

FONDO DE TITULARIZACIÓN RICORP TITULARIZADORA, INMOBILIARIA MESOAMERICANA 01.

San Salvador, El Salvador

Comité de Clasificación Ordinario: 6 de mayo de 2020

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

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

Fondo de Titularización

Patrimonio Independiente	Fondo de Titularización Ricorp Titularizadora, Inmobiliaria Mesoamericana 01
Originador:	Inmobiliaria Mesoamericana, S.A. de C.V.
Emisor:	Ricorp Titularizadora, S.A.
Estructurador:	Ricorp Titularizadora, S.A.
Administrador:	Ricorp Titularizadora, S.A.
Monto del Programa:	US\$9'300,000
Tramo 1:	US\$6'510,000 a 10 años. Tasa fija 7.00% anual
Tramo 2:	US\$2'790,000 a 7 años. Tasa fija 6.50% anual.
Fecha de Emisión:	20 de diciembre de 2013.
Saldo Actual (miles):	US\$4,894.
Cuotas Pagadas:	73 cuotas (al 31 de diciembre de 2019) de 120.
Activos de Respaldo:	Contrato de arrendamiento operativo firmado entre Cartonera Centroamericana S.A. y la Sociedad Inmobiliaria Mesoamericana S.A. de C.V. (empresas relacionadas).

-----MM de US\$ al 31.12.2019-----
Activos: 7.17 Excedente: 0.01 Ingresos: 0.77

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

La información utilizada para el presente análisis comprendió los estados financieros auditados al 31 de diciembre de 2016, 2017, 2018 y 2019 del Originador y del Fondo de Titularización, así como información financiera adicional por parte de la Sociedad Titularizadora y Originador.

Fundamento: El Comité de Clasificación de Zumma Ratings, S.A. de C.V. Clasificadora de Riesgo, dictaminó mantener la calificación a las emisiones con cargo al Fondo de Titularización Ricorp Titularizadora Inmobiliaria Mesoamericana 01 (en adelante FTRTIME 01 o el Fondo) en AA-.sv, correspondiente a la titularización de derechos sobre el contrato de arrendamiento operativo firmado entre Cartonera Centroamericana S.A. (en adelante CARSA), y la Sociedad Inmobiliaria Mesoamericana S.A. de C.V. (en adelante IME), con base en la evaluación efectuada al 31 de diciembre de 2019. La perspectiva de calificación es Estable.

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

de alta calidad crediticia (Banco de América Central, S.A. con calificación de EAAA.sv por Zumma Ratings) a favor del Fondo, que garantiza una porción de las obligaciones contraídas por la emisión en circulación; (iv) el convenio de administración de las cuentas bancarias que mitiga el riesgo de desvío de recursos; (v) el mecanismo preventivo de aceleración de recursos, en caso exista un incumplimiento en los covenants de la estructura; y (vi) el resto de mejoradores incorporados en la estructura (cumplimiento de razones financieras, garantía de maquinaria e inmuebles y la cesión de pólizas de seguros a favor de los tenedores de valores).

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

Asimismo, la coyuntura de pandemia por el COVID-19 ha sido valorada como factor de riesgo por el Comité de

Clasificación, por el efecto potencial sobre el desempeño en el activo subyacente y en originador operativo de la estructura calificada.

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

Industria de empaques con baja exposición ante el impacto del COVID-19: En virtud de las características intrínsecas que exhibe el sector de empaques, Zumma Ratings considera que dicha industria tendrá una baja exposición ante la situación de emergencia sanitaria, debido a que el sector de empaques (corrugado en el caso de CARSA) forma parte de la cadena productiva de bienes considerados como estratégicos para los Gobiernos (insumos médicos, alimentos, bebidas, higiene personal, entre otros).

En sintonía con lo anterior, CARSA mantiene su operación implementando las medidas preventivas de contagio dentro de sus oficinas y de su planta de producción.

Adicionalmente, IME ha operado sin interrupción brindando soluciones a las empresas del Grupo SigmaQ (incluida CARSA).

Empresas participantes en el contrato de arrendamiento, altamente integradas con su grupo industrial: CARSA se dedica a la fabricación y comercialización de cajas cartón corrugado especializadas para diferentes sectores. Mientras que IME, tiene como finalidad la adquisición de inmuebles y maquinaria para arrendarlos a compañías que pertenecen a su mismo grupo económico. Ambas empresas forman parte del Grupo SigmaQ, destacando que este último es un proveedor de empaque integral con fuerte posición competitiva en la región. SigmaQ se dedica a la producción de bolsas, empaque corrugado, empaques flexibles, etiquetas y envases plásticos. Las sinergias con entidades del Grupo le permiten a CARSA obtener ventajas competitivas como: el aprovechamiento de economías de escala, la compra conjunta de insumos, entre otros. Por su parte, IME se beneficia de los negocios cautivos que le provee su Grupo por ser uno de los brazos financieros de SigmaQ.

El activo subyacente de la titularización calificada son los derechos del contrato de arrendamiento entre el arrendador (IME) y el arrendatario (CARSA). En opinión de Zumma Ratings, la calidad crediticia del contrato de arrendamiento está fuertemente correlacionado con CARSA, debido a que el pago de los cánones de arrendamiento depende de la capacidad de pago de dicha compañía. Por tanto, CARSA tiene un rol relevante en la estructura.

Prenda sin desplazamiento como garantía del pago del canon de arrendamiento: El contrato de arrendamiento operativo incorpora la constitución de una prenda sin desplazamiento de cartera por un plazo igual al contrato (10 años), integrada por clientes clase “A” de CARSA (prenda a favor del Fondo de Titularización). Cabe precisar que dicha prenda se refiere únicamente a la cartera de cobro comercial y no sobre saldos por cobrar a relacionadas. Los flujos de dicha cartera se concentran en una

cuenta bancaria que nutre la cuenta pagadora del FTRTIME 01.

La cartera de clientes que integra la prenda registró un saldo de US\$1.49 millones al 31 de diciembre de 2019 (US\$1.06 millones en diciembre de 2018), siendo el valor más alto en los últimos cinco años. Adicionalmente, la calidad de la cartera de cobranza es relevante en la generación oportuna de fondos para la amortización de los títulos emitidos por el Fondo.

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

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

Perspectivas en el precio del papel (principal insumo para la producción del corrugado): Durante 2019, el valor de este insumo no registró aumentos, determinado por una expansión en su oferta. Dicho desempeño contrasta con los importantes aumentos reflejados en 2017 y 2018.

Durante el primer trimestre de 2020, el precio del papel reportó un leve incremento explicado por la mayor demanda en el contexto de crisis por pandemia. No obstante, dicha variación el precio no conlleva cambios relevantes en la estructura de costos de la compañía. Mientras que la comercialización de este producto no se ha visto afectado por los cierres de fronteras debido a su relevancia en la producción del corrugado.

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

Cobertura de los flujos del activo subyacente fue favorable y se mantiene estable: El nivel de cobertura que genera el flujo que ingresa a la cuenta colectora (prenda sin desplazamiento de la cartera por cobrar que respalda el contrato de arrendamiento) sobre la cuota de cesión fue en promedio de 7.2 veces durante 2019, siendo la más alta en los últimos cinco años. El rango de cobertura se ubicó entre 4.9x y 9.3x durante 2019. Por otra parte, los flujos de esta estructura de titularización no han registrado ninguna variación atípica por la crisis, destacando que las coberturas en marzo y abril 2020 fueron de 8.8x y 7.9x, respectivamente.

