

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

Comité No. 92/2020	
Informe con EEFF No Auditados al 30 de junio de 2020	Fecha de comité: jueves 01 de octubre 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 CLASIFICACIONES					
Fecha de información	dic-18	jun-19	dic-19	mar-20	jun-20
Fecha de comité	30/04/2019	29/10/2019	14/04/2020	24/06/2020	01/10/2020
Emisión de Certificados de Inversión (CIIMSA01)	A	A	A	A	A
Perspectiva	Estable	Estable	Estable	Estable	Estable

Significado de la Clasificación

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

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

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

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

Racionalidad

En Comité Ordinario de Clasificación de Riesgo, PCR decidió ratificar la calificación de "A" con perspectiva 'Estable' a la Emisión de Certificados de Inversión (CIIMSA01) de Inmobiliaria Mesoamericana S.A. de C.V.

La clasificación se fundamenta en la alta capacidad de pago de Inmobiliaria Mesoamericana, derivado del enfoque estratégico de la compañía el cual permite la estabilidad en sus márgenes de rentabilidad. Asimismo, se considera el soporte técnico y experiencia del Grupo Sigma Q en la industria de empaques.

Perspectiva

Estable

Resumen Ejecutivo

- Adecuada liquidez de Cartonera Centroamericana (CARSA). A junio de 2020 el indicador de liquidez general de CARSA se ubicó en 2.13 veces, superior al de junio de 2019 (2.04 veces). Los niveles de liquidez obedecen a la estrategia de la compañía por mantener adecuados saldos de caja y bancos por medio de la adquisición de deuda para hacer frente a sus obligaciones de corto plazo. En cuanto a la estructura de los activos, el 22.73% de los activos totales estuvieron compuestos por el efectivo, siendo superior al 11.05% registrado a junio 2019, mientras que las cuentas por cobrar netas representaron el 12.11%, menor a la reportada a junio 2019 (18.15%).
- Los indicadores de rentabilidad de Inmobiliaria Mesoamericana (IME) se mantienen estables. Al primer semestre de 2020, la utilidad neta se ubicó en US\$495.3 miles, equivalente a una tasa de crecimiento de 9.65% como resultado del sostenimiento de la utilidad operativa y el incremento de la utilidad antes de impuesto, la cual resultó beneficiada por la reducción de los gastos financieros. En este sentido los indicadores de rentabilidad reflejaron un comportamiento estable al ubicarse con un ROE de 25.56% (junio 2019: 27.74%) y un ROA de 10.16% (junio 2019: 10.29%).
- Los indicadores de solvencia de IME mejoran. Al primer semestre de 2020 los principales indicadores de solvencia medidos a través del apalancamiento y razón de endeudamiento reflejan una moderada mejora como resultado del moderado incremento de los pasivos totales respecto del patrimonio y activos, los cuales resultaron beneficiados por el aumento de las utilidades retenidas y las cuentas por cobrar respectivamente.
- Resguardos Legales. IMSA se obliga a no vender, pignorar, dar en garantía o caución, y/o transferir bajo ningún título o modo, ni constituir derecho real o personal alguno a favor de terceros sobre los préstamos prendarios relacionados a la emisión. En caso de que la sociedad CARSA realice el prepago o pago anticipado de los créditos, el pago será utilizado y destinado única y exclusivamente para el pago de las obligaciones derivadas de los certificados de inversión de la presente emisión.
- Miembro del grupo corporativo. Inmobiliaria Mesoamericana forma parte del grupo corporativo Casa de Oro Q, propiedad

del grupo SIGMAQ PACKAGING, S.A, una empresa con más de cincuenta años de experiencia en el mercado de empaques. Actualmente el Grupo SigmaQ cuenta con doce unidades de negocio, y ocho oficinas de venta y distribución localizadas en América, el Caribe y Asia.

Metodología utilizada

La opinión contenida en el informe se basó en la aplicación de la metodología para Metodología para calificación de riesgo de instrumentos de deuda de corto, mediano y largo plazo, acciones preferentes y emisores (PCR-SV-MET-P-012, El Salvador) vigente del Manual de Calificación de Riesgo aprobado en Comité de Metodologías con fecha 25 de noviembre de 2019. Normalizado bajo los lineamientos del Artículo 8 de “NORMAS TECNICAS SOBRE OBLIGACIONES DE LAS SOCIEDADES CLASIFICADORAS DE RIESGO” (NRP-07), emitidas por el Comité de Normas del Banco Central de Reserva de El Salvador.

Información utilizada para la clasificación

- **Información Financiera:** Estados Financieros Auditados correspondientes al 31 de diciembre de 2015-2019 y Estados Financieros No Auditados a junio 2019 y junio 2020.
- **Riesgo Crediticio:** Política de crédito.
- **Riesgo Operativo:** Manual de políticas y procedimientos.
- **Riesgo de Liquidez:** Indicadores de Liquidez.
- **Riesgo de Solvencia:** Estructura de capital y razón de endeudamiento.

Limitaciones Potenciales para la clasificación

Limitaciones encontradas:

Al periodo de análisis, la información financiera se ha realizado con base a Estados Financieros No Auditados correspondientes a junio 2019 y junio 2020.

Limitaciones potenciales: (Riesgos previsibles)

A pesar de la actual coyuntura económica y financiera generada por la pandemia por COVID-19, los indicadores de rentabilidad de Inmobiliaria Mesoamericana muestran un comportamiento relativamente estable, derivado de los flujos y pago de rentas de su principal cliente, Cartonera Centroamericana, empresa dedicada a la producción de cajas y productos de cartón que atiende a segmentos como: Alimentos, bebidas, agroindustria y cuidado personal, los cuales forman parte de su cadena de abastecimiento. Al periodo de análisis no se estima un impacto negativo en los ingresos de la Inmobiliaria, debido a la posición financiera de Carsa y demanda de productos envasados, especialmente de delivery y los segmentos industriales a los cuales atiende.

Hechos de Importancia

- El 29 de junio de 2020 Inmobiliaria Mesoamérica realizó la segunda emisión de Papel Bursátil correspondiente al tramo 2 de PBIMSA01 por un monto de US\$1,500,000.00. El monto fue emitido a descuento con un rendimiento bruto anualizado del 7% a un plazo de 182 días. El pago de intereses y capital es hasta el vencimiento. La presente emisión no cuenta con garantía específica.
- El 22 de junio Inmobiliaria Mesoamericana realizó la redención total del tramo I correspondiente a la Emisión de Certificados de Inversión por un monto de US\$2,000 miles.
- El 18 de junio de 2020 Inmobiliaria Mesoamericana realizó su primera emisión de Papel Bursátil correspondiente al tramo 1 de PBIMSA01 por un monto de US\$2,000,000.00 a una tasa de interés anualizada del 8% a un plazo de 365 días. El pago de intereses es de forma mensual y el capital se pagará al vencimiento. La presente emisión no cuenta con garantía específica.
- En marzo 2020 Inmobiliaria Mesoamericana renovó el arrendamiento firewalls por un monto de US\$23,139.72 otorgado por CSI Leasing de Centroamérica, S.R.L. por un plazo de 2 años.
- 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 Inmobiliaria Mesoamericana S.A de C.V. adquirió un préstamo por un monto de US\$700,000.00 otorgado por el Banco de América Central S.A, por un plazo de 5 años, con una tasa de interés efectiva de 7.00% para el financiamiento de maquinaria y equipo que se otorgaron en arrendamiento a sociedades relacionadas a Grupo SigmaQ en distintos plazos y tasas.
- El 28 de octubre de 2016, Inmobiliaria Mesoamericana, S.A. de C.V., lanza al mercado el tramo uno y dos de la emisión de Certificados de Inversión CIIMSA01, por un total negociado de US\$ 3.5 millones colocados. Los

fondos fueron destinados para la cancelación de préstamos mercantiles de Inmobiliaria Mesoamericana S.A. de C.V. con la sociedad The Network Company Enterprises Inc.

