tiene una participación de 32.3% sobre el total de los pasivos, el cual corresponde al saldo del Fondo de Titularización Ricorp Titularizadora-Inmobiliaria Mesoamericana cero uno (FRTIME01) suscrito en diciembre de 2013 por un monto de US\$9,300 miles mediante dos tramos; el tramo 1, por un monto de US\$6,510 miles a un plazo de 10 años y una tasa de interés de 7% y el tramo 2, por un monto de US\$2,790 miles a un plazo de 7 años y una tasa de interés de 6.5%.

El segundo pasivo de mayor importancia para la Inmobiliaria son los Certificados de Inversión a largo plazo, los cuales representan a diciembre de 2019 el 33.6% de los pasivos totales y que corresponden a los dos tramos efectuados por Inmobiliaria: el tramo I, por un monto de US\$2,000 miles, con vencimiento en febrero de 2021 devengando una tasa de interés a diciembre de 2019 de 11.86% (10.31% en diciembre de 2018) y el tramo II por un monto de US\$1,500 miles con vencimiento en noviembre de 2024, devengando una tasa de interés de al 31 de diciembre de 2019 y 2018 de 11.01%.

## Patrimonio

A diciembre de 2019, Inmobiliaria Mesoamericana registró un patrimonio de US\$7,256.4 miles, equivalente a un incremento de US\$920.93 miles (+14.5%) respecto de diciembre de 2018, como resultado del incremento en las utilidades retenidas las cuales se ubicaron en US\$3,232.7 reflejando una tasa de crecimiento de 27.5%, cabe aclarar que el incremento estaría relacionado a los ajustes por corrección de errores de años anteriores, dicho ajuste fue equivalente a un incremento en las utilidades retenidas de US\$1,241.2 miles<sup>6</sup>. Asimismo, la reserva legal mostró un incremento de 30.6%. De acuerdo con lo establecido por el Código de Comercio, de la utilidad neta del ejercicio, la compañía debe separar el 7% para formar o incrementar la reserva legal. El límite mínimo legal de dicha reserva deberá ser la quinta parte del capital social. A diciembre de 2019, la reserva legal representa el 13.1% del Capital Social.

### ESTRUCTURA DEL PATRIMONIO (MILES DE US\$)

Componente	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19
<b>Patrimonio</b>					
Capital social	2,301.7	2,301.7	2,301.7	2,301.7	2,301.7
Reserva Legal	60.0	103.5	163.3	231.2	302.1
Superávit por revaluación	-	-	-	544.0	499.0
Utilidades retenidas	579.2	925.9	1,423.1	1,912.6	3,232.7 <sup>7</sup>
Utilidades (Pérdidas) de Período	510.2	557.9	536.6	1,345.9	920.9

<sup>5</sup>La compañía arrienda varias máquinas industriales, las cuales han sido subarrendadas a compañías relacionadas.

<sup>6</sup> Incremento en las utilidades retenidas estaría relacionado a la reclasificación de alguno activos que pasaron a ser reconocidos como propiedad de inversión, teniendo un efecto en los niveles de depreciación.

<sup>7</sup> Calculado en base a utilidades retenidas de 2018: US\$3,258.5 miles + (realización de superávit por revaluación US\$45.05 miles) – (traslado a reserva legal US\$70.85 miles).

<b>Total patrimonio</b>	<b>3,451.0</b>	<b>3,889.0</b>	<b>4,424.7</b>	<b>6,335.5</b>	<b>7,256.4</b>
-------------------------	----------------	----------------	----------------	----------------	----------------

Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

## Riesgos financieros

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 créditos, 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, la 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.

Para operaciones de capital de trabajo, decrecientes, arrendamientos o cupos de crédito otorgados por la Inmobiliaria, estarán respaldadas normalmente con documentos (privados o de fuerza ejecutiva) y pagaré general por el valor total de la operación. En este sentido podrán ser aceptadas garantía hipotecaria, prendaria, seguros de crédito, firma solidaria de una o más empresas afiliadas, etc. Cabe aclarar que para todo tipo de operación la compañía buscará equiparar las operaciones activas y pasivas, buscando congruencia en los plazos y las tasas de interés.

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)<sup>8</sup> contra el lavado de dinero, el financiamiento del terrorismo y el financiamiento de la proliferación de armas de destrucción masiva.

### Análisis de cartera de crédito

En el año 2014, Inmobiliaria Mesoamericana otorgó un préstamo mercantil a Cartonera Centroamericana por un monto de US\$2,000 miles a siete años plazo con vencimiento en el año 2021, a una tasa de interés de 11% anual sobre saldo durante los primeros 5 años, a partir del sexto año sufrirá incrementos anuales acumulativos del 1.5%, sobre la tasa inicial establecida, con un techo máximo de 14%, sobre el saldo del capital. El destino del préstamo es para pago de deuda a favor de terceros y está garantizado con: a) Promesa de constituir prenda sin desplazamiento a constituirse sobre máquina impresora troqueladora. B) Cesión de beneficios de la póliza de seguro contra todo riesgo número TR-00256, por la suma de US\$3,600 miles

En noviembre de 2014, otorgó otro préstamo mercantil por un monto de US\$2,000 miles a 10 años plazo, con vencimiento en el año 2024, a una tasa de interés de 12.5% anual sobre saldos, durante los primeros 7 años, a partir del octavo año sufrirá incrementos anuales acumulativos del 1.5%, sobre la tasa inicial establecida, con un techo máximo de 17%, sobre el saldo del capital. En noviembre de 2016, Cartonera Centroamericana, S.A. de C.V., pagó a Inmobiliaria Mesoamericana, S.A. de C.V., US\$500 miles.