A juicio de Zumma Ratings, los ingresos que se recibirán en la cuenta colectora podrían sensibilizarse por algunos retrasos en la cobranza, valorando el actual contexto de contracción económica.

Mecanismos de garantía de alta calidad con baja correlación con el activo subyacente: El proceso de titularización incorpora una fianza de fiel cumplimiento emitida por BAC (calificada por Zumma Ratings en

EAAA.sv), que garantiza el pago de los cánones de arrendamiento, equivalente al 15% del valor de la emisión en circulación. Dicha fianza fue modificada en su monto a US\$665,494 el 3 de enero de 2020. A criterio de Zumma Ratings, esta fianza se pondera favorablemente en la calificación de la titularización, en virtud de la calidad crediticia del banco que la emite; valorándose como una protección adicional para los inversionistas, en caso el contrato de arrendamiento no genere los flujos esperados.

Vehículo de propósito especial con liquidez en cuenta restringida Los activos de corto plazo del FTRTIME 01, integrados por el efectivo, inversiones y la porción por recibir de los flujos adquiridos; registraron una cobertura de 2.07 veces sobre la deuda a corto plazo de los títulos emitidos a diciembre de 2019 (2.20x en diciembre de 2018). Por otra parte, se señala que el tramo de la emisión de corto plazo vencerá en diciembre de 2020; haciendo notar que el FTRTIME 01 acumulará mayor liquidez, debido a que la cuota de cesión se mantendrá, para pagar *balloon* al final por el tramo largo.

Las inversiones del Fondo cubren el pago de las siguientes dos cuotas de cesión; valorándose como una fortaleza para cumplir las obligaciones financieras ante estrés temporales en su liquidez.

Razones financieras: CARSA e IME se encuentran sujetos a mantener una serie de razones financieras por debajo de límites establecidos, de acuerdo con los contratos relacionados con la titularización. En ese contexto, ambas compañías registraron cumplimiento en sus razones financieras al 31 de diciembre de 2019.

Por otra parte, la compañía adquirió deuda durante el primer trimestre de 2020, para fortalecer y cautelar su posición de liquidez ante el actual contexto de incertidumbre por la pandemia. Dicha situación conllevó a exceder la razón deuda/EBITDA más allá del límite permiti-

do (3.25x) en la revisión a marzo 2020. CARSA estima regularizar la razón en mención antes de la siguiente revisión (en el segundo trimestre de 2020). Zumma Ratings continuará monitoreando la evolución de los *covenants* vinculados a la estructura.

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

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

Durante la vigencia de la titularización, no ha sido activado el mecanismo de aceleración de recursos.

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

A criterio de Zumma Ratings, dichos aspectos contribuyen a mitigar parcialmente, escenarios de deterioro en la generación de flujos.

Fortalezas

1. Contrato de arrendamiento operativo firmado entre CARSA e IME como activo subyacente.
2. Favorable cobertura de los flujos sobre el monto de cesión mensual.
3. Fianza otorgada por una entidad bancaria con alta calidad crediticia.
4. El mecanismo preventivo de aceleración de recursos, en caso exista un incumplimiento en los *covenants* de la estructura.

Debilidades

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

Oportunidades

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

Amenazas

1. Desaceleración de actividad económica y comercial en los principales mercados en los que opera CARSA.
2. Encarecimiento en el costo de insumos para la producción del corrugado.
3. Impactos por el brote del COVID-19.

ENTORNO ECONÓMICO

De acuerdo con datos del Banco Central de Reserva (BCR), la economía salvadoreña registró un crecimiento real del 2.38% en 2019 (2.5% en 2018). Mientras que para 2020, el BCR ha realizado estimaciones preliminares sobre el impacto del brote del COVID-19 en la economía doméstica. En este sentido, el país podría enfrentar una contracción económica superior a la gran crisis de 2009, situándose entre -2.0% y -4.0%, con información muy preliminar.

En la actualidad, los impactos derivados del brote del COVID-19 constituyen la mayor amenaza para la economía doméstica y mundial, debido a que las medidas de emergencia para contener esta pandemia conllevan una menor actividad económica. En síntesis, los mayores impactos son: el cierre de operaciones en sectores específicos (turismo, educación, aviación, entre otros); el aislamiento de personas que se traduce en una menor demanda; la contracción en las ventas del sector informal (aproximadamente el 70% de la economía salvadoreña); así como el estrés en los flujos de efectivo para muchas empresas, implicando atrasos en sus créditos y pagos de salarios.

Entre los factores positivos que podrían mitigar la perspectiva de menor crecimiento para El Salvador se encuentran la disminución en los índices de violencia, el flujo de remesas, la baja en el precio de los combustibles y la tendencia a la baja en las tasas de referencia internacionales.

De acuerdo a datos del Banco Central de Reserva, las exportaciones totales han incrementado en un 0.7% en 2019, explicado por el mayor importe enviado a la región de Centroamérica. Cabe precisar que, en este período, las exportaciones hacia Estados Unidos reflejaron una contracción anual del 4.4%. Esta disminución deriva principalmente del deterioro en los precios de los bienes exportados, considerando que en términos de volumen la cantidad exportada al país norteamericano se mantuvo estable durante 2019.

Las importaciones incrementaron un 1.6% durante 2019, debido a un mayor ingreso de productos de agricultura y ganadería (4.9%). En contrapartida, la factura petrolera se redujo un 9.7%, a causa de los bajos precios registrados en comparación de 2018 (Precio promedio por barril del crudo WTI: USD\$57.0 vs USD\$64.8).

Al cierre del 2019, las remesas alcanzaron un total de USD\$5,650 millones, reflejando un incremento anual de 4.8%, menor que el crecimiento de 2018 y 2017 (8.1% y 9.7%). Esta ralentización se relaciona con el desempeño que experimentó la economía estadounidense en 2019. A pesar que la política proteccionista de Estados Unidos continúa siendo un riesgo para la reducción de remesas, la aprobación del programa migratorio Estatus de Protección Temporal (TPS) hasta 2021 otorga confianza en que la dinámica se mantendrá estable en el corto plazo. Zumma considera que los flujos de remesas para el año 2020 pueden verse afectados por los efectos de la emergencia del COVID-19.

Los índices de endeudamiento que presenta el Gobierno de El Salvador se ubican en niveles elevados y con una tendencia al alza en los últimos años, explicada por las recurrentes necesidades de financiamiento para cubrir la brecha negativa entre ingresos y gastos. La última misión del FMI recomendó un ajuste fiscal de aproximadamente el 2% del PIB a lo largo de 2020, a fin de garantizar el cumplimiento de la Ley de Responsabilidad Fiscal (LFR) y reducir la deuda. En el actual contexto de pandemia global, el Gobierno podría hacer uso de más préstamos, con el objetivo de aminorar los efectos adversos del COVID-19. Por otra parte, la calificación de riesgo a escala global del país se ubica en B- (perspectiva Estable) y B3 (perspectiva Positiva) para las agencias de calificación S&P y Moody's, respectivamente; reflejando las fragilidades en el perfil crediticio de El Salvador en una situación con altas probabilidades de registrar una desaceleración económica.