- El 4 de diciembre de 2013 Inmobiliaria Mesoamericana, a través de Ricorp Titularizadora, lanza al mercado la su emisión de Valores de Titularización, FTRTIME 01, por un total de US\$9.3 millones. La cual representa la primera titularización en el mercado que tiene como activo los flujos provenientes de los cánones mensuales del contrato de arrendamiento operativo y sus derechos accesorios.

Contexto COVID-19

Ante la actual coyuntura generada por la pandemia por COVID-19, Inmobiliaria Mesoamérica S.A de C.V y el grupo SigmaQ ha elaborado una serie de medidas para prevenir posibles impactos negativos en el desarrollo de sus actividades. Cabe señalar que los principales clientes de la Inmobiliaria son empresas relacionadas del sector de empaques y envases, de tal forma que para cumplir oportunamente con los compromisos de pago con los Inversionistas y entidades financieras proveedoras de recursos, es necesario analizar las medidas adoptadas por el grupo, las cuales se muestran a continuación:

- Durante el primer semestre de 2020 las operaciones de Inmobiliaria Mesoamericana, S.A de CV, continúan sin interrupción.
- Todo el grupo de empresas de SigmaQ ha sido reforzado con el protocolo de prevención para ofrecer a nuestros clientes y colaboradores el mejor servicio y calidad, en donde se respeten las recomendaciones emitidas por las autoridades oficiales.
- Los productos del portafolio de SigmaQ se vuelven aún más importantes ante la pandemia COVID-19, ya que éstos son parte de la cadena de producción de industrias como la de alimentos, bebidas, farmacéuticos y otras que actualmente son de vital importancia para el resto del mundo.
- Las plantas de producción se mantienen operando de forma normal y con permisos de las autoridades competentes.
- El grupo ha conformado diferentes comités para la correcta y oportuna atención de sucesos relevantes o riesgos posibles.

Adicionalmente, se destaca que el principal cliente de Inmobiliaria Mesoamericana, CARSA se ha mantenido operando casi a normalidad, generando flujos de ingresos y pagando sus rentas a la Inmobiliaria. Dentro de las principales medidas adoptadas por CARSA están las siguientes:

- Desde inicio de la pandemia, la alta dirección corporativa se reúne de forma regular para dar seguimiento a las medidas y emitir nuevos lineamientos.
- Dentro de los lineamientos aprobados se encuentra el levantamiento de saldos de caja mediante deuda para garantizar suficiente liquidez y así poder hacer frente a sus obligaciones más próximas.
- Solitud de mayores plazos a proveedores.
- Gestión financiera para desplazar amortizaciones de capital y extensión de líneas de crédito.

Contexto Económico

Panorama Internacional

De acuerdo con la última revisión de las Perspectivas de la Economía Mundial realizada por el Fondo Monetario Internacional (FMI), el organismo cataloga la presente crisis como ninguna otra, planteando una recuperación incierta debido a los mayores impactos negativos en la actividad económica dejados por la pandemia por COVID-19 durante el primer semestre de 2020. En este sentido, el FMI proyecta que la economía mundial presente una contracción del orden de -4.9% en 2020, dejando como resultado un impacto severo no solo en el área económica, sino también un fuerte retroceso en los indicadores sociales.

El Organismo Internacional prevé que los estabilizadores automáticos adoptados por los gobiernos dejen un amplio déficit fiscal significando un incremento en las ratios de deuda. Asimismo, se espera que los Bancos Centrales mantengan las condiciones financieras actuales hasta finales de 2021 tanto para economías avanzadas como las economías emergentes. En este sentido, la Reserva Federal (FED) mantiene una política acomodaticia donde la Tasa de los Fondos Federales se registra al mes de agosto 2020 en 0.10%, por debajo de lo reportado en agosto 2019 (2.04%). A nivel regional, la Comisión Económica para América Latina y El Caribe (CEPAL) actualizó las proyecciones para la región latinoamericana, estimando una profundización en la contracción de la actividad económica del orden de -9.1%, especialmente por la contracción de las mayores economías de la región como Argentina (-10.5%), Brasil (-9.2%), Perú (-13%) y México (-9.0%). A nivel centroamericano, se estima una reducción en promedio de -6.2%, donde El Salvador registraría la mayor contracción con (-8.6%), seguido por Nicaragua (-8.3%), Honduras (-6.1%), Costa Rica (-5.5%) y Guatemala (-4.1%).

Entorno Económico

Los últimos datos publicados por el Banco Central de Reserva muestran que la variación interanual del Índice de Volumen de la Actividad Económica - IVAE - Serie Desestacionalizada a junio de 2020, revela una contracción de la actividad productiva del país del orden de -9.34% ocasionado por los impactos económicos generados por la pandemia por COVID-19. Al periodo de análisis, cinco de las nueve actividades económicas englobadas dentro del IVAE reflejaron resultados contractivos, donde la actividad de la Construcción presentó la mayor caída con -37.13% debido a la suspensión de proyectos de inversión durante el segundo trimestre de 2020, cabe mencionar que previo a la pandemia el sector era uno de los más dinámicos debido al auge de la construcción de edificios corporativos, apartamentos y edificios comerciales;

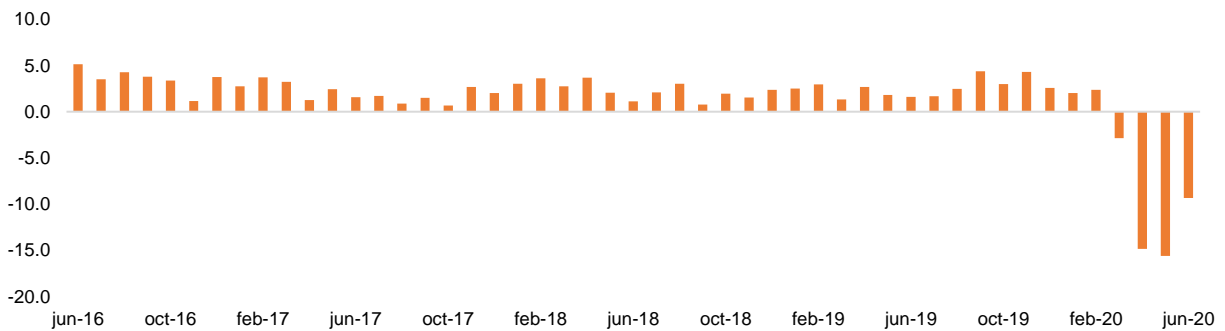
www.ratingspcr.com

sin embargo, al incorporar los efectos de la pandemia, la Cámara Salvadoreña de la Industria de la Construcción (CASALCO) prevé que el sector cierre el año con un decrecimiento de -5%. Por su parte, las actividades industriales reportan una contracción de -15.71%, también afectadas por las medidas de aislamiento y la caída de la demanda externa que se refleja en una reducción de las exportaciones del sector (-24.24%). Asimismo, el Comercio, Transporte y Almacenamiento, Actividades de Alojamiento y de Servicio de Comidas presentan una contracción de -18.05% relacionado al cierre de centros comerciales, restricción de actividades comerciales y servicio de comidas, así como la prohibición de la circulación del transporte colectivo. Las actividades de Servicios también observaron resultados contractivos (-10.02%).

En contraste, las Actividades Financieras y de Seguros registraron una tasa de crecimiento de 4.67%, siendo incluso superior al crecimiento reportado a junio de 2019 (2.29%). El crecimiento estaría asociado al incremento de la liquidez y los activos del sistema financiero, siendo estos últimos impulsados por el crecimiento de la cartera de préstamos y la adquisición de instrumentos financieros emitidos por el Gobierno como Letras del Tesoro (LETES) y Certificados del Tesoro (CETES). De la misma forma, las actividades de Administración Pública y Defensa, Enseñanza, Salud y Asistencia Social registraron una tasa de crecimiento de 4.93% estimulado por el incremento en las compras públicas especialmente en el área de salud y asistencia social, así como el aumento en las transferencias corrientes hacia los hogares.

Por otra parte, las Actividades de Información y Comunicaciones registran resultados positivos al ubicarse en 1.57%, superior a las contracciones de abril y mayo 2020, debido a la continuidad de las operaciones de servicios de comunicación a distancia como los "Call Center" que han implementado el teletrabajo.