CARTERA CREDITICIA					
Componente	dic-16	dic-17	dic-18	dic-18	dic-19
Préstamos a compañías relacionadas LP	3,500.00	3,500.00	3,500.00	3,500.00	3,500.00

Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

### 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.

<sup>8</sup> Grupo de Acción Financiera Internacional (GAFI). Es un ente intergubernamental establecido en 1989, cuyo objetivo es fijar estándares y promover la implementación efectiva de medidas legales, regulatorias y operativas para combatir el lavado de activos, el financiamiento del terrorismo y el financiamiento de la proliferación de armas de destrucción masiva, y otras amenazas a la integridad del sistema financiero internacional.

- 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 procedimientos reforzados para el control de las Personas Expuestas Políticamente.
- Emisión de alertas y actualización constante de los parámetros 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.

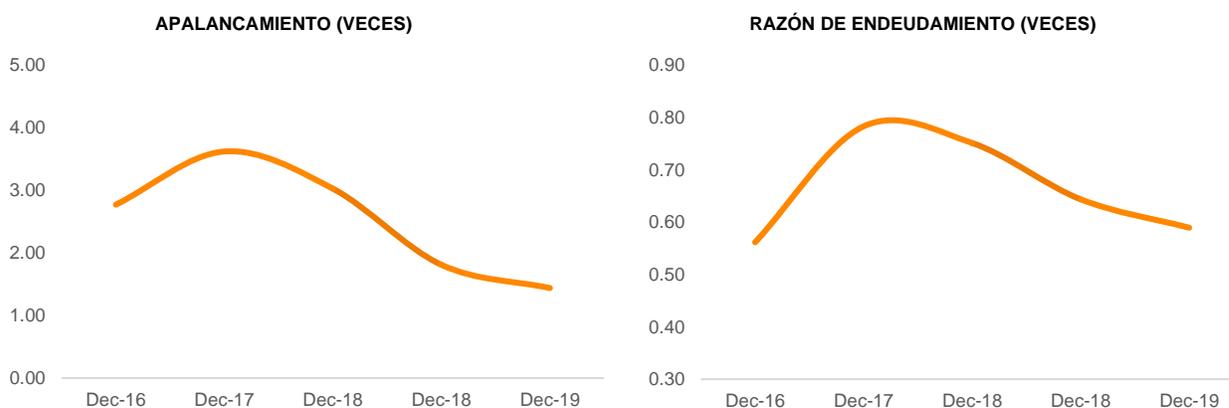
### **Supervisión y Control**

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**

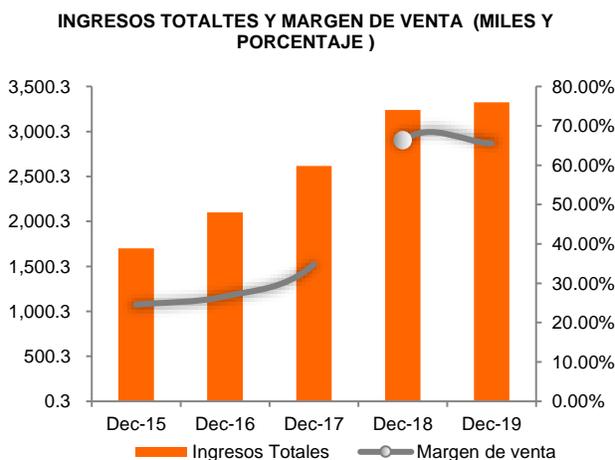
A diciembre de 2019, la estructura de capital de Inmobiliaria Mesoamericana muestra una disminución en sus niveles de endeudamiento, de tal forma que la razón de endeudamiento (Pasivo total /Activo total) se ubicó en 0.59 veces, menor a lo registrado en diciembre de 2018 (0.64 veces) como resultado de las amortizaciones realizadas al fondo de titularización reflejando una disminución de US\$998.7 miles (-22.88%) respecto de diciembre de 2018, mientras que el activo total se mantuvo relativamente estable. Asimismo, el índice de apalancamiento se ubicó en 1.44 veces, inferior al 1.81 veces registrado a diciembre de 2018, derivado de la disminución de los pasivos por titularización y el moderado incremento en el patrimonio (+14.54%) como resultado del incremento en las utilidades retenidas.



Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

### Resultados Financieros de Inmobiliaria Mesoamericana

A diciembre de 2019, los ingresos totales reportados por Inmobiliaria Mesoamericana ascienden a US\$3,322.8 miles, equivalente a un incremento de US\$84.4 miles (2.6%) respecto de diciembre de 2018, los cuales estuvieron influenciados por el incremento en los ingresos por arrendamiento que se ubicaron en US\$2,872.9 miles (+3.45% respecto de diciembre de 2018), siendo estimulados por los ingresos de arrendamiento de maquinaria e Inmueble, que reflejaron tasas de crecimiento de 13.46% y 3.23%, respectivamente. A diciembre de 2019, Inmobiliaria Mesoamericana tiene contratos de arrendamiento a largo plazo con tres empresas relacionadas de las cuales percibe el 100% de sus ingresos. Cabe destacar que el 70% de los ingresos proviene de Cartonera Centroamericana con la cual se tienen contratos de arrendamiento de maquinaria, montacargas e inmueble. Estos contratos se han suscrito para un plazo entre 3 y 10 años y son renovables automáticamente al vencimiento por periodos iguales al originalmente acordados. El contrato de arrendamiento de terreno, edificio y dos máquinas industriales asciende a un monto total de US\$16,730.13 miles, suscrito para un plazo de 10 años a partir de diciembre de 2013.



