

Fondo de Titularización Ricorp Titularizadora Inmobiliaria Mesoamericana 01 Valores de Titularización

Comité No. 14/2020						
Informe con Estados Financieros Auditados al 31 de diciembre de 2019			Fecha de comité: martes 14 de abril de 2020			
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		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
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 de generar ingresos estables provenientes de los cánones por arrendamiento establecidos 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

- **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, derivados de los contratos suscritos con compañías relacionadas.
- **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 diciembre 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.

Limitaciones Potenciales para la calificación

PCR dará seguimiento a la capacidad de pago de las obligaciones del fondo, así como el cumplimiento de los resguardos financieros establecidos en el contrato de emisión, los cuales podrían resultar afectados por la disminución de ingresos de la Inmobiliaria y sus empresas relacionadas ante 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.

Hechos de Importancia

- 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 coloca US\$ 3.5 millones. 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 su emisión de Valores de Titularización, FTRTIME 01, por un total de US\$9.3 millones. Ésta 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

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.

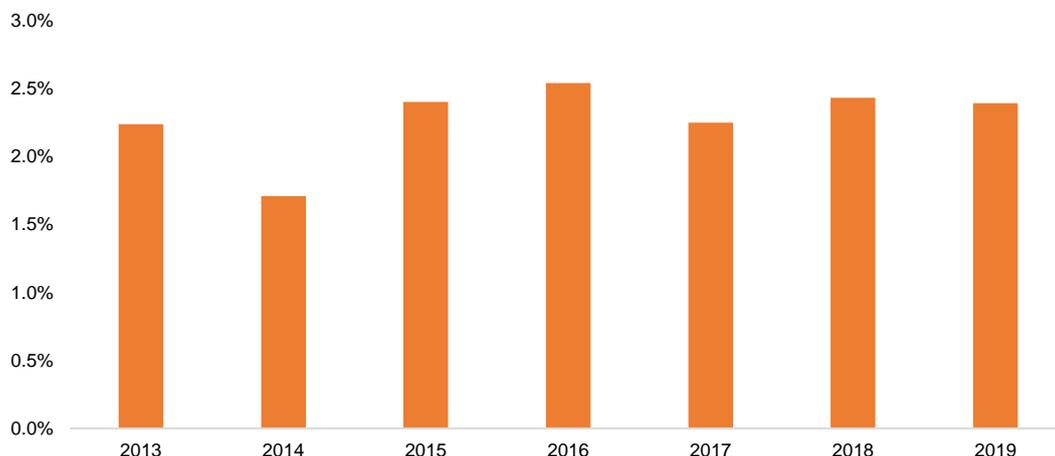
Por el lado de la oferta, los sectores que reflejaron una mayor contribución al crecimiento fueron: la Construcción (0.49%), Actividades Financieras y de Seguros (0.29%), Suministro de electricidad, gas, vapor y aire acondicionado (0.26%), y la Industria Manufacturera (0.22%). En cuanto al sector construcción 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 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 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, por seis meses de canon de arrendamiento. (viii) 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 Corredores 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 Titularizadora / 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 Titularizadora / 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 Titularizadora 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 Titularizadora / Elaboración: PCR

Contrato de Cesión de Derechos de Flujos Futuros

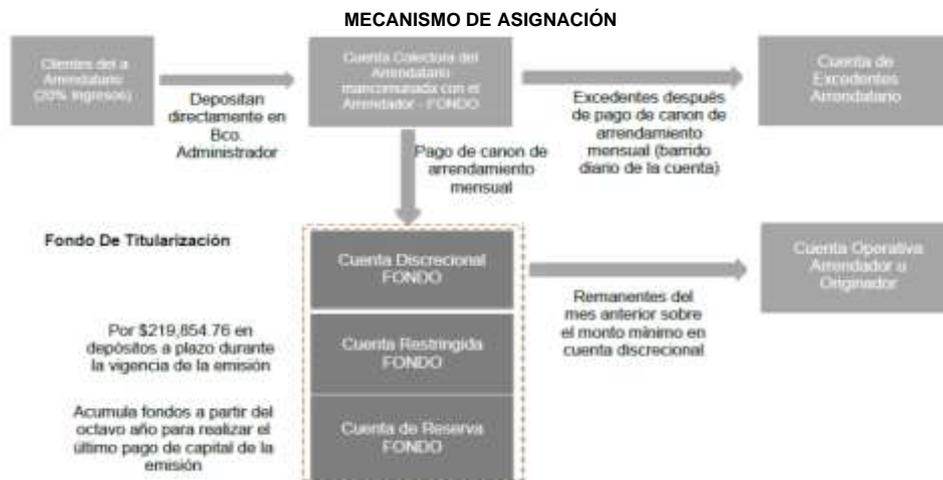
Mediante escritura pública de contrato de cesión y administración, el originador cedió de manera irrevocable, a título oneroso a Ricorp Titularizadora, S.A., en su calidad de administradora del Fondo FTRTIME 01, todos los derechos sobre los flujos financieros futuros de una porción correspondiente a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

Contrato de Cesión

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

Descripción de los Flujos Futuros

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



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.