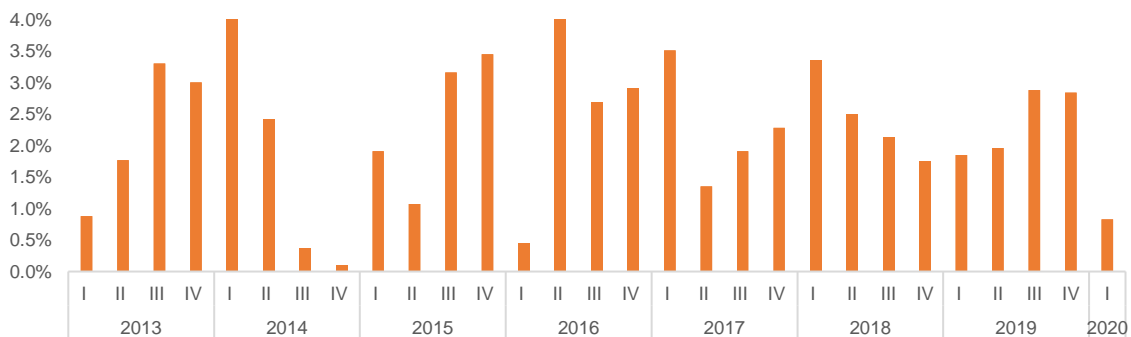
**ACTIVIDAD ECONÓMICA GENERAL, IVAE, SERIE DESESTACIONALIZADA
JUNIO 2016-2020**



Fuente: Banco Central de Reserva / **Elaborado:** PCR

Los resultados del PIB al primer trimestre de 2020 reflejaban una desaceleración de la economía al reportar una tasa de crecimiento de 0.83%, menor a lo reportado en el mismo periodo de 2019 (1.85%). Por el lado de la oferta la desaceleración estaría asociada a la disminución en la actividad productiva de la Industria Manufacturera (-2.58%), Actividades de Alojamiento y Servicios de Comida (-6.06%) y Agropecuario (-1.83%), las cuales contrarrestaron el buen desempeño de las Actividades Financieras y de Seguros (10.53%), y el sector de la construcción (4.92%). Mientras que por el enfoque de la demanda estaría relacionada a la desaceleración del consumo privado que registró una tasa de crecimiento de 1.67% menor a la del primer trimestre de 2019 (4.58%), producto de la desaceleración de las Remesas Familiares durante el primer trimestre del año; de la misma forma la formación bruta de la capital y exportaciones registraron menores tasas de crecimiento comparadas a las del primer trimestre de 2019.

VARIACION TRIMESTRAL DEL PIB AL PRIMER TRIMESTRE DE 2020 (SERIE ENCADENADA DESESTACIONALIZADA)



Fuente: Banco Central de Reserva / **Elaboración:** PCR

Resumen de la emisión

DATOS BÁSICOS DE LA EMISIÓN

CONCEPTO	DETALLE
Nombre del emisor	: Inmobiliaria Mesoamericana S.A. de C.V.
Denominación	: CIIMSA01
Clase de Valor	: Certificados de Inversión representado por anotaciones electrónicas de valores en cuenta.
Definición del Instrumento	Son títulos que representan una parte de un crédito constituido a cargo de una sociedad registrada como Emisora de Valores. Por sus características, estos títulos son considerados de renta fija y equivalentes con un bono, con la diferencia que los tenedores de estos no forman Juntas de tenedores de Bonos y que pertenecen a la categoría de títulos no reglamentados
Monto máximo de la emisión	: De hasta cuatro millones de dólares de los Estados Unidos de América (\$4,000,000.00) que serán colocados en dos o más diferentes tramos de hasta dos millones de dólares de los Estados Unidos de América (\$2,000,000.00) cada uno.
Plazo de la emisión	: La emisión cuenta con un plazo desde uno hasta nueve años a partir de la fecha de colocación de cada tramo.
Transferencia de los valores	: Los traspasos de los valores representados por anotaciones electrónicas de valores en cuenta son por medio de transferencia contable en el Registro de Cuenta de Valores que lleva la Central de Depósito de Valores, S.A. DE C.V. (CEDEVAL, S.A. de C.V.) de forma electrónica.
Obligaciones de no hacer	: El emisor se obliga a no vender, pignorar, dar en garantía o caución, y/o transferir bajo ningún título o modo, ni constituir derecho real o personal alguno, a favor de terceros, sobre los préstamos prendarios relacionados en los literales a), b) y c) de la presente característica, así como sobre los flujos económicos derivados de los mismos. Dicha obligación estará sujeta al plazo de cada tramo de la presente emisión, estipulada en las características Plazo y Estructuración de los tramos del presente contrato y de 15 conformidad a la cláusula de la Estructuración de los tramos a negociar de la Emisión.
Obligaciones de hacer	: El emisor se obliga y se compromete a utilizar y destinar única y exclusivamente, los flujos económicos derivados de los préstamos prendarios relacionados en los literales a), b) y c) de la presente característica, para el pago de las obligaciones derivadas de los certificados de inversión de la presente Emisión. En el caso que la sociedad Cartonera Centroamericana S.A. de C.V., realice el prepago o pago anticipado de los créditos anteriormente indicados y relacionados en esta misma característica sea total o parcialmente, el pago recibido por el emisor será utilizado y destinado única y exclusivamente para el pago de las obligaciones derivadas de los certificados de inversión de la presente Emisión, quedando prohibido un destino diferente al mismo. Este caso en particular, también se someterá al plazo fijado para cada uno de los tramos, tal cual lo establecen las características Plazo y Estructuración de los tramos, sobre el plazo de los tramos a colocar. En caso de incumplimiento de las obligaciones de la presente característica y en especial de las obligaciones de hacer y no hacer aquí descritas, el plazo de los tramos caducará, lo que dará derecho a cada tenedor de los certificados de inversión derivados de la presente emisión, a que pueda exigir la petición de cumplimiento de lo aquí establecido so pena de iniciar las acciones ordinarias o ejecutivas contenidas en el Código Procesal Civil y Mercantil.
Interés Moratorio	: En caso de mora en el pago de capital, el emisor reconocerá a los Tenedores de los valores, además, un interés del 5.00% anual sobre la porción del capital de la cuota correspondiente en mora.
Destino de los recursos:	: Los fondos que se obtengan por la negociación de la presente emisión serán destinados para la cancelación de préstamos mercantiles de Inmobiliaria Mesoamericana S.A. de C.V.

Fuente: The Network Co./Elaboración: PCR

Características del instrumento clasificado

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

DETALLE DE LA EMISIÓN

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

Fuente: The Network Co./Elaboración: PCR

Características de los Tramos

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

A opción de Inmobiliaria Mesoamericana S.A. de C.V., podrá haber redenciones anticipadas de capital, parciales o totales, a partir del décimo trimestre o en los trimestres sucesivos después de cada tramo de emisión, previo acuerdo de la Junta Directiva de Inmobiliaria Mesoamericana S.A. de C.V., en el cual se establecerá el procedimiento respectivo y que oportunamente, con un plazo mínimo de 5 días hábiles, se hará del conocimiento de la Bolsa de Valores y CEDEVAL. La Bolsa de Valores hizo del conocimiento del mercado las condiciones de redención anticipada que le hayan sido comunicadas. Cabe mencionar que, durante el mes de junio de 2020, IME realizó la redención total del tramo I correspondiente a la Emisión de Certificados de Inversión por un monto de US\$2.00 millones.

Obligaciones del emisor

El emisor hace constar que ha otorgado dos créditos prendarios a favor de la sociedad Cartonera Centroamericana S.A. de C.V., según constan en las Escrituras Públicas la primera por la suma de US\$ 2.0 millones para el plazo de siete años, contados a partir de su otorgamiento, es decir el día doce de febrero del año dos mil catorce, al once punto cero por ciento (11%) de interés anual sobre saldos, durante los primeros cinco años del referido crédito y a partir del sexto año con un incremento anual y acumulativo de uno punto cinco cero por ciento sobre la tasa inicial establecida, con un techo máximo de catorce por ciento, cuyo destino sería el pago de deudas a favor de terceros, así mismo en el referido instrumento se hace constar que la sociedad Cartonera Centroamericana S.A. de C.V., prometió la constitución de prenda sin desplazamiento sobre una maquina Impresora troqueladora, la cual respaldaría las obligaciones contenidas en el referido crédito, y en los demás términos pactados y condiciones que constan en dicho instrumento. Durante el primer semestre de 2020 el mencionado crédito fue renovado a un año plazo, devengando una tasa de interés del 12% con fecha de vencimiento de 18 de junio de 2021.