Componente	2018	2019
<b>Ingresos Totales</b>	<b>3,238.3</b>	<b>3,322.8</b>
<b>Ingresos por Arrendamiento Operativo</b>	<b>2,777.0</b>	<b>2,872.9</b>
Arrendamiento de Equipo	296.6	250.4
Arrendamiento de Inmueble	1,691.4	1,746.1
Arrendamiento de Maquinaria	678.9	770.3
Leasing de vehículos	110.2	106.2
<b>Intereses recibidos</b>	<b>461.3</b>	<b>442.8</b>
<b>Otros Ingresos</b>	<b>0.0</b>	<b>7.1</b>
<b>Costos Totales</b>	<b>936.6</b>	<b>989.8</b>
Depreciación	780.2	740.4
Gastos de mantenimiento	142.8	133.0
Otros Costos	13.6	116.4
Utilidad Bruta	1,840.4	1,883.1

Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

Los costos totales por arrendamiento ascendieron a US\$989.8 miles, equivalente a un incremento de US\$53.18 (5.68%) respecto de diciembre de 2018, asociado al aumento de otros costos (+US\$102.8 miles). Por su parte la depreciación se ubicó en US\$740.4, menor en US\$39.8 miles respecto de diciembre de 2018. En tanto, la utilidad bruta se registró en US\$1,883.1 miles, reflejando una tasa de crecimiento interanual de 2.32% lo cual generó un margen de venta de 65.6%, mostrando un comportamiento relativamente estable al obtenido en diciembre 2018 (66.3%).

A diciembre de 2019, la utilidad de operación fue de US\$1,509.4 miles, equivalente a una disminución de 7.85% respecto de diciembre 2018, derivado del incremento en los gastos administrativos (69.97%), como resultado del aumento en sueldos y salarios.

La utilidad antes de impuestos fue de US\$1,115.8 miles, equivalente a una reducción de 5.84%. En este sentido, los ingresos financieros se ubicaron en US\$442.8 miles, reflejando una reducción de 4.02%, asimismo los gastos financieros<sup>9</sup> también reflejaron una reducción al ubicarse en US\$836.4 miles (-8.52%) respecto diciembre de 2019. Cabe aclarar que, debido a la reclasificación, se separa otros ingresos de los otros gastos, de tal forma que para el periodo de 2018 y 2019 se presenta en forma bruta los montos de ingresos y gastos financieros.

<sup>9</sup> La reducción de los gastos financieros estaría relacionado a la reducción del saldo del pasivo financiero por titularización, [www.ratingspcr.com](http://www.ratingspcr.com)

La utilidad después de impuestos se ubicó en US\$920.9 miles, reflejando una tasa de crecimiento de 14.84% respecto de diciembre, derivado de la disminución del impuesto sobre la renta (-49.1%), especialmente por la disminución del impuesto sobre la renta diferido que estaría relacionado a la reclasificación de los activos en el año 2018.

#### RESULTADO FINANCIERO EN MILES US\$

Componente	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>418.2</b>	<b>559.5</b>	<b>910.8</b>	<b>1,840.4</b>	<b>1,883.1</b>
Ganancia por ajuste al valor razonable	-	-	-	116.3	-
Gastos de administración	7.1	7.8	86.8	140.6	239.0
Total de Gastos de operación	7.1	7.8	86.8	318.7	373.7
<b>Utilidad de Operación</b>	<b>411.1</b>	<b>551.7</b>	<b>824.0</b>	<b>1,637.9</b>	<b>1,509.4</b>
Otros Ingresos (gastos) netos	48.5	69.9	30.6	81.7	-
Ingresos Financieros	-	-	-	461.3	442.8
Gastos Financieros	0.2	0.1	-	914.2	836.4
<b>Utilidad Antes de ISR</b>	<b>459.4</b>	<b>621.5</b>	<b>854.5</b>	<b>1,185.0</b>	<b>1,115.8</b>
ISR	159.4	183.5	182.1	383.1	194.9
<b>Utilidad Neta</b>	<b>299.9</b>	<b>438.0</b>	<b>672.4</b>	<b>801.9</b>	<b>920.9</b>
Revaluación de maquinaria, neto de impuestos	-	-	-	544.0	-
<b>Resultado Integral del ejercicio</b>	<b>299.9</b>	<b>438.0</b>	<b>672.4</b>	<b>1,345.9</b>	<b>920.9</b>

Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

Para finalizar, la utilidad integral del ejercicio fue de US\$920.9 miles, equivalente a una disminución de 31.58% como resultado de la revaluación de maquinaria efectuada durante el año 2018<sup>10</sup> lo cual permitió que el resultado integral de dicho año se elevara considerablemente a US\$1,345.9 miles. Por su parte el ROE se ubicó en 12.7%, similar al de diciembre 2018 (12.7%), mientras que el ROA pasó de 4.51% a 5.21% en diciembre de 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%
<b>Total Acciones Suscritas y Pagadas</b>	<b>600,000</b>	<b>100%</b>

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

#### Gobierno Corporativo

La Sociedad es administrada por la Junta Directiva, conformada por los siguientes miembros quienes cuentan con una amplia experiencia en el giro del negocio:

#### JUNTA DIRECTIVA

Cargo	Nombre
Presidente	Ing. José Roberto Rivera Samayoa
Secretario	Lic. Óscar Armando Calderón Arteaga
Director Suplente	Licda. Carmen Aída Hernández de Meardi

<sup>10</sup> Cabe señalar que a diciembre 2019 los Estados Financieros muestran ajustes de años anteriores, de tal forma que los cambios por la medición al valor razonable de las propiedades de inversión fueron reconocidos en los otros resultados integrales como superávit de revaluación y debieron reconocerse en los resultados del ejercicio.