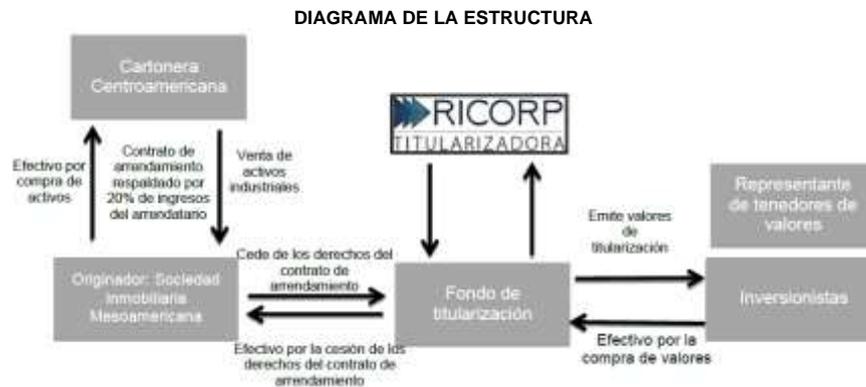
Además, se abrió una cuarta cuenta, denominada Cuenta Colectora, que será mancomunada entre Cartonera Centroamericana y el Fondo de Titularización, y controlada por el Banco Administrador. Esta servirá para recibir los fondos provenientes del mecanismo de transferencia de fondos de los clientes de Cartonera 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 convoquen 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.** 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. 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 gastos 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 diciembre de 2019, el ratio resultó de 7.18 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 diciembre de 2019, el ratio resultó de 0.71 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 diciembre de 2019, el ratio resultó de 1.82 veces.

Los parámetros a los que se compromete el arrendatario se encuentran por trimestres. A la fecha de estudio se encuentran en el vigésimo cuarto trimestre, los cuales se consideran adecuadas comparado a las razones financieras establecidas para la emisión según se detalla en el siguiente cuadro:

Trimestre 24	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 diciembre 2019	7.18	0.71	1.82

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

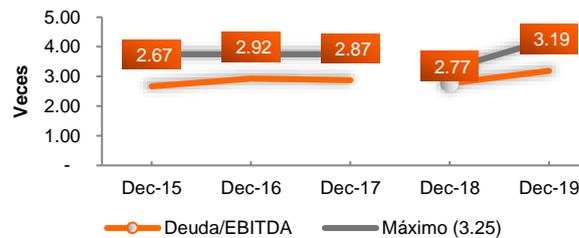
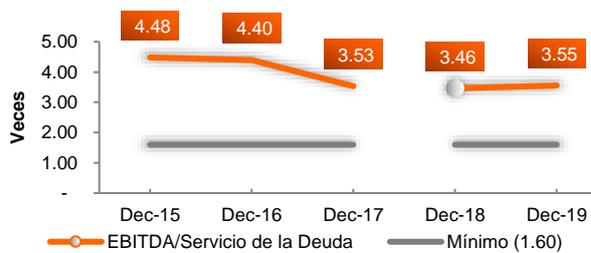
De acuerdo con en el Contrato de Arrendamiento, Cartonera Centroamericana se compromete a mantener las siguientes razones financieras:

- **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 financieros y deudas emitidas por fondos de titularización donde la empresa sea originador directo. A diciembre de 2019, dicho indicador resultó en 3.55 veces y mayor al mínimo establecido (1.0 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 diciembre de 2019, la razón se calculó en 0.60 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 diciembre de 2019, fue de 3.19 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 diciembre de 2019, la razón financiera resultó en 1.98 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 diciembre de 2019 el indicador se ubicó en 0.31 veces, menor al máximo exigido (0.35 veces).