DESCRIPCIÓN DE LA ESTRUCTURA

Proceso de Titularización

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

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



Fuente: Ricorp Titularizadora, SA

Propósito de la Emisión

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

Los montos establecidos son libres de cualquier impuesto que en el futuro puedan serles aplicables, correspondiendo a IME el pago a la administración tributaria o a la entidad

competente de todo tipo de impuestos, tasas, contribuciones especiales o tributos en general, en caso aplicase.

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

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

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

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

Plazo del Contrato

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

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

Precio del Contrato y Forma de Pago

El canon mensual del arrendamiento será por la suma de US\$130,000 y anualmente se incrementará 2% durante los primeros cinco años, más el respectivo Impuesto a la Transferencia de Bienes Muebles y a la Prestación de Servicios. En caso de incumplimiento de pago en las fechas establecidas, ambas partes convienen en que CARSA pagará adicionalmente, en concepto de penalidad, un interés moratorio equivalente al cinco por ciento calculado mensualmente sobre los saldos adeudados. En

caso de prórroga del plazo, el canon podrá ser revisado y acordado de mutuo acuerdo entre las partes con por lo menos sesenta días de anticipación al vencimiento del plazo original o de cualquiera de sus prórrogas.

Causales de caducidad del Contrato de Arrendamiento Operativo

El contrato señala que el plazo pactado caducará en los casos que más adelante se detallan, y por lo tanto, las obligaciones a cargo de CARSA y a favor de IME, o de su cesionario (en este caso el FTRTIME 01), y a discreción de este último, serán exigibles en su totalidad como si se tratara de plazo vencido y en consecuencia, CARSA deberá enterar a IME, o a su cesionario, el saldo que a esa fecha se encuentre pendiente de enterar hasta completar la cantidad de US\$16,730,130.02. El pago deberá ser realizado a más tardar en noventa días a partir de la fecha de caducidad del plazo del contrato. El plazo del contrato caducará, a discreción de IME o de su cesionario, y sin responsabilidad alguna para ella, en los siguientes casos: a) por falta de pago de uno o más cánones consecutivos de arrendamiento; b) por incumplimiento por parte de CARSA de cualquiera de las obligaciones que adquiere por medio de este contrato; c) por ocuparse los bienes arrendados para un objeto ilícito; d) por la existencia de causales sobrevenientes que, a juicio prudencial de IME o de su cesionario, pueda afectar negativamente la reputación o imagen de las partes; y e) cuando a pesar de haber transcurrido al plazo de regularización (6 meses posteriores al incumplimiento), no se hubieran regularizado las condiciones (razones financieras) establecidas en el contrato de arrendamiento.

Condiciones especiales

CARSA se obliga a cumplir las siguientes razones financieras, durante el plazo original del contrato, o cualquiera de sus prórrogas si las hubiera. Los indicadores financieros serán calculados por IME o por quien esta designe, de forma trimestral. CARSA se compromete a mantener las razones financieras. Al 31 de diciembre de 2019, CARSA refleja los siguientes resultados en las razones financieras:

INDICADORES CARSA	Dic. 2019	Límite	Evaluación
EBITDA / Servicio de la Deuda	3.55	> 1.60	Cumplimiento
Deuda / Patrimonio	0.60	< 0.85	Cumplimiento
Deuda / EBITDA	3.19	< 3.25	Cumplimiento
Utilidad Bruta/ Gastos Operación	1.98	> 1.4	Cumplimiento
CxC Relacionadas / Patrimonio	0.31	< 0.35	Cumplimiento

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

Por otra parte, la compañía adquirió deuda durante el primer trimestre de 2020, para fortalecer y cautelar su posición de liquidez ante el actual contexto de incertidumbre por la pandemia. Dicha situación conllevó a exceder la razón deuda/EBITDA más allá del límite permitido (3.25x). CARSA estima regularizar la razón en mención antes de la siguiente revisión (en el segundo trimestre de 2020). Zumma Ratings continuará monitoreando la evolución de los covenants vinculados a la estructura.

Plazo de Regularización

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

Mecanismo de Aceleración de Transferencia de los cánones

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

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

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

Reparto de Utilidades

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

Terminación anticipada del Contrato

Las partes acuerdan que CARSA podrá dar por terminado unilateralmente el contrato de arrendamiento operativo de forma inmediata, en cualquier tiempo luego de concluido el quinto año de plazo del contrato, sin necesidad de declaración judicial ni responsabilidad alguna de su parte, y

mediante la única condición de dar aviso por escrito al Arrendante de su deseo de darlo por terminado, por lo menos seis meses de anticipación a la fecha exacta en que se notifique que tendrá lugar la terminación del presente contrato, debiendo en dicho caso reconocer a favor CARSA, el pago del ciento por ciento de los cánones de arrendamiento que se encuentren pendientes de amortizar según el plazo original o cualquiera de las prórrogas subsecuentes del mismo, si las hubiera.

Obligaciones de CARSA

CARSA se compromete a: a) mantener, conservar y cuidar el inmueble arrendado y a devolverlo en el mismo estado de limpieza, aseo y cuidado en el que lo recibe, así como a guardar la precaución y cuidado de los bienes por adherencia que recibe con este contrato, comprometiéndose en caso de pérdida o deterioro a reemplazar tales bienes por otros de igual o superior calidad salvo aquellos ocasionados por el normal uso, e informar de los deterioros sufridos o cualquier hecho susceptible de disminuir su valor o perturbar su posesión o dominio; b) no subarrendar los bienes arrendados en todo ni en parte sin previo permiso por escrito de IME; c) realizar las reparaciones locativas del inmueble arrendado, tales como reparar válvulas, grifos, inodoros. Las reparaciones locativas serán por cuenta exclusiva de CARSA; d) realizar las reparaciones necesarias en la maquinaria, tanto en concepto de mantenimiento, como para garantizar su operatividad. Estas reparaciones serán por cuenta exclusiva de CARSA; e) no hacer modificaciones en el inmueble arrendado, excepto con previo permiso de IME; toda mejora efectuada quedará formando parte de las construcciones al terminar el arriendo; f) cumplir con las leyes, decretos o reglamentos de las autoridades y no ocupar o permitir que se ocupe el inmueble arrendado para usos fuera de la ley; g) pagar los servicios de agua y energía eléctrica y cualquier otro gasto por servicios solicitados directamente por CARSA, incluyendo las tasas municipales por servicios que correspondan al inmueble arrendado, así como también el pago de las pólizas de seguro contratadas sobre todos los activos incluidos en el presente contrato; h) a reparar cualquier desperfecto que se deba a su culpa o descuido de sus empleados o personas que de ella dependan.

Mecanismos de Respaldo y Garantía.

Transferencia de Fondos

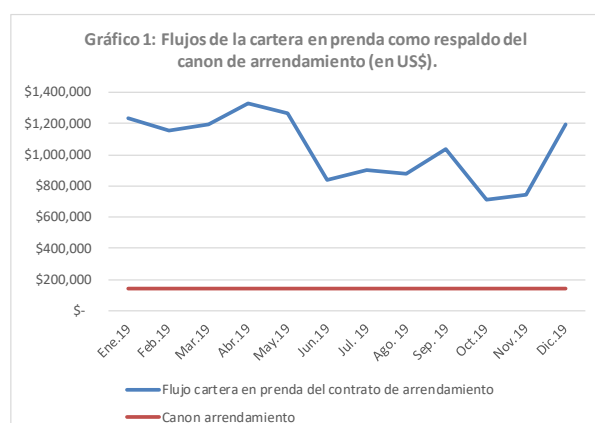
CARSA deberá de pagar los cánones mensuales de arrendamiento, por medio del siguiente mecanismo de transferencia de fondos, CARSA deberá elegir una muestra de sus clientes clase “A”, definidos como aquellos a los que CARSA, en su giro ordinario de negocio, les facture durante la mayor parte del año,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

CARSA deberá instruir a dichos Clientes Clase A para que depositen el ciento por ciento del pago de sus facturas emitidas por CARSA, a la cuenta bancaria que será abierta a nombre de IME y CARSA o su cesionario (la “Cuenta Colectora”) en el Banco Administrador, y que dichos

fondos serán utilizados de manera prioritaria para el pago de los cánones mensuales de arrendamiento.