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

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

Obligaciones de No Hacer

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

Obligaciones Hacer

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

En caso de Incumplimiento

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

Todo lo anterior, para seguir el proceso ejecutivo regulado en los artículos cuatrocientos cincuenta y siete y siguientes del Código Procesal Civil y Mercantil. También se cuantificará el incumplimiento de la obligación de hacer por medio de certificaciones de saldo extendidas por los contadores de cada uno de los tenedores de los certificados de inversión que desearan iniciar las acciones legales correspondientes, debiendo contar con el visto bueno del gerente de cada tenedor de certificado de inversión, que pretenda iniciar el proceso ejecutivo, todo ello según lo establecido en el artículo un mil

ciento trece del Código de Comercio, la disposición anterior aplica si el tenedor de los certificados de inversión fuera persona jurídica, ya que para el caso de las personas naturales no es necesario presentar las certificaciones de saldo para promover la acción ejecutiva que se menciona.

Destino de los Fondos

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

Análisis del Originador

Reseña

Inmobiliaria Mesoamericana S.A. de C.V., es una sociedad salvadoreña que fue constituida en febrero de 2012. Como parte de su finalidad, la Inmobiliaria se encuentra habilitada para adquirir inmuebles, vehículos, maquinaria y equipo; y posteriormente darlos en arrendamiento. Es decir, se dedica a la actividad Inmobiliaria, de bienes raíces, terrenos, inmuebles, casas, fincas, industrias, granjas y otros, para su compra, venta, arrendamiento, leasing. Asimismo, la Inmobiliaria es propiedad de Casa de OroQ, un corporativo de empresas que conforman el brazo financiero del Grupo SigmaQ. Cabe destacar que, la consolidación y crecimiento de las operaciones de la Inmobiliaria se encuentra ligada 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, titularización y recientemente papel bursátil.

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 Óptimo¹ 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 económicos o familiares con la misma.

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

NÓMINA DE ACCIONISTAS		
Nombre	Número de Acciones	Participación Accionaria
Casa de OroQ, S.A.	23,016	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, los cuales se detallan a continuación:

¹ 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.

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 más 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 2,500 empleados distribuidos en doce unidades de negocio localizadas en diez países de 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.

Junta Directiva

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

JUNTA DIRECTIVA	
Cargo	Nombre
Presidente	José Roberto Rivera Samayoa
Vicepresidente	Álvaro Ernesto Guatemala Cortez
Secretario	Óscar Armando Calderón Arteaga
Director Suplente	Alejandra Yarhi Deneke

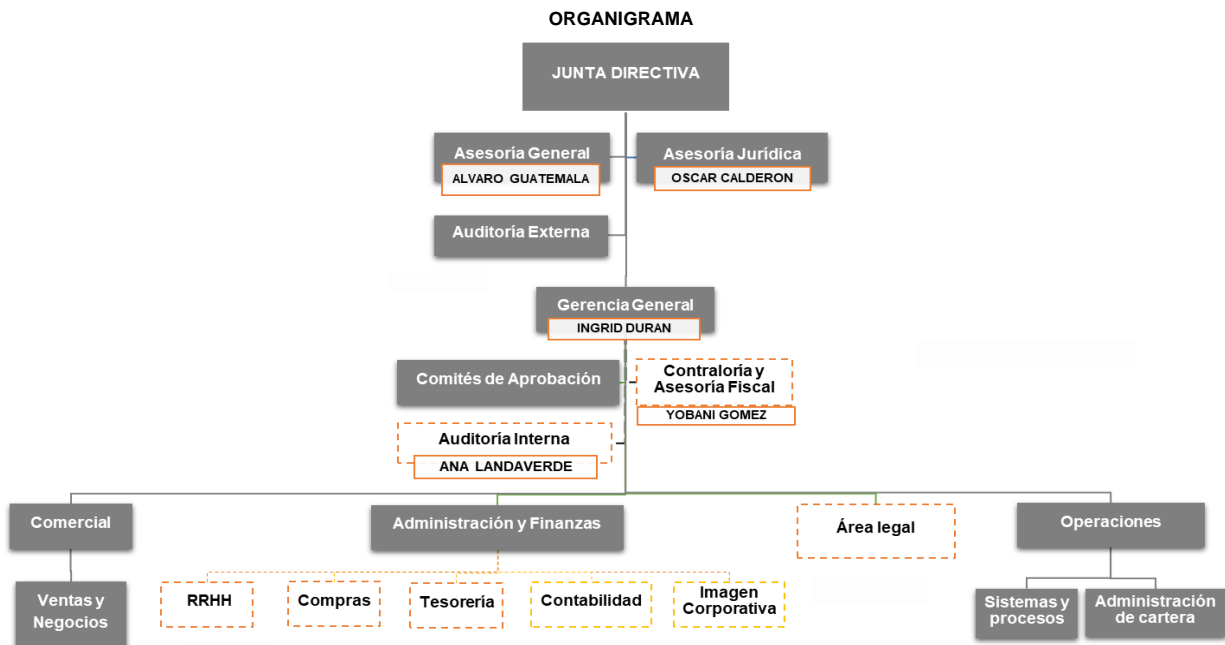
Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

Plana Gerencial

En opinión de PCR, la sociedad posee personal capacitado y con experiencia en la dirección de las diferentes áreas estratégicas. Al primer semestre de 2020, la compañía cuenta con un Gerente General, formada en Economía y Negocios de la Escuela Superior de Economía y Negocios (ESEN), cuenta con un diplomado en modelos de riesgo de servicios financieros de consumo, empresarial, manejo de portafolios, modelos de incentivos y modelos de atención de la banca pyme, y en Administración de Riesgo Bancario.

PLANA GERENCIAL	
Cargo	Nombre
Gerente General	María Ingrid Durán Garay

Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana/ Elaboración: PCR



Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

Responsabilidad Social Empresarial

De acuerdo con el análisis efectuado por PCR, Inmobiliaria Mesoamericana cuenta con un nivel de desempeño Óptimo² respecto a sus prácticas de Responsabilidad Empresarial.

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

Productos y estrategia corporativa

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

- Arrendamiento de Inmuebles
- Arrendamiento de Maquinaria y Equipo
- Arrendamiento de Vehículos Automotores
- Crédito para Capital de Trabajo (LCR y ABL)

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.

Dentro de los principales lineamientos estratégicos de la Inmobiliaria está la búsqueda de una mayor Rentabilidad mediante una disminución en los costos de fondeo y la aceptación de un spread mínimo de 3%. Enfoque en Cadena de Valor de Sigma Q (Clientes y proveedores) de sectores de la Industria, Comercio y Servicios relacionados a la Industria; Administración de riesgo mediante un análisis enfocado a la capacidad de pago del cliente, con plazos de financiamiento de 1 a 2 años y rígidos controles de riesgos y Eficiencia por medio de una organización pequeña, outsourcing, procesos estandarizados, etc.

Análisis financiero de Inmobiliaria Mesoamericana

Activos

Al primer semestre de 2020, los activos totales de Inmobiliaria Mesoamericana se ubicaron en US\$19,496.6 miles, equivalente a un incremento de US\$1,929.4 miles (10.98%) asociado al aumento de las cuentas por cobrar a empresas relacionadas, las cuales totalizaron un monto de US\$1,673.4 miles como resultado del diferimiento de pago de sus principales clientes como consecuencia de la emergencia sanitaria generada por la pandemia por COVID-19. Cabe señalar que esta medida estaría relacionada a las acciones tomadas por el grupo corporativo con el fin de evitar romper la cadena de pagos. Adicionalmente, el efectivo de la Inmobiliaria se ubicó en US\$163.2 miles, por encima del reportado a junio 2019, como parte de los lineamientos emitidos por la Junta Directiva para mantener suficientes saldos en caja y bancos y así garantizar el pago oportuno de sus obligaciones más próximas. Adicionalmente, la Propiedad, planta y equipo reportó un moderado crecimiento de 1.73% correspondiente a mejoras y actualizaciones a instalaciones y Edificios.