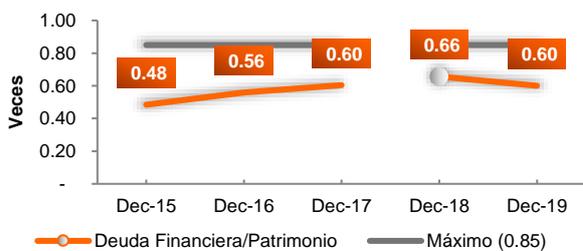
El comportamiento de las razones financieras de Cartonera Centroamericana se observa en los siguientes gráficos:

EBITDA / SERVICIO DE LA DEUDA

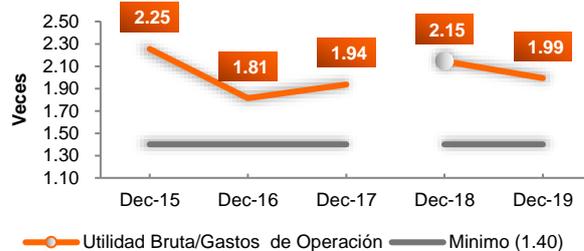
DEUDA / EBITDA



DEUDA / PATRIMONIO

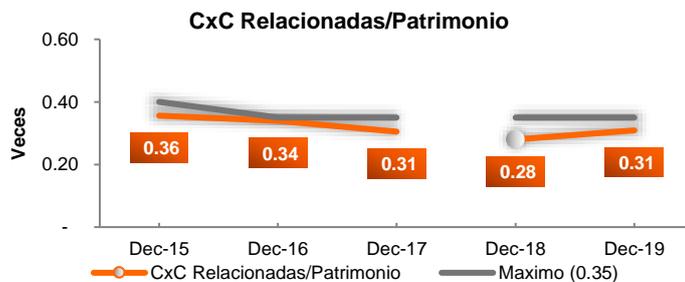


UTILIDAD BRUTA /GASTOS DE OPERACIÓN



Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

CXC RELACIONADAS / PATRIMONIO



Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

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 medidas 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 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 diciembre de 2019 los principales accionistas y directivos de RICORP Titularizadora, S.A. son:

ACCIONISTAS

JUNTA DIRECTIVA

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.

Accionista	Participación Accionaria
RICORP S.A. de C.V.	99.9999 %
José Carlos Bonilla Larreynaga	0.0001 %
Total	100%

Directorio	Cargo
Rolando Arturo Duarte Schlageter	Presidente
Javier Ernesto Simán Dada	Vicepresidente
José Carlos Bonilla Larreynaga	Secretario
Remo José Bardi Ocaña	Propietario
Víctor Silhy Zacarías	Propietario
Carlos Lionel Mejía Cabrera	Propietario
Enrique Borgo Bustamante	Propietario
Francisco Javier Enrique Duarte Schlageter	Suplente
Miguel Ángel Simán Dada	Suplente
Manuel Roberto Vieytez Valle	Suplente
Enrique Oñate Muyschondt	Suplente
José Miguel Ángel Carbonell	Suplente
Ramón Arturo Álvarez López	Suplente
Guillermo Miguel Saca Silhy	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.

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 Óptimo² 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.

² 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.

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%
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:

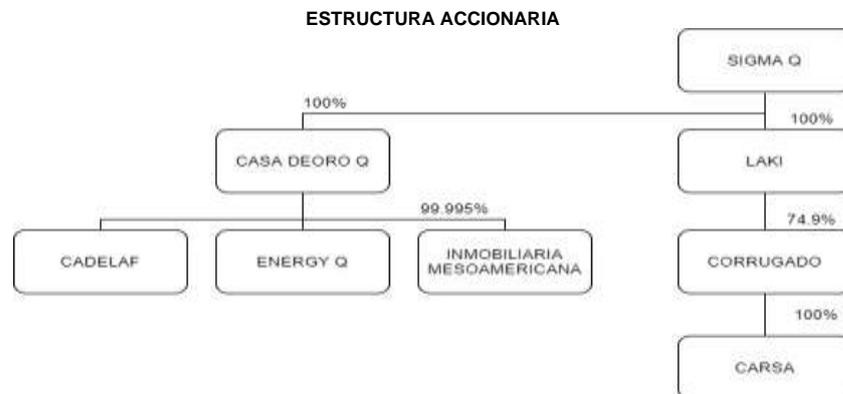
Nombre	Cobertura	Servicio
Casa de Oro Q (CADELAF)	Regional	Descuento de cuentas por cobrar
Inmobiliaria Mesoamericana S.A de C.V.	El Salvador, Guatemala y Honduras	Arrendamiento de activos fijos, leasing, entre otros.
ENERGY Q	El Salvador	Proyectos de energía renovable

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.