Por otra parte, la Compañía cuenta con una plana gerencial con experiencia en el sector, la cual se detalla a continuación:

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

### **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.

### **Productos y estrategias**

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 diciembre de 2019 los activos totales de Cartonera Centroamericana se ubicaron en US\$37,526 miles, registrando un incremento interanual de 5.24% (US\$1,868 miles), el cual estaría relacionado al incremento del efectivo (+32.38%) como resultado de los pagos efectuados por Kraft Intertrade, Northern Forest y documentos descontados. Asimismo, las cuentas por cobrar a compañías relacionadas y comerciales<sup>11</sup> reflejaron tasas de crecimiento de 17.71% y 12.78%, respectivamente. Por su parte los inventarios registraron una reducción de 13.07%, derivado de la disminución de materia prima y materiales y mercadería en tránsito.

<sup>11</sup> El periodo promedio de crédito que toma la recuperación de las cuentas por cobrar es de 70 y 86 días, durante 2019 y 2018.  
[www.ratingspcr.com](http://www.ratingspcr.com)

**ACTIVOS (EN MILES US\$)**

Componente	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19
Efectivo	2,070	4,805	6,556	3,785	5,011
Cuentas por cobrar Netas	4,625	3,819	4,897	6,090	6,869
Cuentas por cobrar – CR	6,635	6,232	5,838	5,601	6,593
Inventarios netos	5,848	5,310	5,676	7,148	6,214
Gastos Pagados por anticipado	473	547	479	473	379
Propiedad, planta y equipo neto	11,207	11,065	12,246	12,561	12,461
Activos intangibles y otros	40	8	4	-	-
<b>Total de Activos</b>	<b>30,898</b>	<b>31,785</b>	<b>35,696</b>	<b>35,658</b>	<b>37,526</b>

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

En cuanto a la estructura de los activos de la compañía, el 49.23% de los activos totales lo componen el efectivo y las cuentas por cobrar comerciales y compañías relacionadas, superior al 43.4% registrado a diciembre de 2018. Por su parte los gastos anticipados reflejaron una participación de 16.56%, menor a la reportada en diciembre de 2018 (20.05%), mientras que la propiedad planta y equipo representó el 32.2%, ligeramente inferior a la de diciembre de 2018 (33.91%).

**Pasivos**

A diciembre de 2019 los pasivos totales de Cartonera Centroamericana fueron de US\$16,179 miles, observando un incremento interanual de US\$522 miles (3.34%) respecto a diciembre de 2018, relacionado al aumento de las provisiones que alcanzaron un monto de US\$1,213 miles (155%), asimismo los préstamos a largo plazo reflejaron un aumento del 8% como resultado de los préstamos adquiridos con instituciones financieras locales, y que permitieron la amortización de préstamos bancarios a corto plazo los cuales registraron una reducción de 8.3%. Las tasas de interés a diciembre de 2019 se ubicaron entre 5% y 7%, menores a las reportadas en diciembre de 2018 que estuvieron entre 5.5% y 7.5%. Al periodo de estudio, Cartonera Centroamericana mantiene préstamos fiduciarios otorgados por Inmobiliaria Mesoamericana, S.A de C.V. De acuerdo con el contrato suscrito en mayo de 2014 se establecen las siguientes condiciones; un primer préstamo por la cantidad de US\$1,500 miles con vencimiento en el año 2021 y un segundo préstamo por un monto de US\$2,000 miles con vencimiento en el año 2024 y devengando una tasa de interés de 11.5%.

**PASIVOS (EN MILES US\$)**

Componente	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19
Proveedores y otras cuentas por pagar	1,644	1,856	3,949	1,540	1,649
Cuentas por pagar – CR	467	389	407	203	209
Préstamos bancarios a CP	5,026	6,764	8,043	6,805	6,240
Provisiones	1,118	610	351	476	1,213
Préstamo fiduciario	4,000	3,500	3,500	3,500	3,500
Préstamos bancarios a LP	-	-	-	2,831	3,066
Obligaciones Laborales	-	-	-	302	302
ISR Diferido	-	320	320	-	-
<b>Total Pasivos</b>	<b>12,256</b>	<b>13,438</b>	<b>16,571</b>	<b>15,657</b>	<b>16,179</b>

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

**Patrimonio**

Al periodo de análisis el patrimonio de Cartonera Centroamericana se ubicó en US\$21,347 miles, equivalente a un incremento de US\$1,345.2 miles (+6.73%) respecto a diciembre de 2018, este comportamiento obedece al incremento de utilidades retenidas, que observaron un aumento de US\$1,377 miles (+26.38%). Asimismo, la reserva legal reflejó un aumento de 8.77%.