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

Los fondos capturados por pago de clientes en la Cuenta Colectora, los pagos de cánones de arrendamiento a IME y la devolución de los excedentes a CARSA estarán bajo administración del Banco Administrador, a quien se le ha instruido por escrito y mediante la firma de un Convenio de Administración de Cuentas Bancarias, los montos exactos a transferir entre cuentas y la prelación de estos pagos previo a devolver los fondos excedentes a CARSA. Los costos que se deriven de la suscripción de este Convenio de Administración de Cuentas Bancarias serán a cargo de CARSA.



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

Por otra parte, la cobertura promedio mensual del flujo que proviene de la Cartera de Clientes clase “A” de CARSA sobre la cuota de cesión fue de 7.2 veces durante 2019 (ver Gráfico 1), superior a lo mostrado en 2018 (6.1 veces), en virtud de la mayor captación de recursos en la cuenta colectora. Los flujos de esta estructura de titularización no han registrado ninguna variación atípica, destacando que las coberturas en marzo y abril 2020 fueron de 8.8x y 7.9x, respectivamente. A juicio de Zumma Ratings, los ingresos que se recibirán en la cuenta colectora podrían sensibilizarse por algunos retrasos en la cobranza, valorando el actual contexto de contracción económica. Sin embargo, se incorpora en el análisis que el sector de empaques registra menos vulnerabilidad con respecto de otros, en virtud de la integración con sectores estratégicos para muchos países (alimentos, bebidas, insumos médicos, entre otros).

Mecanismo de Sustitución de Clientes

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

Cesión de Beneficios de Póliza de Seguros de Lucro Cesante

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

Al 31 de diciembre de 2019, la póliza de seguros de lucro cesante ha sido emitida por Aseguradora Agrícola Comercial (ACSA), de acuerdo al informe estados financieros intermedios del Fondo de Titularización.

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

La cesión de beneficios de póliza de seguro contra todo riesgo sobre construcciones, mobiliario y equipo, a favor de IME, o a cualquier tercero a quien los derechos del contrato de arrendamiento operativo le hayan sido legalmente cedidos. La sociedad aseguradora deberá ser una sociedad de seguros local, cuya calificación de riesgo no sea menor de “A” con perspectiva estable o positiva, en caso que tenga más de una calificación pública, se tomará en cuenta la menor. Al 31 de diciembre de 2019, dicho requisito refleja cumplimiento, la póliza ha sido emitida por ACSA.

Garantía sobre el pago del Canon de Arrendamiento

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

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

Trimestralmente, IME o quien ésta designe, o cualquier tercero a quien los derechos del contrato de arrendamiento operativo le hayan sido legalmente cedidos, podrá verificar el estado de la cartera preñada, así como el cumplimiento de los requisitos mencionados con anterioridad. Si, a juicio del IME, o cualquier tercero a quien los derechos del contrato de arrendamiento operativo le hayan sido legalmente cedidos, la cartera preñada no cumple con los requisitos antes mencionados, o, si la cobertura, a razón

del pago por los Clientes Clase A de dichas facturas, ya no representa el monto de US\$600,000 en concepto de cuentas por cobrar a los Clientes Clase A, CARSA deberá sustituir las facturas insuficientes o las facturas pagadas por nuevas facturas emitidas a los Clientes Clase A hasta cumplir con los requisitos antes mencionados, o hasta que la cartera preñada represente el monto acordado en el Contrato de Arrendamiento.

La cartera de clientes refleja un saldo de US\$1.5 millones al cierre de 2019 (US\$1.1 millones en 2018), superior a lo mostrado en trimestres previos.

Responsabilidad de IME

IME en razón a lo estipulado en el contrato de cesión y administración de derechos a favor del Fondo de Titularización, debe también cumplir con determinados covenants financieros durante la vigencia de la emisión calificada. Al 31 de diciembre de 2019, IME refleja los siguientes resultados en las razones financieras:

INDICADORES IME	Dic 2019	Límite	Evaluación
EBITDA / Gastos Financieros	7.18	> 3.0	Cumplimiento
Pasivo Ajustado / Patrimonio	0.71	< 4.0	Cumplimiento
Pasivo Ajustado / EBITDA	1.82	< 7.0	Cumplimiento

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

Se valora de manera positiva en el análisis, la elevada posición de IME, con respecto a los límites establecidos para las razones financieras. Zumma Ratings prevé que la compañía mantendrá dicho desempeño, en virtud de la estabilidad de sus operaciones; informando al mercado sobre cualquier desviación relevante en el comportamiento de las razones.

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

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

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

Nota sobre Incumplimiento de Indicadores.

En caso IME incumpliese alguno de sus indicadores más allá de los plazos estipulados, ello conllevaría a hacer

cumplir la “condición resolutoria” estipulada en el contrato de cesión y administración de derechos a favor del Fondo, ante lo cual IME deberá pagar al Fondo el 100% del saldo adeudado sobre los flujos cedidos, lo que significa que IME responderá con su patrimonio y/o con la venta de los bienes adquiridos producto de la presente transacción financiera.

Respaldo operativo de la Estructura Financiera

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

Cuenta Colectora

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

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

Cuenta Discrecional

La sociedad titularizadora, actuando en su calidad de administradora del Fondo de Titularización, abrió en el BAC la denominada Cuenta Discrecional (a nombre del Fondo de Titularización). La funcionalidad de la referida Cuenta Discrecional es la siguiente: Durante todos los días de cada mes comprendidos dentro del plazo de la Orden Irrevocable de Transferencia (OIT) a que se ha hecho referencia, el Banco Administrador procederá a realizar los cargos diarios en la Cuenta Colectora, hasta completar la cuantía de los cánones provenientes del Contrato de Arrendamiento Operativo. Dichas cuotas serán trasladadas mediante una OIT a la Cuenta Discrecional. La función de esta cuenta es mantener los fondos necesarios para realizar los pagos en beneficio de los Tenedores de los Valores de Titularización y demás acreedores del Fondo de Titularización, según el orden establecido en la prelación de pagos del Contrato de Titularización.

En caso de que al día 5 de cada mes calendario, o el próximo día hábil, no haya sido posible completar los fondos necesarios para el pago de la cuota mensual que deba ser transferida a la Cuenta Discrecional, el Banco Adminis-

trador estará facultado a cargar la Cuenta de Excedentes, hasta completar el valor de dicha cuota mensual.

Cuenta de Excedentes

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

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

Cuenta Restringida

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

La cuenta antes mencionada refleja un saldo de US\$219,853.76 al 31 de diciembre de 2019, correspondiendo el mismo a un depósito a plazo fijo por 90 días en BAC.