ESTRUCTURA DEL ACTIVO (MILES DE US\$)					
Componente	dic-17	dic-18	dic-19	jun-19	jun-20
Efectivo	0.1	177.4	138.5	0.2	163.2
Disponible restringido	201.8	-	-	142.4	-
Cuenta por cobrar- CR	62.9	53.7	53.7	-	1,673.4
Cuentas por cobrar cuenta restringida	219.9	219.9	219.9	219.9	219.9
Cuenta por cobrar fondo de titularización	-	-	-	-	-
Otras cuentas por cobrar	36.6	38.8	34.8	43.9	35.7
Gastos pagados por anticipado	-	7.9	84.2	57.0	268.9
Propiedad, planta y equipo	13,172.1	13,788.3	12,828.3	13,403.9	13,635.5
Préstamos a compañías relacionadas LP	3,500.0	3,500.0	3,500.0	3,500.0	3,500.0
Activo por impuesto diferido	318.4	-	-	199.9	-
Activo por derecho de uso	-	-	820.3	-	-
Total activos	17,795.7	17,785.9	17,679.7	17,567.2	19,496.6

Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

En cuanto a la estructura de los activos, la Propiedad, Planta y Equipo neto registra una participación de 69.94%, inferior al reportado en junio 2019 (76.30%) como resultado del moderado crecimiento reportado a la fecha de análisis, mientras que a nivel de estructura, la Maquinaria y Equipo Industrial representan aproximadamente el 34.91% de los activos fijos, seguido por un Terreno y un Edificio donde se ubican las oficinas de Carsa, cuyas participaciones son de 24.34% y 22.55%, respectivamente.

² 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.

Los préstamos a compañías relacionadas a largo plazo se ubican en segundo lugar con un monto de US\$3,500 miles, representando el 17.95% 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 junio de 2020, los pasivos totales de la Inmobiliaria se ubicaron en US\$11,744.9 miles, equivalente a un incremento de US\$691.20 miles (6.25%) respecto de junio de 2019, como resultado del alza en los préstamos y obligaciones financieras de corto plazo (+256.49%), especialmente por la emisión de papel bursátil (US\$3,500 miles) que contrarrestó la reducción del pasivo financiero de titularización debido a las amortizaciones de capital realizadas al fondo y la redención anticipada del primer tramo de los certificados de inversión.

ESTRUCTURA DEL PASIVO (MILES DE US\$)					
Componente	dic-17	dic-18	dic-19	jun-19	jun-20
Préstamos y obligaciones financieras CP	2,386.8	1,905.1	2,026.3	1,607.4	5,730.3
Proveedores y otras cuentas por pagar	81.3	247.5	74.7	71.9	86.6
Préstamos - CR	509.6	197.4	485.3	135.0	514.1
Porción circulante de préstamo	193.4	203.2	190.2	-	300.0
Emisión de títulos	1-	-	-	-	3,500.0
Vencimiento corriente de pasivo financiero por titularización	857.9	925.6	996.4	1,264.8	1,141.0
Provisiones	70.9	91.6	103.1	135.7	188.6
Préstamos y obligaciones financieras LP	10,984.2	9,545.3	8,396.9	9,446.3	6,014.6
Pasivo financiero de titularización	5,279.3	4,364.8	3,366.1	4,601.6	3,585.7
Préstamos bancarios a LP	564.5	358.3	378.6	-	-
Certificados de inversión de deuda a LP	3,500.0	3,500.0	3,500.0	3,500.0	1,500.0
ISR Diferido	974.2	895.7	928.9	1,344.7	928.9
Total Pasivos	13,371.0	11,450.4	10,423.3	11,053.7	11,744.9

Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

Al periodo de análisis, el 48.79% de los pasivos totales registrados por la Inmobiliaria Mesoamericana corresponden a préstamos y obligaciones de corto plazo, superior al 14.54% reportado a junio 2019, mientras que el 51.21% de los pasivos están vinculados a préstamos y obligaciones de largo plazo, en este sentido el pasivo financiero por titularización a largo plazo tiene una participación de 30.53% sobre el total de los pasivos, menor al 41.63% de junio 2019 y corresponde al Fondo de Titularización Ricorp Titularizadora-Inmobiliaria Mesoamericana cero uno (FRTIME01) suscrito en diciembre de 2013 por un monto de US\$9,300 miles mediante dos tramos; el tramo 1, por un monto de US\$6,510 miles a un plazo de 10 años y una tasa de interés de 7% y el tramo 2, por un monto de US\$2,790 miles a un plazo de 7 años y una tasa de interés de 6.5%. Mientras que el segundo pasivo de mayor importancia a largo plazo son los Certificados de Inversión, los cuales representan a junio 2020 el 12.77% de los pasivos totales y que corresponde al tramo II por un monto de US\$1,500 miles con vencimiento en noviembre de 2024.

Patrimonio

Al periodo de análisis, Inmobiliaria Mesoamericana registró un patrimonio de US\$7,751.7 miles, equivalente a un incremento de US\$1,238.2 miles (+19.01%) respecto de junio 2019, como resultado del incremento en las utilidades retenidas las cuales se ubicaron en US\$4,153.67, miles reflejando una tasa de crecimiento de 105.90%, cabe aclarar que el incremento estaría relacionado a los ajustes por corrección de errores de años anteriores, dicho ajuste fue equivalente a un incremento en las utilidades retenidas de US\$1,241.2 miles. Asimismo, la utilidad del periodo se ubicó en US\$495.3 miles equivalente a un crecimiento de 9.65% respecto de junio 2019.

ESTRUCTURA DEL PATRIMONIO (MILES DE US\$)					
Componente	dic-17	dic-18	dic-19	jun-19	jun-20
Patrimonio					
Capital social	2,301.7	2,301.7	2,301.7	2,301.7	2,301.7
Reserva Legal	163.3	231.2	302.1	231.2	302.1
Superávit por revaluación	-	544.0	499.0	1,511.5	499.0
Utilidades retenidas	536.6	1,912.6	3,232.7	2,017.3	4,153.7
Utilidades (Pérdidas) de Período	1,423.1	1,345.9	920.9	451.7	495.3
Total patrimonio	4,424.7	6,335.5	7,256.4	6,513.5	7,751.7

Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

Riesgos financieros

La institución como parte de su política para administrar sus riesgos, ha estructurado 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.

Las 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 con base a su nivel de riesgo, tomando en cuenta las recomendaciones del Grupo de Acción Financiera Internacional (GAFI)³ contra el lavado de dinero, el financiamiento del terrorismo y el financiamiento de la proliferación de armas de destrucción masiva.

Análisis de cartera de crédito

En el año 2014, Inmobiliaria Mesoamericana otorgó un préstamo mercantil a Cartonera Centroamericana por un monto de US\$2,000 miles a siete años plazo con vencimiento en el año 2021, cabe mencionar que dicho préstamo fue renovado el día 18 de junio de 2020 por un monto de US\$2,000 miles a una tasa de 12% y a plazo de un año. El préstamo está garantizado con: a) Promesa de constituir prenda sin desplazamiento a constituirse sobre máquina impresora troqueladora. B) Cesión de beneficios de la póliza de seguro contra todo riesgo número TR-00256, por la suma de US\$3,600 miles.

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

Política de arrendamiento de bienes muebles e inmuebles

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

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

Riesgo Operativo

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

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

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

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

- Establecer y modificar las disposiciones internas de la institución, para prevenir y detectar actos u operaciones sospechosas de lavado de dinero y financiamiento del terrorismo.

³ 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.