**PATRIMONIO (EN MILES US\$)**

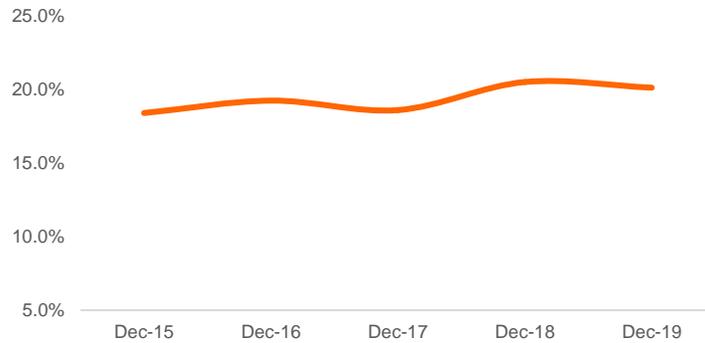
Componente	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19
Capital social	7,200	7,200	7,200	7,392	7,392
Reserva Legal	996	1,070	1,151	1,270	1,381
Superavit por revaluacion	2,385	2,243	2,867	2,723	2,580
Utilidades Retenidas	8,061	7,835	7,908	8,617	9,994
<b>Total Patrimonio</b>	<b>18,642</b>	<b>18,347</b>	<b>19,125</b>	<b>20,002</b>	<b>21,347</b>

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

**Análisis de Resultados**

A diciembre de 2019 las ventas totales de Cartonera Centroamericana ascendieron a US\$36546 miles, mostrando una leve reducción interanual de US\$120.3 miles (-0.33%) como resultado de la disminución de las ventas comerciales a Costa Rica que reflejaron una reducción de US\$1,168.7 miles (-8.76%), país que tiene una participación del 33.31% sobre las ventas totales de la compañía, derivado principalmente de la reducción en la demanda de cajas de cartón corrugado para empaque de piña, sector afectado por la caída de los precios internacionales de dicho producto lo cual obligó la salida de algunos productores. Cabe aclarar que la caída en las ventas de Costa Rica se vio parcialmente amortiguada por incremento de las ventas en El Salvador que reflejaron un aumento de US\$961.3 miles (6.98%), cuya representación en las ventas totales de la compañía es de 40.3%. Por su parte los costos de ventas mostraron un leve incremento de 0.15% equivalente a un aumento de US\$44.9 miles respecto a diciembre 2018, lo cual generó que el margen de venta se ubicara en 20.14%, levemente inferior al de diciembre de 2018 (20.52%).

### MARGEN DE VENTA

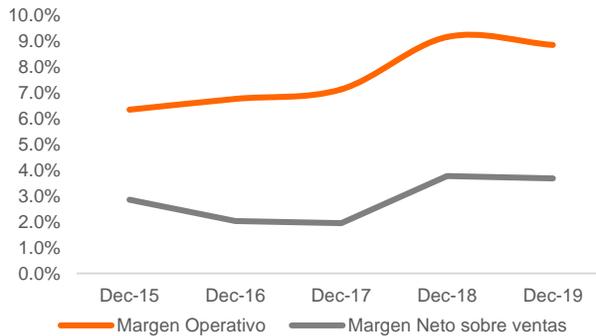


Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

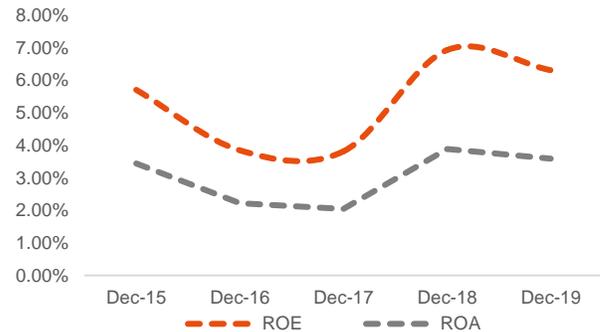
### Análisis de Rentabilidad y Cobertura

Al periodo de estudio el margen operativo se ubicó en 8.86%, reflejando un comportamiento relativamente estable respecto de diciembre de 2018 cuando fue de 9.17%, donde la disminución de los gastos operativos permitió una menor presión sobre la utilidad operativa. Asimismo, el margen neto sobre ventas se ubicó en 3.68% similar al reportado en diciembre 2018 (3.78%). En cuanto al ROE y ROA, estos se ubicaron a diciembre de 2019 en 6.3% y 3.58%, respectivamente, ligeramente inferior a los registrados en diciembre 2018 (ROE:6.92% y ROA: 3.58%).

#### MARGENES DE RENTABILIDAD



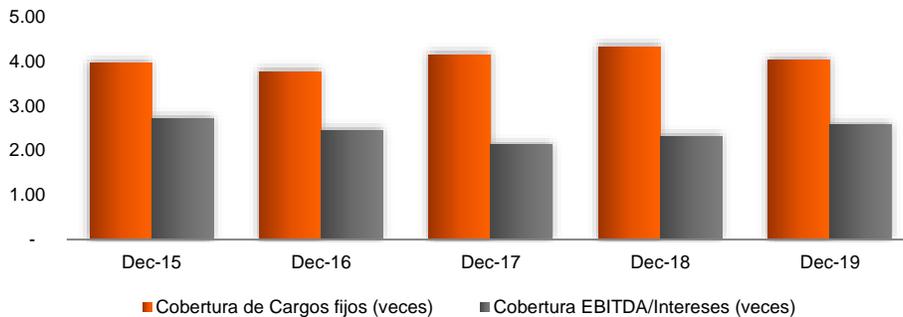
#### ROA Y ROE



Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

A diciembre de 2019 la cobertura EBITDA/ cargos fijos reflejó una disminución al pasar de 4.31% en diciembre de 2018 a 4.01% en diciembre de 2019, como resultado de la disminución del EBITDA y el incremento de 4.96% en los gastos de administración. Por su parte la cobertura de intereses se ubicó en 2.56 veces, reflejando una ligera mejora respecto de diciembre de 2018 (2.31 veces) derivado de la reducción de los gastos financieros (-13.4%), los cuales resultaron favorecidos por las menores tasas de interés promedio registradas a diciembre 2019.