Cuenta Reserva

Es la cuenta bancaria o depósitos a plazo que será abierta a nombre del Fondo de Titularización en el Banco Administrador, a partir del mes 85, que acumulará los fondos que servirán para el último pago de capital al final de la vigencia de la Emisión. La funcionalidad de esta cuenta será la siguiente: la Titularizadora realizará, desde la Cuenta Discrecional hacia la Cuenta de Reserva, las transferencias mensuales equivalentes a US\$43,589.96 durante el período comprendido entre el mes 85 y el mes 120 del plazo de la Emisión.

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

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

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

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

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

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

Tramos vigentes en el mercado

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

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

Descripción de la Sociedad Titularizadora

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

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

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

Junta Directiva	
Presidente	Rolando Duarte Schlagater
Vicepresidente	Javier Simán Dada
Director Secretario	José Carlos Bonilla Larreynaga
Director Propietario	Remo Bardi Ocaña
Director Propietario	Víctor Silhy Zacarías
Director Propietario	Carlos Mejía Cabrera
Director Propietario	Enrique Borgo Bustamante
Director Suplente	Francisco Duarte Schlagater
Director Suplente	Miguel Simán Dada
Director Suplente	Manuel Vieytes Valle
Director Suplente	Enrique Oñate Muyshondt

Director Suplente	José Carbonell Belismelis
Director Suplente	Ramón Álvarez López
Director Suplente	Guillermo Saca Silhy

GESTIÓN DE RIESGOS DEL FONDO DE TITULARIZACIÓN

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

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

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

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

ANÁLISIS DEL FONDO DE TITULARIZACIÓN

El activo por titularización (arrendamientos por cobrar) registró una disminución anual del 25%, equivalente en términos monetarios a US\$1.7 millones, en sintonía con los flujos recibidos de CARSA por el contrato de arrendamiento. Los recursos recibidos por el Fondo de Titularización han servido para pagar su pasivo financiero de la emisión VTRTIME 01. En ese contexto, dicho saldo disminuyó anualmente en 17.9%.

Los activos de corto plazo del FTTRIME 01, integrados por el efectivo, inversiones y la porción por recibir de los flujos adquiridos; registraron una cobertura de 2.07 veces sobre la deuda a corto plazo de los títulos emitidos a diciembre de 2019 (2.20x en diciembre de 2018). Por otra parte, se señala que el tramo de la emisión de corto plazo vencerá en diciembre de 2020; haciendo notar que el FTTRIME 01 aculará mayor liquidez, debido a que la cuota de cesión se mantendrá, para pagar *balloon* al final por el tramo largo.

PERFIL DEL ORIGINADOR LEGAL

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

La evolución de los activos de IME durante 2019, estuvo determinado por el menor volumen en maquinaria y equipo neto, vinculado con la depreciación. En ese contexto, los activos registraron una disminución anual de 0.6%. En línea con el modelo de negocio, el activo fijo es el principal componente del balance (77.2% a diciembre de 2019), integrado por terrenos, edificaciones, instalaciones, maquinaria y vehículos.

Los activos muebles e inmuebles de IME son arrendados a empresas relacionadas. Cabe precisar que IME otorgó dos préstamos a CARSA, ambos pagaderos al vencimiento y con plazos de 7 y 10 año; registrando un saldo de \$3.5 millones al cierre de 2019.

Ante la contingencia de pandemia, las operaciones de IME han continuado sin interrupción; implementando las medidas emitidas por las autoridades gubernamentales. Debido a que IME forma parte del grupo SigmaQ, su operación es relevante en la cadena de producción para algunas industrias claves en la economía (alimentos, bebidas, farmacéuticos, entre otros). Un plan relevante para la compañía es obtener disminuciones en el costo financiero de su operación; valorándose como un reto bajo el actual contexto.

A diciembre de 2019, el 41.9% de los pasivos de IME corresponde al programa de titularización calificado, el 33.6% son certificados de inversión (CIIMSA 01); en menor proporción, participan los préstamos bancarios (5.5%) y el pasivo por arrendamiento (3.8%). Los pasivos totales decrecieron anualmente en 9.0%, en sintonía con la amortización de la titularización y pagos de arrendamientos.

Al 31 de diciembre de 2019, la utilidad neta de IME totaliza US\$921 mil; reflejando una contracción anual del 32%, asociada con el mayor gasto administrativo y el menor aporte de los otros ingresos. Cabe precisar que IME muestra favorables niveles de rentabilidad, en virtud de sus operaciones, apoyadas en relacionadas.

PERFIL DE CARSA

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

CARSA e IME son parte del grupo industrial SigmaQ. Cabe señalar que el Grupo cuenta con un amplio número

de líneas de negocio incluyendo empaques corrugados, flexibles y plegadizos, envases plásticos, empaques de lujo, cartón chip y etiquetas.

Operaciones

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

Acorde con las estimaciones presupuestadas para 2019, CARSA registró una contracción anual de 0.3% en sus ventas; manteniendo un volumen estable en los últimos tres años. Para 2020, la compañía estaría registrando una disminución en ventas hacia el sector textil por el efecto de la emergencia sanitaria; sin embargo, la demanda de sectores de alimentos (“delivery”) e insumos médicos aumentará de manera importante. El efecto neto al cierre de 2020 es difícil de estima; no obstante, no se prevé una disminución significativa en los ingresos de CARSA.



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

Por otra parte, CARSA comercializa sus productos en el mercado local y regional; haciendo notar que el 59.7% de las ventas fueron exportaciones durante 2019 (62.4% en 2018), principalmente a Centroamérica. En este sentido, la tendencia de la economía regional es clave en el desempeño operativo de CARSA, dado que los cinco principales países donde la compañía vende sus productos se encuentran en Centroamérica.

Una fortaleza en la operación de CARSA es que sus clientes pertenecen a diferentes industrias (alimentos, agricultura, bebidas, comercio, textil, entre otros); permitiendo diversificar relativamente su riesgo de concentración en sectores específicos. Tal condición ha contribuido para que la compañía pueda mitigar los efectos de la situación de pandemia, debido a que atiende a industrias que son claves para la economía. Adicionalmente, CARSA muestra un largo historial comercial con sus principales clientes; brindando estabilidad en sus flujos de caja.

Después que el precio del papel reflejó un repunte significativo vinculado a factores de oferta y demanda, el precio

de dicho insumo mostró un comportamiento de estabilidad durante 2019. El principal enfoque de CARSA en el periodo de análisis ha sido implementar medidas orientadas a eficientizar el uso del papel, particularmente inversión en maquinaria y revisión de procesos. Durante el primer trimestre de 2020, el precio de este insumo refleja un aumento marginal.

Activos

Los activos de CARSA totalizaron un importe de US\$37.5 millones a diciembre de 2019; determinando una expansión anual del 5.2%. Dicho desempeño estuvo explicado por el fortalecimiento en el efectivo y el mayor volumen de cuentas por cobrar comerciales y a relacionadas.

Cabe precisar que CARSA registró aumento de inventarios (materia prima) durante 2018, debido a los incrementos en el precio del papel, con el objetivo de contar con disponibilidad de papel para la producción y de evitar desabastecimiento. Durante 2019, la acumulación de materia prima experimentó una desaceleración, en virtud de la menor volatilidad en el precio de su principal insumo.

La propiedad, planta y equipo de la compañía representó el 32.2% de los activos totales a diciembre de 2019. Dicho activo está integrado principalmente por maquinaria industrial necesaria para el proceso de producción. Por otra parte, CARSA realizó inversiones en intangibles (programas y aplicaciones informáticas) para eficientizar sus procesos y mejorar el ambiente de control. La compañía anticipa mantener su plan de mantenimiento de maquinaria planificado para 2020.