- 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

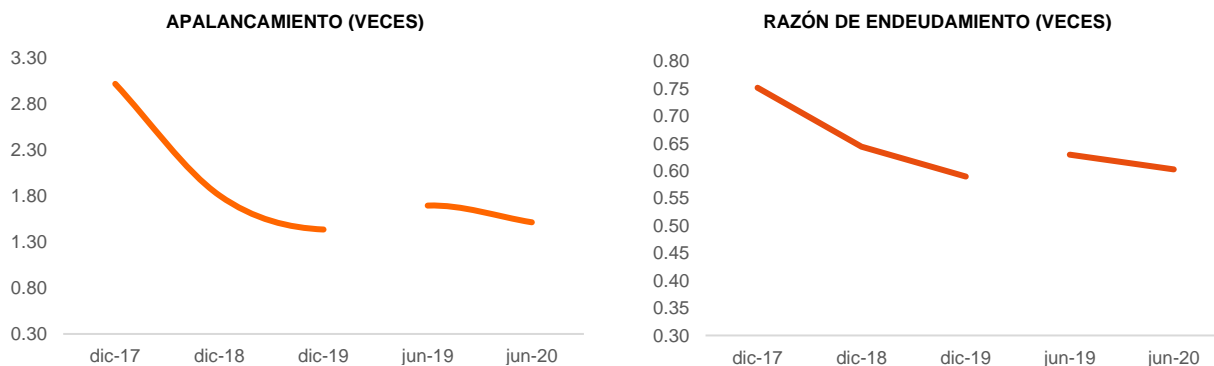
La Inmobiliaria mantiene la respectiva Supervisión y Control de las operaciones que desarrolla, entre las cuales se incluyen:

- 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 junio de 2020, 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 0.60 veces, moderadamente menor a lo registrado en junio de 2019 (0.63 veces) como resultado del leve incremento de los pasivos totales (6.25%) respecto del desempeño de los activos totales, los cuales crecieron 10.98% respecto de junio 2019.

Asimismo, el índice de apalancamiento se ubicó en 1.52 veces, inferior al 1.70 veces registrado a junio 2019, derivado del aumento en el patrimonio (+19.01%) como resultado del incremento en las utilidades retenidas.

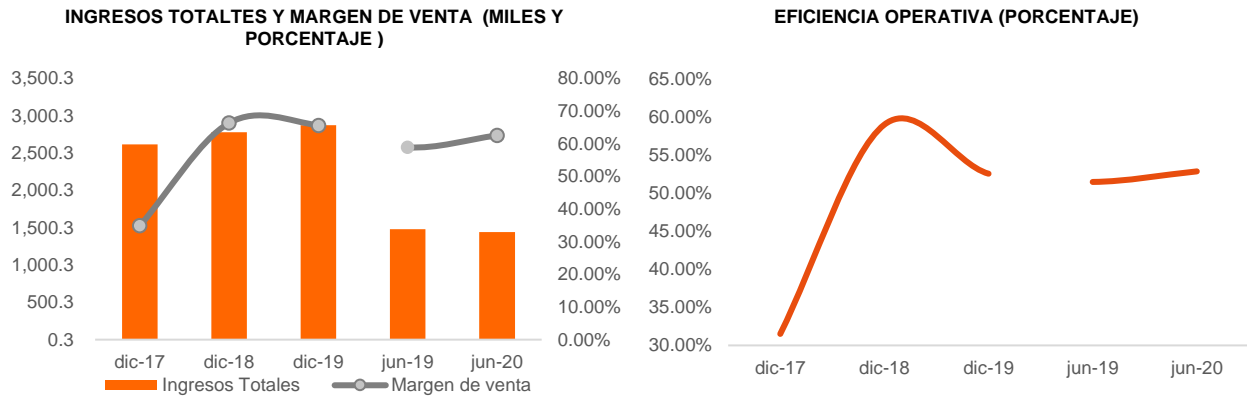


Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

Resultados Financieros de Inmobiliaria Mesoamericana

Al primer semestre de 2020, los ingresos totales reportados por Inmobiliaria Mesoamericana ascienden a US\$1,438.8 miles, equivalente a una leve reducción de -US\$39.20 miles (-2.65%) respecto de junio 2019, debido a la disminución de ingresos por arrendamiento de maquinaria (-7.34%). A junio de 2020, Inmobiliaria Mesoamericana tiene contratos de arrendamiento con empresas relacionadas de las cuales percibe el 100% de sus ingresos, siendo los más representativos los contratos suscritos con Carsa cuyos ingresos equivalen al 75% del total, y provienen de contratos de arrendamiento de maquinaria, montacargas e inmuebles. Estos contratos se han suscrito para un plazo de entre 3 y 10 años y son renovables automáticamente al vencimiento por periodos iguales a los originalmente acordados. El contrato de

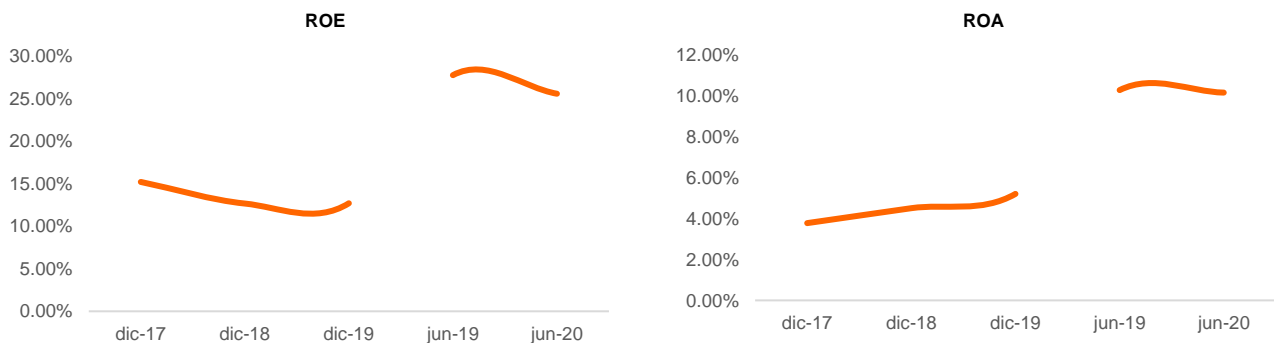
arrendamiento de terreno, edificio y dos máquinas industriales asciende a un monto total de US\$16,730.13 miles, suscrito para un plazo de 10 años a partir de diciembre de 2013.



Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

Los costos totales por arrendamiento se ubicaron en US\$539.9 miles, equivalente a una reducción de US\$58.5 (-11.26%) respecto de junio 2019, asociado a la disminución de la depreciación. En este sentido, la utilidad bruta se registró en US\$898.9 miles, reflejando una tasa de crecimiento interanual de 3.37% lo cual generó un margen de venta de 62.48%, superior al reportado a junio 2019 (58.84%) debido a una la reducción más que proporcional de los costos respecto de los ingresos. Por su parte, el indicador de eficiencia operativa se ubicó en 52.84%, superior al de junio 2019 (51.45%) congruente con los lineamientos estratégicos de la Inmobiliaria en cuanto a la búsqueda de eficiencia por medio de una organización pequeña; es decir, con baja carga administrativa.

Para finalizar, la utilidad neta se ubicó en US\$495.3 miles equivalente a una tasa de crecimiento de 9.65%, impulsado por el aumento en el margen bruto y mejora en la eficiencia, combinado con una reducción de los gastos financieros como resultado de la disminución del pasivo por titularización. El incremento en la utilidad neta permitió que los indicadores de rentabilidad se mantuvieran relativamente estables al ubicarse con un ROE de 25.56% (junio 2019: 27.74%) y un ROA de 10.16% (junio 2019: 10.29%).



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, el cual tiene una larga trayectoria en diseño, pre prensa, producción y comercialización de empaques.