### COBERTURA (VECES)

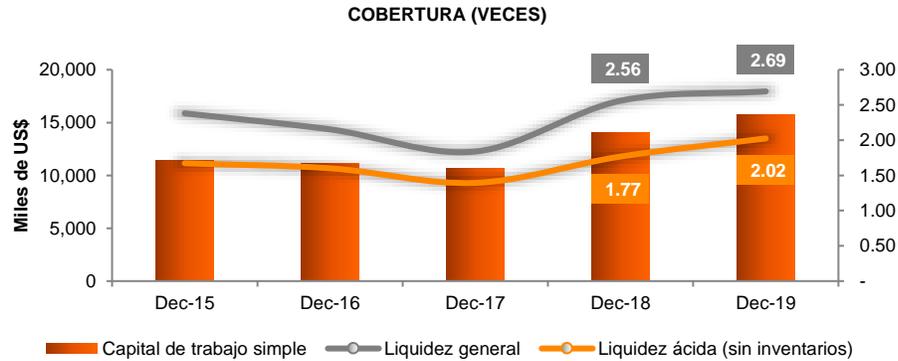


Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

### Liquidez

A diciembre de 2019, la liquidez general de CARSA se ubicó en 2.69 veces, superior a la reportada en diciembre de 2018 (2.56 veces), como resultado del incremento en el efectivo y de las cuentas por cobrar, asimismo el índice de liquidez ácida fue de 2.02 veces superior al 1.77 veces de diciembre de 2018, favorecido por la disminución de los inventarios, los

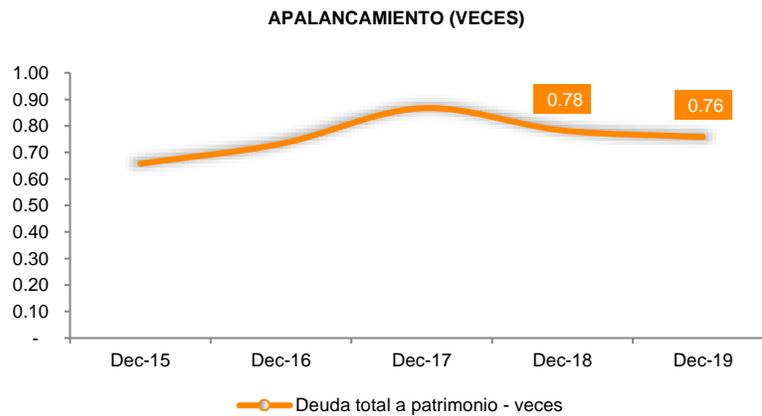
actuales índices muestran una adecuada capacidad para hacer frente a sus obligaciones de corto plazo ante cualquier eventualidad.



Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

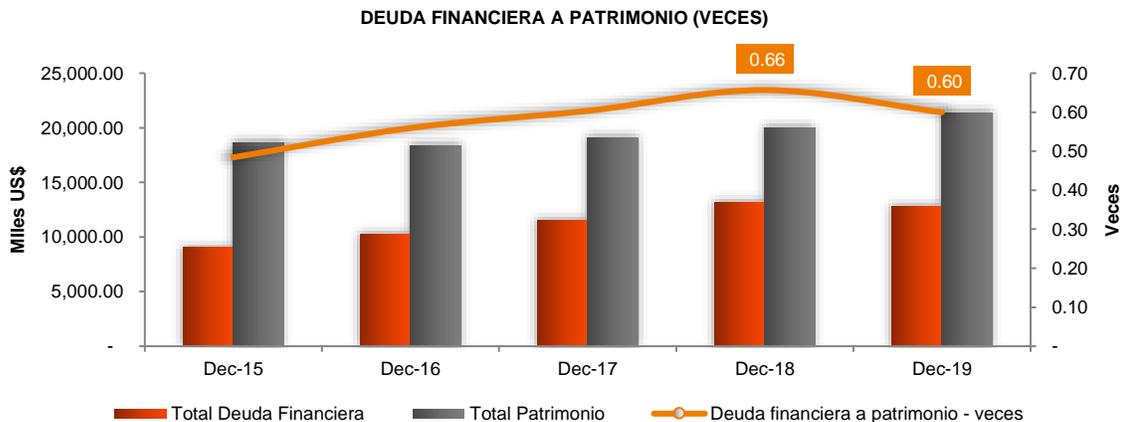
### Endeudamiento y solvencia

A diciembre de 2019 la ratio entre pasivo total y patrimonio se ubicó en 0.76 veces, reflejando un comportamiento estable respecto de diciembre de 2018 como resultado del moderado incremento en los pasivos (3.34%) los cuales resultaron favorecidos por el aumento de las provisiones y los préstamos bancarios a largo plazo. Por su parte, el patrimonio reflejó una tasa de crecimiento de 6.73%, influenciado por el incremento de las utilidades retenidas, de tal forma que el aumento en el patrimonio permitió hacer frente al aumento de los pasivos.



Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

Asimismo, la razón de deuda financiera frente al patrimonio presentó una disminución al ubicarse en 0.60 veces a diciembre de 2019 versus 0.66 veces a diciembre 2018, como resultado de la disminución de los préstamos bancarios a corto plazo.



Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

## Resumen de Estados Financieros

### Inmobiliaria Mesoamericana

BALANCE GENERAL (MILES DE US\$)					
Componente	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18 <sup>12</sup>	dic-19
<b>Activos</b>					
Efectivo	0.1	0.1	0.1	177.4	138.5
Cuenta por cobrar- CR	49.5	100.0	62.9	53.7	53.7
Cuentas por cobrar cuenta restringida	219.9	219.9	219.9	219.9	219.9
Otras cuentas por cobrar	29.3	39.2	36.6	38.8	34.8
Gastos pagados por anticipado	-	-	-	7.9	84.2
Propiedad, planta y equipo	11,597.6	12,874.4	13,172.1	13,788.3	12,828.3
Préstamos a compañías relacionadas LP	4,000.0	3,500.0	3,500.0	3,500.0	3,500.0
Activo por impuesto diferido	-	384.0	318.4	-	-
Activo por derecho de uso	-	-	-	-	820.3
<b>Total activos</b>	<b>16,999.4</b>	<b>17,946.9</b>	<b>17,795.7</b>	<b>17,785.9</b>	<b>17,679.7</b>
<b>Pasivos</b>					
Proveedores y otras cuentas por pagar	83.8	64.9	81.3	247.5	74.7
<b>Préstamos y obligaciones financieras CP</b>	<b>1,152.8</b>	<b>1,975.2</b>	<b>2,234.6</b>	<b>1,566.0</b>	<b>1,671.9</b>
Préstamos – CR	54.7	478.1	509.6	197.4	485.3
Porción circulante préstamo bancario	58.0	62.4	193.4	203.2	190.2
Vencimiento corriente de pasivo financiero por titularización	783.2	838.0	857.9	925.6	996.4
Vencimiento corriente de arrendamiento financiero de LP	-	326.9	395.2	239.8	-
Vencimiento corriente de pasivo por arrendamiento	-	-	-	-	176.6
Provisiones	34.5	50.0	70.9	91.6	103.1
<b>Préstamos y obligaciones financieras LP</b>	<b>8,277.3</b>	<b>11,967.8</b>	<b>10,984.2</b>	<b>9,545.3</b>	<b>8,396.9</b>
Pasivo financiero de titularización	7,100.1	6,262.1	5,279.3	4,364.8	3,366.1
Préstamos bancarios a LP	200.7	136.6	564.5	358.3	378.6
Arrendamiento financiero a LP menos circulante	-	892.2	666.3	426.5	-
Pasivo por arrendamiento a LP	-	-	-	-	223.4
Certificados de inversión de deuda a LP	-	3,500.0	3,500.0	3,500.0	3,500.0
ISR Diferido	428.3	898.5	974.2	895.7	928.9
<b>Total Pasivos</b>	<b>9,548.4</b>	<b>14,057.9</b>	<b>13,371.0</b>	<b>11,450.4</b>	<b>10,423.3</b>
<b>Patrimonio</b>					
Capital social	2,301.7	2,301.7	2,301.7	2,301.7	2,301.7
Reserva Legal	60.0	103.5	163.3	231.2	302.1
Superávit por revaluación	-	-	-	544.0	499.0
Utilidades retenidas	579.2	925.9	1,423.1	1,912.6	3,232.7
Utilidades (Pérdidas) de Período	510.2	557.9	536.6	1,345.9	920.9
<b>Total patrimonio</b>	<b>3,451.0</b>	<b>3,889.0</b>	<b>4,424.7</b>	<b>6,335.5</b>	<b>7,256.4</b>
<b>Total patrimonio + pasivo</b>	<b>12,999.4</b>	<b>17,946.9</b>	<b>17,795.7</b>	<b>17,785.9</b>	<b>17,679.7</b>

Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

ESTADO DE RESULTADOS (MILES DE US\$)					
Componente	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18 <sup>13</sup>	dic-19
Ingresos	1,701.8	2,098.6	2,615.0	2,777.0	2,872.9
Costo de Venta	1,283.5	1,539.1	1,704.2	936.6	989.8
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>418.2</b>	<b>559.5</b>	<b>910.8</b>	<b>1,840.4</b>	<b>1,883.1</b>
Otros Ingresos – Ganancia por ajuste al valor razonable	-	-	-	116.3	-
Gastos de administración	7.1	7.8	86.8	140.6	239.0
Total de Gastos de operación	7.1	7.8	86.8	318.7	373.7
<b>Utilidad de Operación</b>	<b>411.1</b>	<b>551.7</b>	<b>824.0</b>	<b>1,637.9</b>	<b>1,509.4</b>
Otros Ingresos (gastos) netos	48.5	69.9	30.6	81.7	-
Ingresos Financieros	-	-	-	461.3	442.8
Gastos Financieros	0.2	0.1	-	914.2	836.4
<b>Utilidad Antes de ISR</b>	<b>459.4</b>	<b>621.5</b>	<b>854.5</b>	<b>1,185.0</b>	<b>1,115.8</b>
ISR	159.4	183.5	182.1	383.1	194.9
<b>Utilidad Neta</b>	<b>299.9</b>	<b>438.0</b>	<b>672.4</b>	<b>801.9</b>	<b>920.9</b>
Revaluación de maquinaria, neto de impuestos sobre la renta diferido	-	-	-	544.0	-
<b>Resultado Integral del ejercicio</b>	<b>299.9</b>	<b>438.0</b>	<b>672.4</b>	<b>1,345.9</b>	<b>920.9</b>

Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

INDICADORES FINANCIEROS					
Componentes	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19
Liquidez general	27.52%	11.12%	25.74%	27.37%	18.46%

<sup>12</sup> Saldos al 31 de diciembre de 2018 reexpresados y reclasificados.

<sup>13</sup> Cifras al 31 de diciembre reexpresadas y reclasificadas.