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

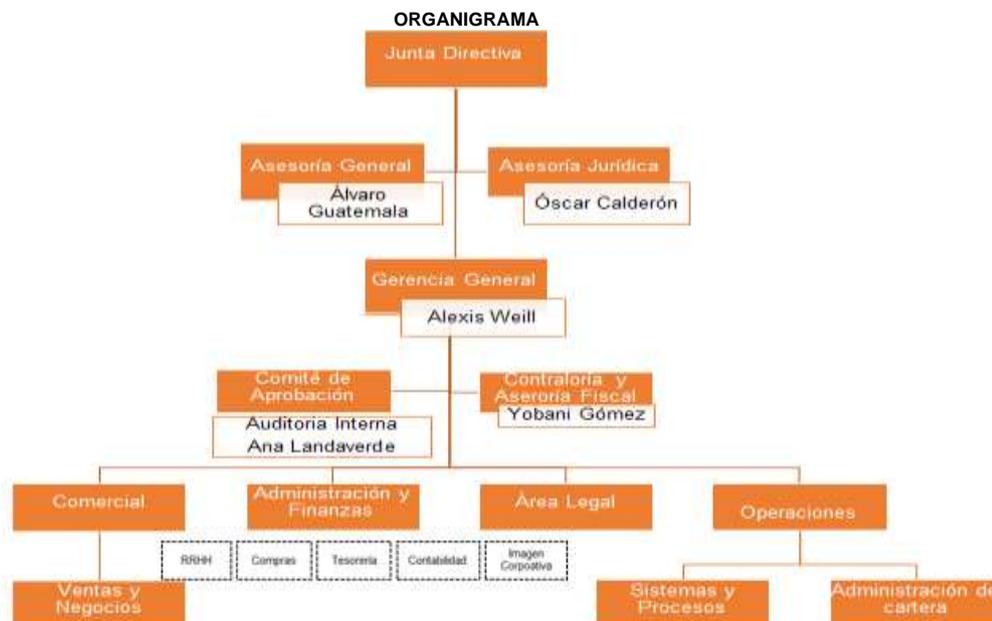
En opinión de PCR, la sociedad posee personal capacitado y con experiencia en la dirección de las diferentes áreas estratégicas. A diciembre de 2019 la compañía cuenta con un Gerente General, graduado de la Licenciatura en Economía por la University of Pennsylvania, con Máster en Administración de Empresas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

Al periodo de estudio, Inmobiliaria Mesoamericana posee la siguiente estructura organizativa:



Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

Responsabilidad Social Empresarial

De acuerdo con el análisis efectuado por PCR, Inmobiliaria Mesoamericana cuenta con un nivel de desempeño Óptimo³ 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.

³ 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.

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 uso⁴, 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
Activos					
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
Total activos	16,999.4	17,946.9	17,795.7	17,785.9	17,679.7

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 Industrial⁵ 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.

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%)

⁴ 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

⁵ La maquinaria más representativa son dos Impresoras Troqueladoras, ambas reflejan un valor neto de US\$3,250 miles.

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 2018, 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 plazo⁶.

ESTRUCTURA DEL PASIVO (MILES DE US\$)					
Componente	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19
Pasivos					
Proveedores y otras cuentas por pagar	83.8	64.9	81.3	247.5	74.7
Préstamos y obligaciones financieras CP	1,152.8	1,975.2	2,234.6	1,566.0	1,671.9
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
Préstamos y obligaciones financieras LP	8,277.3	11,967.8	10,984.2	9,545.3	8,396.9
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
Total Pasivos	9,548.4	14,057.9	13,371.0	11,450.4	10,423.3

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 (FTRTIME01) 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 UUS\$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 miles⁷. 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
Patrimonio					
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	3,232.5 ⁸
Utilidades (Pérdidas) de Período	510.2	557.9	536.6	1,345.9	920.9
Total patrimonio	3,451.0	3,889.0	4,424.7	6,335.5	7,256.4

Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

Riesgos financieros de Inmobiliaria Mesoamericana

⁶⁶ La compañía arrienda varias máquinas industriales, las cuales han sido subarrendadas a compañías relacionadas.

⁷ 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.

⁸ 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).

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 pagará 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)⁹ contra el lavado de dinero, el financiamiento del terrorismo y el financiamiento de la proliferación de armas de destrucción masiva.

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.

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 constitución de 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

⁹ 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.