Estructura de fondeo y capital

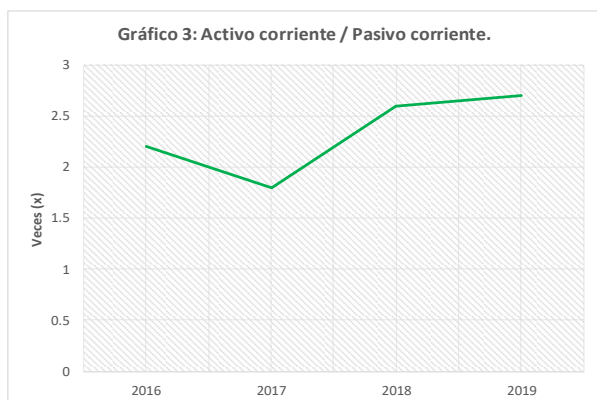
Durante 2019, la evolución del fondeo de la compañía estuvo determinado por la sustitución de deuda de corto a largo plazo, acorde con los planes financieros de CARSA de obtener condiciones crediticias favorables. Por su parte, el fondeo de la compañía se fundamenta en líneas de crédito rotativas, el préstamo decreciente de largo plazo, el préstamo con una relacionada (IME) y, en menor proporción, cuentas por pagar con proveedores.

A juicio de Zumma Ratings, el financiamiento de la compañía podría aumentar, en sintonía con las necesidades de capital de trabajo ante un entorno económico retador.

Por otra parte, la posición de solvencia de CARSA es saludable derivado de la generación de capital interno; así como de una política de distribución de dividendos conservadora. En ese contexto, la relación patrimonio/activos pasa a 56.9% desde 56.1% en el lapso de un año.

Liquidez

CARSA exhibe una favorable razón de liquidez, pasando a 2.7 veces desde 2.6 veces en el lapso de un año. La expansión en el efectivo estuvo vinculada con el desempeño en el resultado neto (sin depreciación), la menor compra de materia prima; así como la no distribución de dividendos en 2019.



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

Cabe mencionar que el ciclo promedio de conversión de efectivo se mantiene estable, ubicándose en 186 días al cierre de 2019 (182 días en 2018); haciendo notar la menor rotación de cobros (133 días versus 115 días). Si bien la compañía tiene activos fijos libres de gravamen para venta (en caso de necesidades de liquidez), se valora que su realización no es inmediata por el alto grado de especialización de estos activos industriales.

EBITDA y cobertura de gasto financiero

El EBITDA de CARSA refleja estabilidad, siendo consistente con lo mostrado en los dos últimos años, debido al control de gastos operativos y costos en la producción. Adicionalmente, el flujo neto de la actividad operativa de la compañía ha sido canalizado hacia el gasto en capital (Capex) y para fortalecer la liquidez de la compañía.

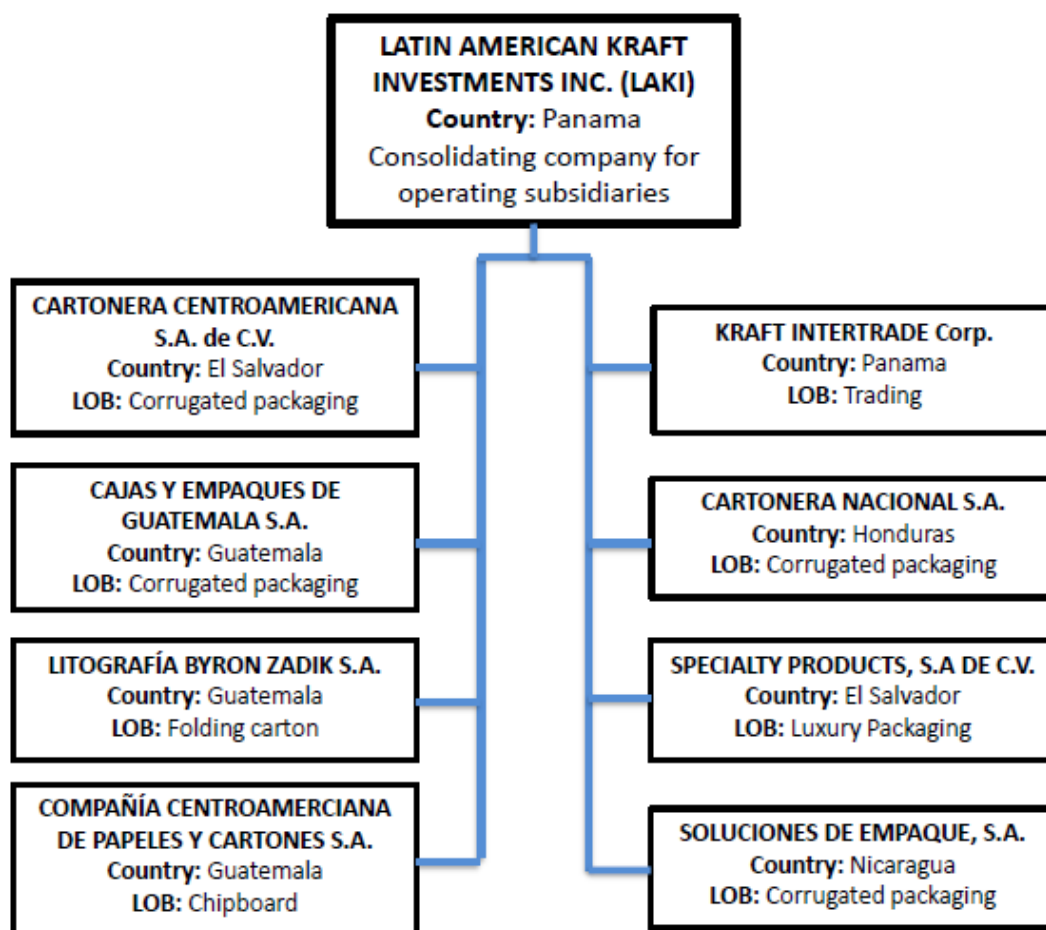
La razón deuda/EBITDA se ubicó en 3.19 veces a diciembre de 2019; siendo una de las más altas en los últimos años. A la misma fecha, la cobertura EBITDA sobre gastos financieros se situó a 3.2 veces (2.8 veces en diciembre de 2018). A criterio de Zumma Ratings, el nivel de deuda podría exhibir altas y bajas, de acuerdo con la evolución de la necesidad de capital de trabajo y tendencias en la industria.

Análisis de rentabilidad

Al 31 de diciembre de 2019, la utilidad neta de la compañía registró una leve contracción anual del 2.8%, derivado de la moderada disminución en las ventas. Si bien los resultados fueron menores, se pondera de manera positiva los adecuados márgenes de rentabilidad; así como sus favorables niveles de eficiencia.

El retorno promedio sobre activos se ubica en 3.7% al cierre de 2019; mientras que el margen neto pasa a 9.0% desde 9.2% en el lapso de un año. En términos de eficiencia, el gasto operativo absorbió el 55.5% de la utilidad bruta a diciembre de 2019 (55.0% en diciembre de 2018); destacando el control de gastos en la operación. Zumma Ratings estima que algunos costos y gastos de la compañía se contraerán (fletes, gastos de viaje, entre otros); mientras que otros aumentarán (pago de horas extra por modificación de turnos en las plantas, mascarillas, desinfectantes, entre otros). Así, la rentabilidad de 2020 estará en función del desempeño en los ingresos y de la capacidad para mantener estables los márgenes.