Margen bruto	24.58%	26.66%	34.83%	66.27%	65.55%
Margen Operativo	24.16%	26.29%	31.51%	58.98%	52.54%
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)	0.56	0.78	0.75	0.64	0.59

Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

## Cartonera Centroamericana

### BALANCE GENERAL (MILES DE US\$)

Componente	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19
Efectivo	2,070	4,805	6,556	3,785	5,011
Cuentas por cobrar Netas	4,625	3,819	4,897	6,090	6,869
Cuentas por cobrar - CR	6,635	6,232	5,838	5,601	6,593
Inventarios netos	5,848	5,310	5,676	7,148	6,214
Gastos Pagados por anticipado	473	547	479	473	379
Propiedad, planta y equipo neto	11,207	11,065	12,246	12,092	12,065
Activos intangibles y otros	40	8	4	469	396
<b>Total de Activos</b>	<b>30,898</b>	<b>31,785</b>	<b>35,696</b>	<b>35,658</b>	<b>37,526</b>
Proveedores y otras cuentas por pagar	1,644	1,856	3,949	1,540	1,649
Cuentas por pagar - CR	467	389	407	203	209
Préstamos bancarios a CP	5,026	6,764	8,043	6,805	6,240
Provisiones	1,118	610	351	476	1,213
Préstamo fiduciario	4,000	3,500	3,500	3,500	3,500
Préstamos bancarios a LP	-	-	-	2,831	3,066
Obligaciones Laborales	-	-	-	302	302
ISR Diferido	-	320	320	-	-
<b>Total Pasivos</b>	<b>12,256</b>	<b>13,438</b>	<b>16,571</b>	<b>15,657</b>	<b>16,179</b>
Capital social	7,200	7,200	7,200	7,392	7,392
Reserva Legal	996	1,070	1,151	1,270	1,381
Superávit por revaluación	2,385	2,243	2,867	2,723	2,580
Utilidad retenida	8,061	7,835	7,908	8,617	9,994
<b>Total Patrimonio</b>	<b>18,642</b>	<b>18,347</b>	<b>19,125</b>	<b>20,002</b>	<b>21,347</b>
<b>Total Pasivos + Patrimonio</b>	<b>30,898</b>	<b>31,785</b>	<b>35,700</b>	<b>35,658</b>	<b>37,526</b>

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

### ESTADO DE RESULTADO (MILES DE US\$)

Componente	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19
Ingresos	37,219	34,806	37,398	36,666	36,546
Costo de Venta	30,366	28,103	30,437	29,142	29,187
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>6,854</b>	<b>6,703</b>	<b>6,961</b>	<b>7,525</b>	<b>7,359</b>
Gastos de Distribución y venta	2,752	2,563	2,609	2,417	2,289
Gastos de administración	1,738	1,785	1,683	1,747	1,833
<b>Utilidad de Operación</b>	<b>2,363</b>	<b>2,355</b>	<b>2,669</b>	<b>3,361</b>	<b>3,237</b>
Gastos Financieros	873	964	1,258	1,458	1,263
Operaciones no recurrentes	-	-	-	-	-
Otros ingresos (gastos) netos	(93)	(348)	(252)	(206.8)	(348.4)
<b>Utilidad AISR</b>	<b>1,398</b>	<b>1,043</b>	<b>1,159</b>	<b>1,696</b>	<b>1,626</b>
Impuesto contribución especial	4	37	45	33	29
ISR	332	302	385	279	251
<b>Utilidad Neta</b>	<b>1,062</b>	<b>705</b>	<b>729</b>	<b>1,385</b>	<b>1,345</b>
Resultados por revaluación P&E	(42)	-	766	-	-

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

### INDICADORES FINANCIEROS

Componente	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19
EBITDA/Servicio de la Deuda	4.48	4.40	3.53	3.46	3.55

Mínimo (1.60)	1.60	1.60	1.60	1.60	1.60
EBITDA/ Servicio de Deuda (PCPLP)*		1.88	2.30	2.51	1.24
<b>Deuda Financiera/Patrimonio</b>	<b>0.48</b>	<b>0.56</b>	<b>0.60</b>	<b>0.66</b>	<b>0.60</b>
Máximo (0.85)	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85
DEUDA /Patrimonio*		0.53	0.47	0.41	0.36
<b>Deuda/EBITDA</b>	<b>2.67</b>	<b>2.92</b>	<b>2.87</b>	<b>2.77</b>	<b>3.19</b>
Máximo (3.25)	3.75	3.75	3.75	3.25	4.25
Deuda/EBITDA*		2.89	2.39	2.07	1.79
<b>Utilidad Bruta/Gastos de Operación</b>	<b>2.25</b>	<b>1.81</b>	<b>1.94</b>	<b>2.15</b>	<b>1.99</b>
Mínimo (1.40)	1.40	1.40	1.40	1.40	1.40
Utilidad Bruta/Gastos Operativos*		1.61	1.65	1.66	1.68
<b>CxC Relacionadas/Patrimonio</b>	<b>0.36</b>	<b>0.34</b>	<b>0.31</b>	<b>0.28</b>	<b>0.31</b>
Máximo (0.35)	0.40	0.35	0.35	0.35	0.35
CxC Relacionadas / Patrimonio*		0.19	0.18	0.17	0.17

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

### Nota sobre información empleada para el análisis

La información que emplea PCR proviene directamente del emisor o entidad calificada. Es decir, de fuentes oficiales y con firma de responsabilidad, por lo que la confiabilidad e integridad de esta 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.