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

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

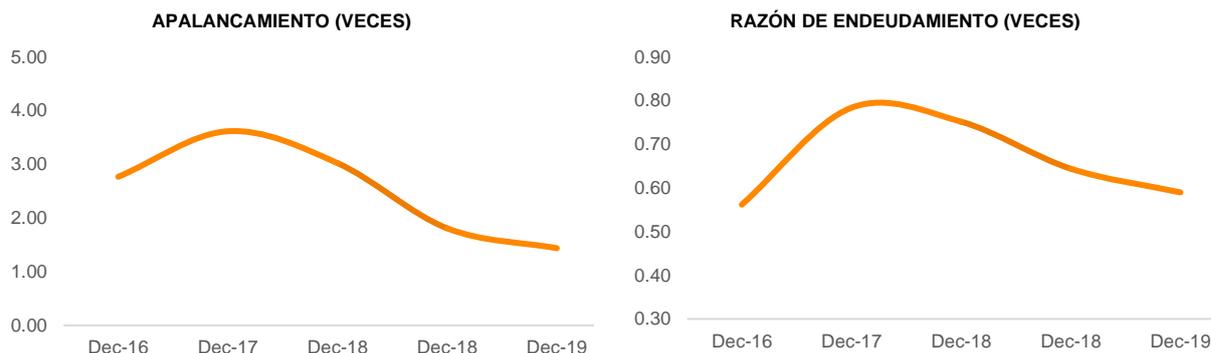
La Inmobiliaria mantiene la respectiva Supervisión y Control de las operaciones que desarrolla, entre las cuales se incluyen:

- 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.

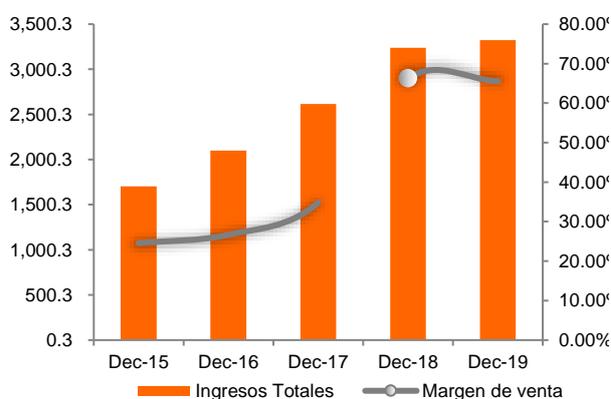


Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

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 a los 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.

INGRESOS TOTALES Y MARGEN DE VENTA (MILES Y PORCENTAJE)



Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

INGRESOS TOTALES EN MILES US\$

Componente	2018	2019
Ingresos Totales	3,238.3	3,322.8
Ingresos por Arrendamiento Operativo	2,777.0	2,872.9
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
Intereses recibidos	461.3	442.8
Otros Ingresos	0.0	7.1
Costos Totales	936.6	989.8
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

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

financieros¹⁰ 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.

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
Utilidad Bruta	418.2	559.5	910.8	1,840.4	1,883.1
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
Utilidad de Operación	411.1	551.7	824.0	1,637.9	1,509.4
Otros Ingresos (gastos) netos	48.5	69.9	30.6	81.7	-
Ingresos Fiancieros	-	-	-	461.3	442.8
Gastos Financieros	0.2	0.1	-	914.2	836.4
Utilidad Antes de ISR	459.4	621.5	854.5	1,185.0	1,115.8
ISR	159.4	183.5	182.1	383.1	194.9
Utilidad Neta	299.9	438.0	672.4	801.9	920.9
Revaluación de maquinaria, neto de impuestos sobre la renta diferido	-	-	-	544.0	-
Resultado Integral del ejercicio	299.9	438.0	672.4	1,345.9	920.9

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 2018¹¹ 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%

¹⁰ La reducción de los gastos financieros estaría relacionado a la reducción del saldo del pasivo financiero por titularización.

¹¹ 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.

Corporación Sarman, S.A.	120	0.1%
Total Acciones Suscritas y Pagadas	600,000	100%

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

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

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 comerciales¹² 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.

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	-	-
Total de Activos	30,898	31,785	35,696	35,658	37,526

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	-	-
Total Pasivos	12,256	13,438	16,571	15,657	16,179

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%.

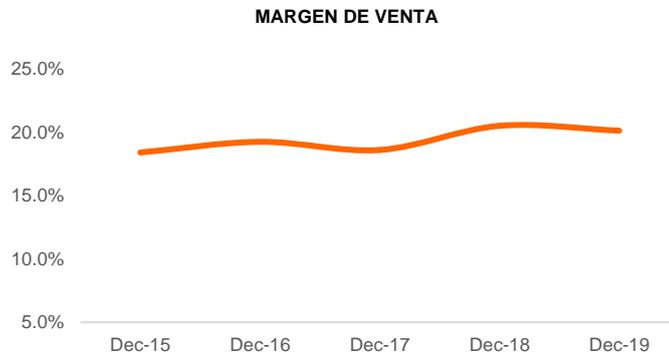
PATRIMONIO (EN MILES US\$)

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
Total Patrimonio	18,642	18,347	19,125	20,002	21,347

¹² El periodo promedio de crédito que toma la recuperación de las cuentas por cobrar es de 70 y 86 días, durante 2019 y 2018.