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



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

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

Balance General

Miles de dólares de los Estados Unidos de América

	Dic.16	%	Dic.17	%	Dic.18	%	Dic.19	%
ACTIVO								
<u>Activo Corriente</u>								
Efectivo	4,805	15%	6,556	18%	3,785	11%	5,011	13%
Cuentas por cobrar - netas	3,819	12%	4,897	14%	6,090	17%	6,869	18%
Cuentas por cobrar con compañías relacionadas	6,232	20%	5,838	16%	5,601	16%	6,593	18%
Inventarios - netos	5,310	17%	5,676	16%	7,148	20%	6,214	17%
Gastos pagados por anticipado	547	2%	479	1%	473	1%	379	1%
Total de Activo Corriente	20,713	65%	23,446	66%	23,097	65%	25,065	67%
<u>Activo no Corriente</u>								
Propiedad, planta y equipo - neto	11,065	35%	12,246	34%	12,092	34%	12,065	32%
Activos intangibles y otros activos - netos	8	0%	4	0%	469	1%	396	1%
Total activo no circulante	11,072	35%	12,250	34%	12,561	35%	12,461	33%
Total Activo	31,785	100%	35,696	100%	35,658	100%	37,526	100%
PASIVO								
<u>Pasivo Corriente</u>								
Proveedores y otras cuentas por pagar	1,856	6%	3,949	11%	1,540	4%	1,649	4%
Cuentas por pagar a compañías relacionadas	389	1%	407	1%	203	1%	209	1%
Préstamos bancarios a corto plazo	6,764	21%	8,043	23%	6,805	19%	6,240	17%
Vencimiento corriente de préstamos a largo plazo	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%
Provisiones	610	2%	351	1%	476	1%	1,213	3%
Total de pasivo corriente	9,618	30%	12,751	36%	9,024	25%	9,311	25%
<u>Pasivo no Corriente</u>								
Obligación laboral	320	1%	320	1%	302	1%	302	1%
Préstamos bancarios a largo plazo menos vencimiento corriente	-	0%	-	0%	2,831	8%	3,066	8%
Otras cuentas por pagar a largo plazo	3,500	11%	3,500	10%	3,500	10%	3,500	9%
Total pasivo no circulante	3,820	12%	3,820	11%	6,633	19%	6,868	18%
Total pasivo	13,438	42%	16,571	46%	15,657	44%	16,179	43%
PATRIMONIO								
Capital Social	7,200	23%	7,200	20%	7,392	21%	7,392	20%
Reserva Legal	1,070	3%	1,151	3%	1,270	4%	1,381	4%
Superávit por revaluación	2,243	7%	2,867	8%	2,723	8%	2,580	7%
Utilidades retenidas	7,130	22%	6,412	18%	7,232	20%	8,649	23%
Utilidades del ejercicio	705	2%	1,495	4%	1,385	4%	1,345	4%
Total patrimonio	18,347	58%	19,125	54%	20,002	56%	21,347	57%
Total pasivo y patrimonio	31,785	100%	35,696	100%	35,658	100%	37,526	100%

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

Estados de Resultados

Miles de dólares de los Estados Unidos de América

	Dic.16	%	Dic.17	%	Dic.18	%	Dic.19	%
Ingresos								
Ingresos	34,806	100%	37,398	100%	36,666	100%	36,546	100%
Total de ingresos	34,806	100%	37,398	100%	36,666	100%	36,546	100%
Costo de Ventas								
Costo de Venta	28,103	81%	30,437	81%	29,142	79%	29,187	80%
Total costo de venta	28,103	81%	30,437	81%	29,142	79%	29,187	80%
Utilidad bruta	6,703	19%	6,961	19%	7,525	21%	7,359	20%
Gastos de distribución y venta	2,563	7%	2,609	7%	2,417	7%	2,289	6%
Gastos de Administración	1,753	5%	1,654	4%	1,719	5%	1,799	5%
Total gastos de operación	4,316	12%	4,264	11%	4,136	11%	4,088	11%
Utilidad de operación	2,387	7%	2,697	7%	3,389	9%	3,272	9%
Gastos Financieros	964	3%	1,258	3%	1,458	4%	1,263	3%
Depreciación	32	0%	28	0%	28	0%	35	0%
Amortización	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%
Diferencia en cambio	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%
Otros gastos (ingresos) - netos	348	1%	252	1%	207	1%	348	1%
Total otros gastos	1,344	4%	1,538	4%	1,693	5%	1,646	5%
(Pérdida) utilidad antes de impuesto sobre la renta	1,043	3%	1,159	3%	1,696	5%	1,626	4%
Impuesto sobre la Renta	339	1%	430	1%	312	1%	280	1%
Utilidad Neta	705	2%	729	2%	1,385	4%	1,345	4%
Revaluación de propiedad, planta y equipo	-	0%	766	2%	-	0%	-	0%
Baja de Superávit	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%
Utilidades integrales del año	705	2%	1,495	4%	1,385	4%	1,345	4%

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

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

Balance General

Miles de dólares de los Estados Unidos de América

	Dic.16	%	Dic.17	%	Dic.18	%	Dic.19	%
ACTIVO								
<u>Activo Corriente</u>								
Efectivo	67	0%	202	1%	397	2%	358	2%
Disponible restringido	220	1%	220	1%	-	0%	-	0%
Costos Amortizables por titularización	208	1%	-	0%	-	0%	-	0%
Cuentas y Documentos por cobrar	39	0%	37	0%	39	0%	35	0%
Cuentas por cobrar a relacionadas	370	2%	347	2%	54	0%	54	0%
Gastos pagados por anticipado	-	0%	-	0%	8	0%	84	0%
Total de Activo Corriente	905	5%	805	5%	498	3%	531	3%
<u>Activo no Corriente</u>								
Propiedades de inversión (neto)	12,874	72%	13,172	74%	7,534	42%	7,726	44%
Maquinarias y equipo, neto	-	0%	-	0%	6,254	35%	5,102	29%
Activo por derecho de uso	-	0%	-	0%	-	0%	820	5%
Préstamo por cobrar a compañías relacionadas a LP	3,500	20%	3,500	20%	3,500	20%	3,500	20%
Cuentas por cobrar a relacionadas a LP	284	2%	-	0%	-	0%	-	0%
Activos por impuestos diferidos	384	2%	318	2%	-	0%	-	0%
Total activo no circulante	17,042	95%	16,991	95%	17,288	97%	17,149	97%
Total Activo	17,947	100%	17,796	100%	17,786	100%	17,680	100%
PASIVO								
<u>Pasivo Corriente</u>								
Vencimiento corriente de pasivo financiero por titularización a largo plazo	838	5%	858	5%	926	5%	996	6%
Vencimiento corriente de cuentas por pagar a LP	270	2%	278	2%	-	0%	-	0%
Cuentas por pagar	65	0%	81	0%	211	1%	40	0%
Cuentas por pagar a compañías relacionadas	478	3%	510	3%	197	1%	485	3%
Vencimiento corriente de préstamo bancario LP	62	0%	193	1%	203	1%	190	1%
Vencimiento corriente arrendamiento financiero a LP	327	2%	395	2%	240	1%	177	1%
Otros pasivos	50	0%	71	0%	128	1%	138	1%
Total de pasivo corriente	2,090	12%	2,387	13%	1,905	11%	2,026	11%
<u>Pasivo no Corriente</u>								
Pasivo financiero por titularización a largo plazo menos vencimiento corriente	6,262	35%	5,279	30%	4,365	25%	3,366	19%
Préstamo bancario a largo plazo	137	1%	564	3%	358	2%	379	2%
Pasivo por arrendamiento	278	2%	-	0%	-	0%	223	1%
Arrendamiento financiero LP	892	5%	666	4%	427	2%	-	0%
Certificados Inversión	3,500	20%	3,500	20%	3,500	20%	3,500	20%
Pasivo por impuesto diferido	899	5%	974	5%	896	5%	929	5%
Total pasivo	14,058	78%	13,371	75%	11,450	64%	10,423	59%
Patrimonio								
Capital social	2,302	13%	2,302	13%	2,302	13%	2,302	13%
Reserva legal	-	0%	163	1%	231	1%	302	2%
Instrumento financiero de patrimonio	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%
Superavit por revaluación	661	4%	537	3%	544	3%	499	3%
Utilidades Retenidas	488	3%	751	4%	2,457	14%	3,233	18%
Resultado del periodo	438	2%	672	4%	802	5%	921	5%
Total patrimonio	3,889	22%	4,425	25%	6,335	36%	7,256	41%
Total pasivo más patrimonio	17,947	100%	17,796	100%	17,786	100%	17,680	100%