Análisis de Resultados

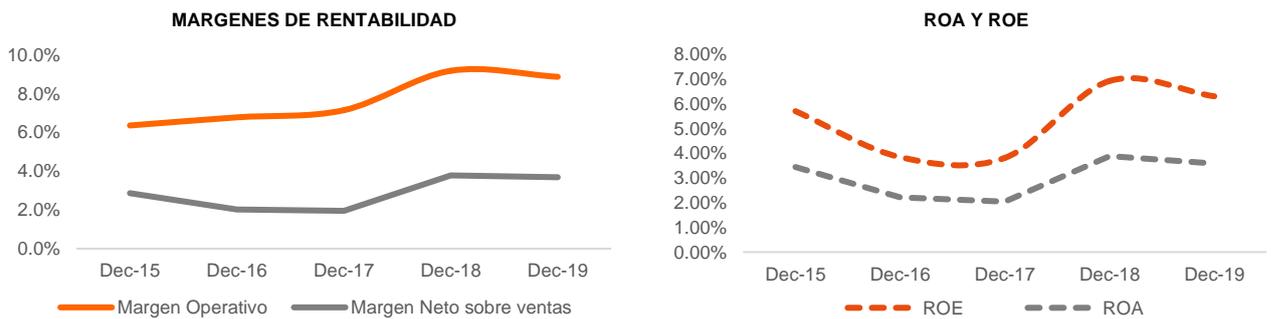
A diciembre de 2019 las ventas totales de Cartonera Centroamericana ascendieron a US\$36546 miles, mostrando una leve reducción interanual de US\$120.3 miles (-0.33%) como resultado de la disminución de las ventas comerciales a Costa Rica que reflejaron una reducción de US\$1,168.7 miles (-8.76%), país 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%).



Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

Análisis de Rentabilidad y Cobertura

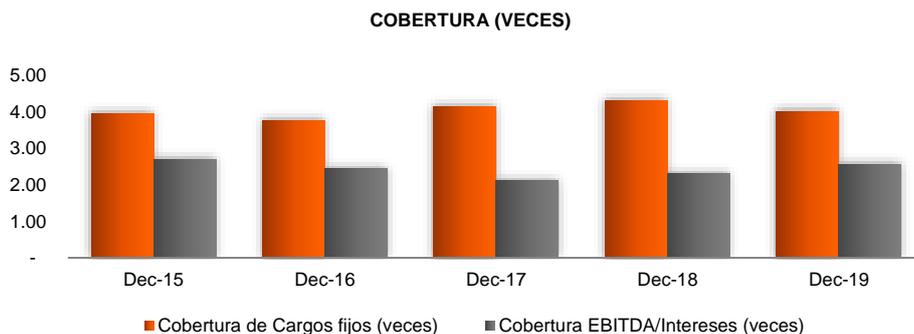
Al periodo de estudio el margen operativo se ubicó en 8.86%, reflejando un comportamiento relativamente estable respecto de diciembre de 2018 cuando fue de 9.17%, donde la disminución de los gastos operativos permitió una menor presión sobre la utilidad operativa. Asimismo, el margen neto sobre ventas 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%).



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

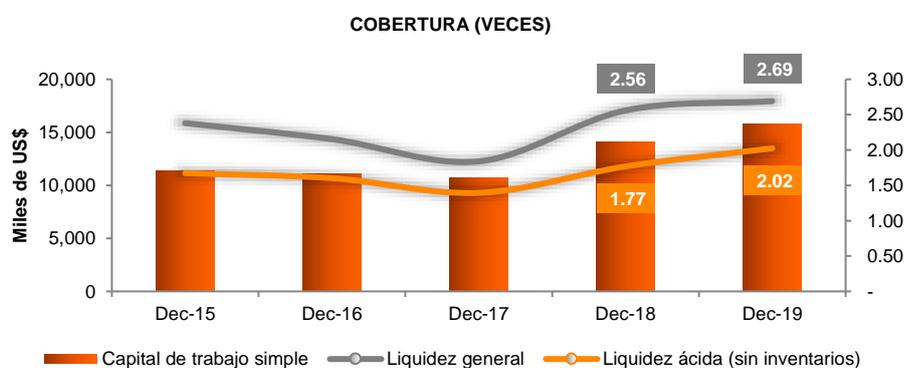
respecto de diciembre de 2018 (2.31 veces) derivado de la reducción de los gastos financieros (-13.4%), los cuales resultaron favorecidos por las menores tasas de interés promedio registradas a diciembre 2019.



Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

Liquidez

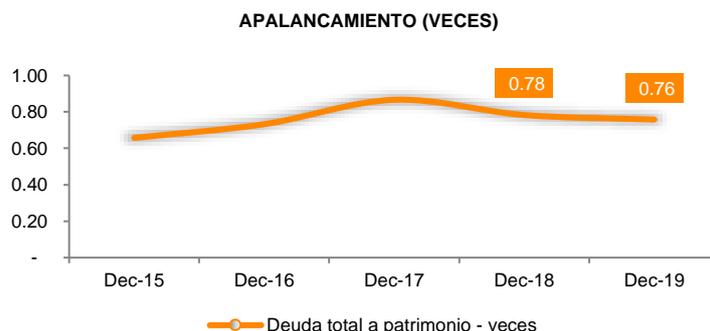
A diciembre de 2019, la liquidez general de CARSA se ubicó en 2.69 veces, superior a la reportada en diciembre de 2018 (2.56 veces), como resultado del incremento en el efectivo y de las cuentas por cobrar, asimismo el índice de liquidez ácida fue de 2.02 veces superior al 1.77 veces de diciembre de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

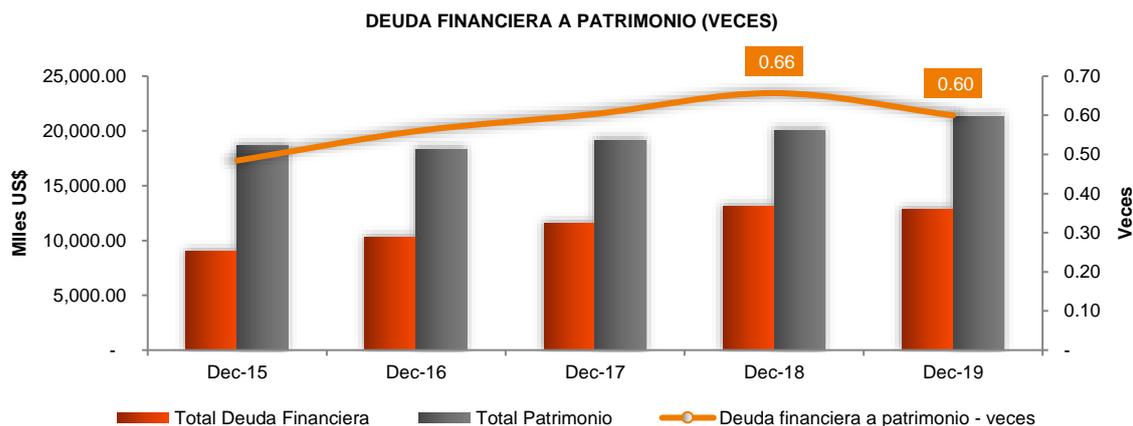
Endeudamiento y solvencia

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

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.

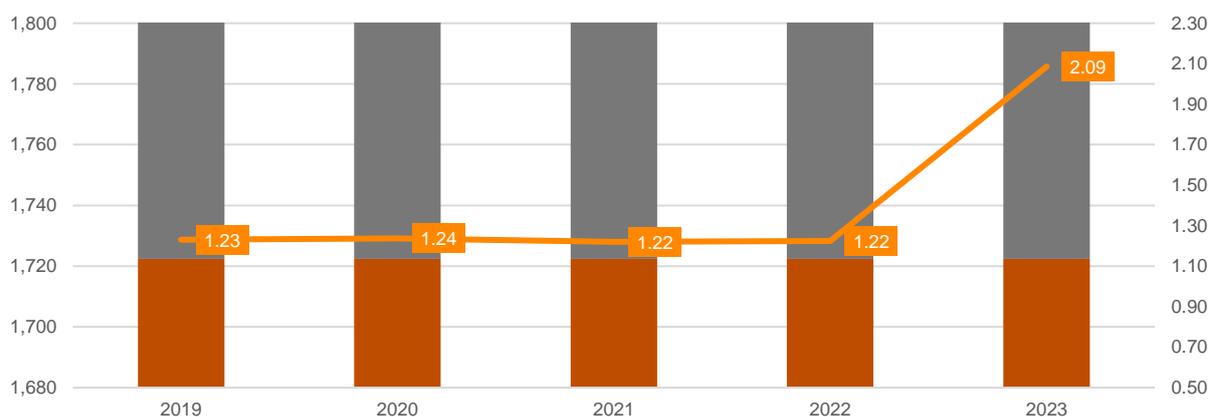
De acuerdo con el modelo proyectado, la cuota de arrendamiento de CARSA a Inmobiliaria Mesoamericana, constituía el total de sus ingresos, y coincide con el monto a ceder al fondo de titularización. Este ingreso está garantizado parcialmente por el contrato de arrendamiento, firmado entre ambas compañías. 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	2019	2020	2021	2022	2023
Ingresos por arrendamiento	1,722	1,722	1,722	1,722	1,722
Cesión	1,722	1,722	1,722	1,722	1,722
Egresos	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
Cobertura de egresos por arrendamiento	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 diciembre de 2019, se han pagado 73 cuotas equivalentes a un monto de cesión de US\$9,840.6 miles, con una cuota de cesión mensual de U\$143.531 miles, la cual se estima se mantengan constante hasta el vencimiento. Por su parte, la cesión acumulada a diciembre de 2019 fue de US\$1,722.4 miles, reflejando una cobertura creciente de acuerdo con el modelo presentado, resultando de una cobertura de egresos por arrendamiento de 1.23 veces, superior a lo reportado en diciembre de 2018 (1.20 veces).