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

Estado de Resultados

Miles de dólares de los Estados Unidos de América

	Dic.16	%	Dic.17	%	Dic.18	%	Dic.19	%
Ingresos								
Ingresos	2,099	100%	2,615	100%	2,777	100%	2,873	100%
Total de ingresos	2,099	100%	2,615	100%	2,777	100%	2,873	100%
Costos de arrendamiento	1,539	73%	1,704	65%	937	34%	990	34%
Utilidad Bruta	560	27%	911	35%	1,840	66%	1,883	66%
Gastos de administración y operación								
Gastos administrativos	8	0%	87	3%	141	5%	239	8%
Otros gastos	0.1	0%	-	0%	178	6%	135	5%
Total gastos de administración	8	0%	87	3%	319	11%	374	13%
Resultado de operación	552	26%	824	32%	1,522	55%	1,509	53%
Gastos financieros	-	0%	-	0%	914	33%	836	29%
Ingresos financieros	-	0%	-	0%	461	17%	443	15%
Otros Ingresos (Gastos)	70	3%	31	1%	116	4%	-	0%
Resultado antes de impuestos	621	30%	855	33%	1,185	43%	1,116	39%
Impuesto a la renta	184	9%	182	7%	383	14%	195	7%
Resultado neto	438	21%	672	26%	802	29%	921	32%
Otros resultados integrales - revaluación de maquinaria	-	0%	-	0%	544	20%	-	0%
Resultado integral total del ejercicio	438	21%	672	26%	1,346	48%	921	32%

Anexo 4. Estados financieros del Fondo de Titularización FTRTIME 01

Fondo de Titularización - Ricorp Titulizadora - Inmobiliaria Mesoamericana Cero Uno

Balance General

Miles de dólares de los Estados Unidos de América

	Dic.16	%	Dic.17	%	Dic.18	%	Dic.19	%
ACTIVO								
<u>Activo Corriente</u>								
Bancos	187	2%	192	2%	191	2%	204	3%
Cartera de inversiones	220	2%	220	2%	220	2%	220	3%
Activos de titularización	1,658	14%	1,691	16%	1,722	19%	1,722	24%
Rendimientos por cobrar	1	0%	1	0%	0	0%	0	0%
Total de Activo Corriente	2,066	17%	2,104	20%	2,133	24%	2,147	30%
<u>Activo no Corriente</u>								
Activos en titularización largo plazo	10,160	83%	8,468	80%	6,746	76%	5,024	70%
Total activo no circulante	10,160	83%	8,468	80%	6,746	76%	5,024	70%
Total Activo	12,226	100%	10,572	100%	8,879	100%	7,170	100%
PASIVO								
<u>Pasivo Corriente</u>								
Comisiones por pagar	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Honorarios profesionales por pagar	-	0%		0%	-	0%	12	0%
Otras cuentas por pagar	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Obligaciones por titularización corto plazo	854	7%	911	9%	971	11%	1,036	14%
Impuestos y retenciones por pagar	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Total de pasivo corriente	854	7%	911	9%	971	11%	1,048	15%
<u>Pasivo no Corriente</u>								
Obligaciones por titularización largo plazo	6,262	51%	5,366	51%	4,407	50%	3,381	47%
Ingresos diferidos	4,856	40%	4,038	38%	3,246	37%	2,483	35%
Total pasivo no circulante	11,118	91%	9,404	89%	7,653	86%	5,864	82%
<u>Excedente acumulado del fondo de titulización</u>								
Reserva de excedentes anteriores	25	0%	25	0%	25	0%	25	0%
Excedentes del ejercicio	9	0%	13	0%	10	0%	14	0%
Aportes adicionales	220	2%	220	2%	220	2%	220	3%
Total pasivo	12,226	100%	10,572	100%	8,879	100%	7,170	100%

Fondo de Titularización - Ricorp Titulizadora - Inmobiliaria Mesoamericana Cero Uno

Estados de Resultados

Miles de dólares de los Estados Unidos de América

	Dic.16	%	Dic.17	%	Dic.18	%	Dic.19	%
<u>Ingresos</u>								
Ingresos	840	99%	817	99%	792	99%	763	99%
Ingresos por inversiones	9	1%	9	1%	8	1%	8	1%
Total de ingresos	848	100%	826	100%	800	100%	772	100%
<u>Gastos de administración y operación</u>								
Administración y custodia	2	0%	2	0%	2	0%	2	0%
Clasificación de riesgo	24	3%	24	3%	24	3%	24	3%
Auditoría externa y fiscal	5	1%	3	0%	3	0%	4	0%
Servicios de valuación	-	0%	4	0%	-	0%	7	1%
Honorarios profesionales	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%
Pago de servicio de deuda	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Total gastos de administración	31	4%	33	4%	29	4%	36	5%
Resultado de operación	817	96%	793	96%	771	96%	735	95%
Intereses valores de titularización	516	61%	461	56%	402	50%	339	44%
Otros gastos	82	10%	76	9%	70	9%	63	8%
Total gastos	598	70%	537	65%	472	59%	402	52%
Constitución de reservas de excedentes anteriores	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%
Remanentes devueltos al originador	(210)	-25%	(244)	-29%	(289)	-36%	(320)	-41%
Excedente del ejercicio	9	1%	13	2%	10	1%	14	2%

MONTO DE LA EMISIÓN VIGENTE AL 31 DE DICIEMBRE DE 2019 (US\$ MILES)						
DENOMINACIÓN	MONTO AUTORIZADO	SALDO	FECHA DE COLOCACIÓN	TASA	PLAZO	ACTIVO DE RESPALDO
VTRTIME 01	\$9,300	\$4,407	20 diciembre 2013	Tramo 1: 7.00% Tramo 2: 6.50%	Tramo 1: 120 meses Tramo 2: 84 meses	Contrato de arrendamiento operativo firmado entre CARSA e IME.

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

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

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

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

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

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

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