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

Escenario	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Cesión	1,560	1,591	1,623	1,655	1,689	1,722
Egresos	1,428	1,425	1,419	1,413	1,406	1,399
Cobertura de cesión por arrendamiento (veces)	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

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

Resumen de los Estados Financieros

Inmobiliaria Mesoamericana

BALANCE GENERAL

Componente	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18 ¹³	dic-19
Activos					
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
Total activos	16,999.4	17,946.9	17,795.7	17,785.9	17,679.7
Pasivos					
Proveedores y otras cuentas por pagar	83.8	64.9	81.3	247.5	74.7
Préstamos y obligaciones financieras CP	1,152.8	1,975.2	2,234.6	1,566.0	1,671.9
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
Vto. 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
Préstamos y obligaciones financieras LP	8,277.3	11,967.8	10,984.2	9,545.3	8,396.9
Pasivo financiero de titularización	7,100.1	6,262.1	5,279.3	4,364.8	3,366.1
Prestamos bancarios a LP	200.7	136.6	564.5	358.3	378.6

¹³ Saldos de algunas cuentas 31 de diciembre de 2018 fueron reexpresados y reclasificados.

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
Total Pasivos	9,548.4	14,057.9	13,371.0	11,450.4	10,423.3
Patrimonio					
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
Total patrimonio	3,451.0	3,889.0	4,424.7	6,335.5	7,256.4
Total patrimonio + pasivo	12,999.4	17,946.9	17,795.7	17,785.9	17,679.7

Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

ESTADO DE RESULTADO (MILES)

Componente	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18 ¹⁴	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
Utilidad Bruta	418.2	559.5	910.8	1,840.4	1,883.1
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
Utilidad de Operación	411.1	551.7	824.0	1,637.9	1,509.4
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
Utilidad Antes de ISR	459.4	621.5	854.5	1,185.0	1,115.8
ISR	159.4	183.5	182.1	383.1	194.9
Utilidad Neta	299.9	438.0	672.4	801.9	920.9
Revaluación de maquinaria, neto de impuestos	-	-	-	544.0	-
Resultado Integral del ejercicio	299.9	438.0	672.4	1,345.9	920.9

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%
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)

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
Total de Activos	30,898	31,785	35,696	35,658	37,526
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	-	-
Total Pasivos	12,256	13,438	16,571	15,657	16,179
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
Total Patrimonio	18,642	18,347	19,125	20,002	21,347
Total Pasivos + Patrimonio	30,898	31,785	35,700	35,658	37,526

¹⁴ Cifras de algunas cuentas al 31 de diciembre fueron reexpresadas y reclasificadas.

ESTADO DE RESULTADO (MILES)

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
Utilidad Bruta	6,854	6,703	6,961	7,525	7,359
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
Utilidad de Operación	2,363	2,355	2,669	3,361	3,237
Gastos Financieros	873	964	1,258	1,458	1,263
Operaciones no recurrentes	-	-	-	-	-
Otros ingresos (gastos) netos	(93)	(348)	(252)	(206.8)	(348.4)
Utilidad AISR	1,398	1,043	1,159	1,696	1,626
Impuesto contribución especial	4	37	45	33	29
ISR	332	302	385	279	251
Utilidad Neta	1,062	705	729	1,385	1,345
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
Deuda Financiera/Patrimonio	0.48	0.56	0.60	0.66	0.60
Máximo (0.85)	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85
DEUDA /Patrimonio*		0.53	0.47	0.41	0.36
Deuda/EBITDA	2.67	2.92	2.87	2.77	3.19
Máximo (3.25)	3.75	3.75	3.75	3.25	4.25
Deuda/EBITDA*		2.89	2.39	2.07	1.79
Utilidad Bruta/Gastos de Operación	2.25	1.81	1.94	2.15	1.99
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
CxC Relacionadas/Patrimonio	0.36	0.34	0.31	0.28	0.31
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 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.