A continuación, se presenta la estructura accionaria de la sociedad:

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

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

Gobierno Corporativo

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 administra la gestión integral de riesgo mediante políticas y criterios que son aplicadas a todo el Grupo Sigma Q, las cuales procuran 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 Créditos, quienes autorizan los mismos 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 y préstamos bancarios se encuentran sujetos 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 junio de 2020 los activos totales de Cartonera Centroamericana se ubicaron en US\$39.030.6 miles, registrando un aumento interanual de 9.75% (US\$3,468 miles), asociado al incremento del efectivo (+125.73%), debido a los lineamientos girados por la junta directiva los cuales buscan garantizar suficiente liquidez para hacer frente a las obligaciones más próximas de la compañía.

www.ratingspcr.com

ACTIVOS (EN MILES US\$)

Componente	dic-17	dic-18	dic-19	jun-19	jun-20
Efectivo	6,555.7	3,785.3	5,011.0	3,931.0	8,873.5
Cuentas por cobrar Netas	4,897.4	6,090.1	6,868.6	6,453.3	4,726.1
Cuentas por cobrar - CR	5,838.0	5,601.2	6,593.1	7,010.0	6,539.0
Inventarios netos	5,675.6	7,147.9	6,213.8	5,323.3	6,226.8
Gastos Pagados por anticipado	479.2	472.5	378.5	333.0	289.1
Propiedad, planta y equipo neto	12,246.4	12,561.3	12,460.9	12,512.0	12,376.2
Total de Activos	35,696.0	35,658.3	37,525.9	35,562.6	39,030.6

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

En cuanto a la estructura de los activos de la compañía, el 22.73% de los activos totales lo componen el efectivo, superior al 11.05% registrado a junio 2019, mientras que las cuentas por cobrar netas representaron el 12.11%, menor a la reportada a junio 2019 (18.15%). Por su parte la propiedad planta y equipo representó el 31.71%.

Pasivos

Al primer semestre de 2020 los pasivos totales de Cartonera Centroamericana fueron de US\$19,465.4 miles, observando un incremento interanual de US\$4,364.1 miles (28.90%) respecto a junio 2019, como resultado de préstamos adquiridos con instituciones financieras locales los cuales alcanzaron un saldo de US\$3,195 miles, como parte del plan financiero de la compañía para mantener adecuados niveles de liquidez. 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-17	dic-18	dic-19	jun-19	jun-20
Proveedores y otras cuentas por pagar	3,949.3	1,540.3	1,649.2	1,110.3	1,363.8
Cuentas por pagar - CR	407.2	203.1	208.8	358.4	304.6
Préstamos bancarios a CP	8,042.6	6,804.8	6,239.7	8,900.0	9,550.0
Provisiones	351.4	475.5	1,213.4	918.0	1,273.0
Préstamo fiduciario	3,500.0	3,500.0	3,500.0	3,500.0	3,500.0
Préstamos bancarios a LP	-	2,830.8	3,065.8	-	3,195.0
Obligaciones laborales	-	-	302.1	314.6	279.0
ISR Diferido	320.4	302.1	-	-	-
Total Pasivos	16,570.9	15,656.6	16,179.0	15,101.3	19,465.4

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

Patrimonio

Al periodo de análisis el patrimonio de Cartonera Centroamericana se ubicó en US\$19,565.2 miles, equivalente a una disminución de US\$896 miles (-4.40%) respecto de junio 2019, asociado a la reducción de las utilidades retenidas (-5.20%) y las utilidades del presente ejercicio (52.50%), producto de los impactos de la pandemia COVID-19, se ha invertido adicionalmente en costos y gastos adicionales para el manejo y establecimientos de protocolos (US\$251.0 miles). Los ingresos en el segundo trimestre del 2020 se disminuyen debido al cierre temporal de clientes locales.

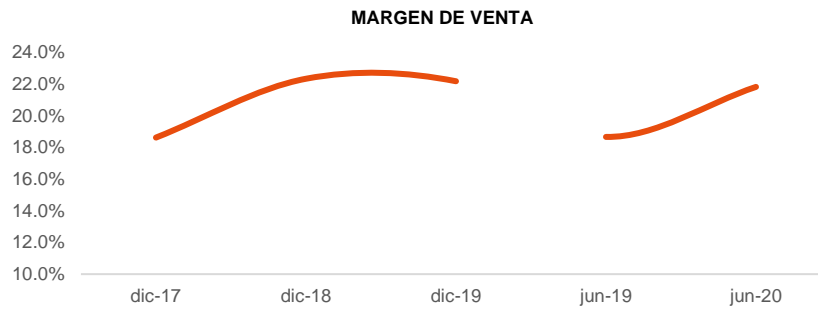
PATRIMONIO (EN MILES US\$)

Componente	dic-17	dic-18	dic-19	jun-19	jun-20
Capital social	7,200.0	7,392.1	7,392.1	7,392.1	7,392.1
Utilidades Retenidas y Revaluaciones	10,774.1	11,343.7	12,609.5	12,609.5	11,954.8
Utilidad del ejercicio	-	1,265.7	1,345.2	459.6	218.3
Total Patrimonio	19,125.1	20,001.5	21,346.8	20,461.2	19,565.2

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

Análisis de Resultados

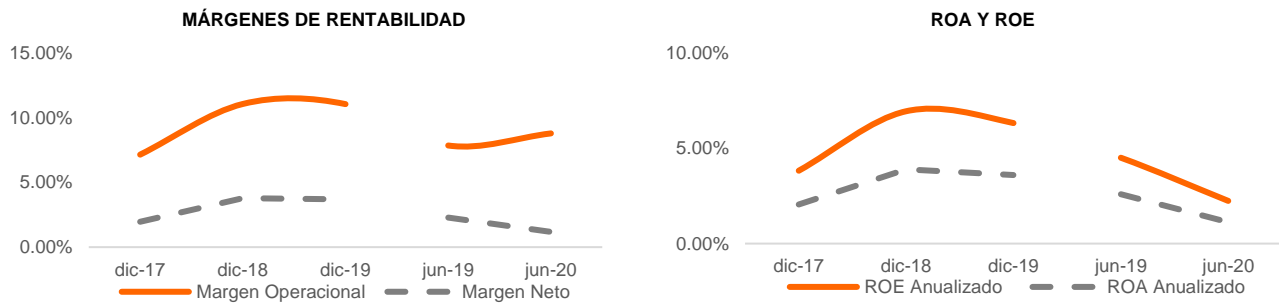
Al primer semestre de 2020, el margen de venta de Cartonera Centroamericana se ubicó en 21.81%, superior al de junio 2019 cuando fue de 18.65% como resultado de las disminuciones más que proporcional de los costos de producción respecto de los ingresos. La reducción de los costos estaría asociado a la eficiencia de los procesos productivos que se han desarrollado en los últimos periodos siendo la estrategia operativa el enfoque a la mejora y protección del margen lo que se evidencia en los resultados, mejora de margen de utilidad bruta y EBITDA.



Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

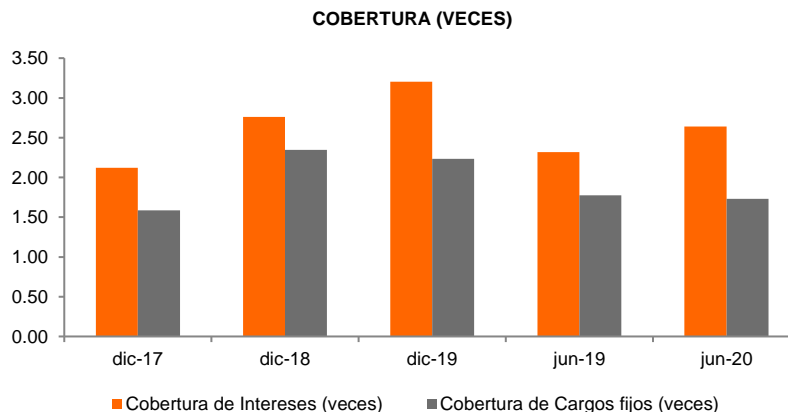
Análisis de Rentabilidad y Cobertura

Al periodo de estudio el margen operativo se ubicó en 8.77%, reflejando un moderado incremento respecto de junio de 2019 cuando fue de 7.84%, derivado del comportamiento positivo del margen de venta y el moderado aumento de gastos administrativos; no obstante, el margen neto sobre ventas fue menor al de junio 2019 como resultado del incremento de otros gastos lo cual generó una reducción del -52.46% en la utilidad neta impactado por la pandemia COVID- 19. En este sentido, el ROE se ubicó a junio de 2020 en 2.23%, moderadamente menor al reportado a junio 2019 (ROE:4.49%) como resultado de la reducción más que proporcional de la utilidad neta (-52.46%) respecto del patrimonio (-4.38%). Asimismo, el ROA fue menor al de junio 2019 al registrarse en 1.12% debido a la disminución del margen neto y una menor rotación de los activos la cual estaría asociada al incremento de los inventarios y el efectivo.



Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

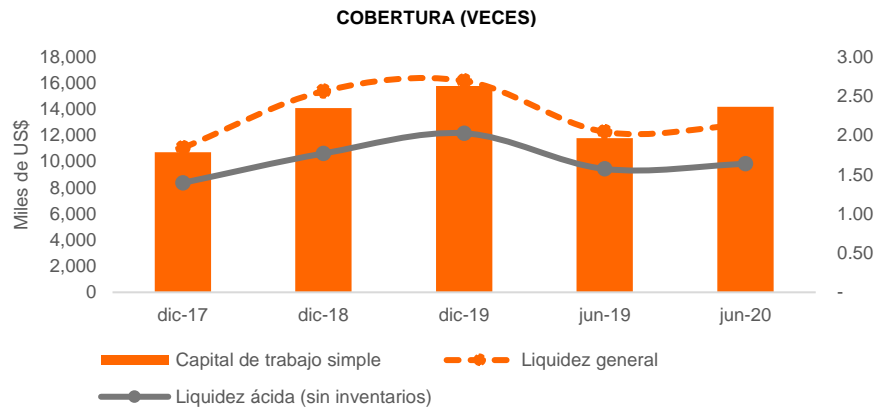
Al primer semestre de 2020, la cobertura EBITDA/ cargos fijos se ubicó en 1.73 veces, levemente inferior a la cobertura de junio 2019 (1.78 veces), como resultado del leve incremento en los gastos administrativos. Por su parte la cobertura de intereses se ubicó en 2.64 veces, reflejando una ligera mejora respecto de junio 2019 (2.32 veces), derivado de la reducción de los gastos financieros (-9.72%), los cuales resultaron favorecidos por las menores tasas de interés promedio registradas, mientras que los nuevos préstamos que están contratados a largo plazo aún no tienen un impacto significativo en la situación financiera de la compañía.



Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

Liquidez

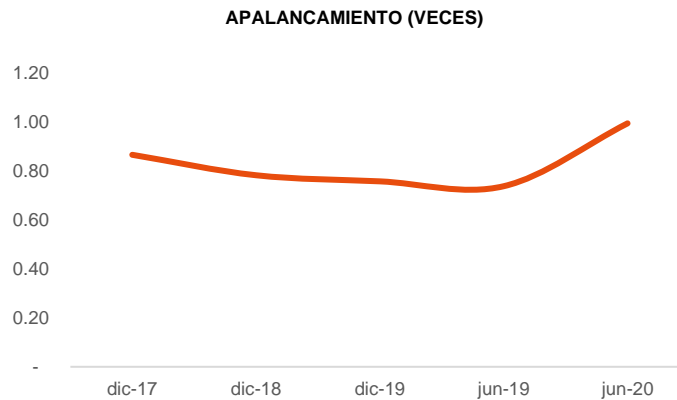
A junio de 2020, la liquidez general de CARSA se ubicó en 2.13 veces, superior a la reportada en junio 2019 (2.04 veces), como resultado del incremento en el efectivo, asimismo el índice de liquidez ácida fue de 1.64 veces, superior al 1.57 veces de junio 2019, favorecido por la disminución de los inventarios. Los actuales índices muestran una adecuada capacidad para hacer frente a sus obligaciones de corto plazo ante cualquier eventualidad.



Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

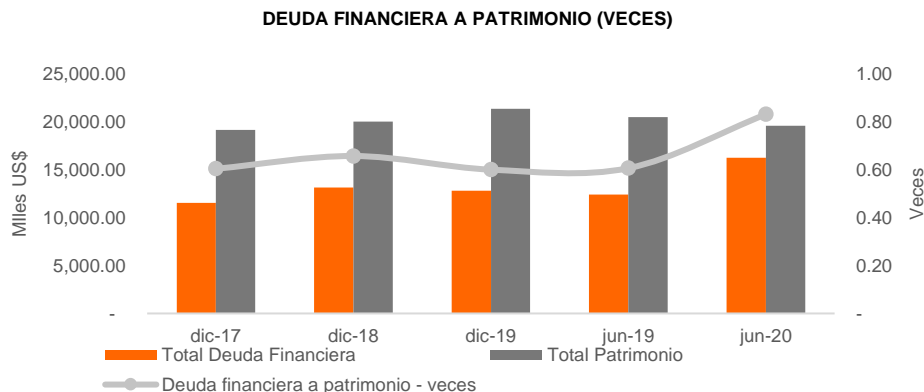
Endeudamiento y solvencia

Al primer semestre de 2020 la ratio entre pasivo total y patrimonio se ubicó en 0.99 veces, reflejando una tendencia hacia el alza respecto de los observado en los últimos tres años como resultado del incremento en los pasivos (28.90%) debido a la expansión de los préstamos bancarios a largo plazo. Por su parte, el patrimonio reflejó disminución de -4.40% debido a la reducción de utilidades retenidas y de la utilidad del ejercicio actual impactado por los efectos de la pandemia COVID-19 principalmente en el segundo trimestre 2020.



Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

Asimismo, la razón de deuda financiera frente al patrimonio presentó un incremento al ubicarse en 0.83 veces versus 0.61 veces reportado a junio de 2019, como resultado del aumento de los préstamos bancarios a largo plazo.



Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

Resumen de Estados Financieros No Auditados

Inmobiliaria Mesoamericana

Componente	BALANCE GENERAL (MILES DE US\$)				
	dic-17	dic-18	dic-19	jun-19	jun-20
Activos					
Efectivo	0.1	177.4	138.5	0.2	163.2
Disponible restringido	201.8	-	-	142.4	-
Cuenta por cobrar- CR	62.9	53.7	53.7	-	1,673.4
Cuentas por cobrar cuenta restringida	219.9	219.9	219.9	219.9	219.9
Cuenta por cobrar fondo de titularización	-	-	-	-	-
Otras cuentas por cobrar	36.6	38.8	34.8	43.9	35.7
Gastos pagados por anticipado	-	7.9	84.2	57.0	268.9
Propiedad, planta y equipo	13,172.1	13,788.3	12,828.3	13,403.9	13,635.5
Préstamos a compañías relacionadas LP	3,500.0	3,500.0	3,500.0	3,500.0	3,500.0
Activo por impuesto diferido	318.4	-	-	199.9	-
Activo por derecho de uso	-	-	820.3	-	-
Total activos	17,795.7	17,785.9	17,679.7	17,567.2	19,496.6
Pasivos					
Préstamos y obligaciones financieras CP	2,386.8	1,905.1	2,026.3	1,607.4	5,730.3
Proveedores y otras cuentas por pagar	81.3	247.5	74.7	71.9	86.6
Préstamos - CR	509.6	197.4	485.3	135.0	514.1
Porción circulante de préstamo	193.4	203.2	190.2	-	300.0
Emisión de títulos	-	-	-	-	3,500.0
Vencimiento corriente de pasivo financiero por titularización	857.9	925.6	996.4	1,264.8	1,141.0
Vencimiento corriente de pasivo por arrendamiento	-	-	176.6	-	-
Provisiones	70.9	91.6	103.1	135.7	188.6
Préstamos y obligaciones financieras LP	10,984.2	9,545.3	8,396.9	9,446.3	6,014.6
Pasivo financiero de titularización	5,279.3	4,364.8	3,366.1	4,601.6	3,585.7
Préstamos a LP deuda subordinada	-	-	-	-	-
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	1,500.0
ISR Diferido	974.2	895.7	928.9	1,344.7	928.9
Total Pasivos	13,371.0	11,450.4	10,423.3	11,053.7	11,744.9
Patrimonio					
Capital social	2,301.7	2,301.7	2,301.7	2,301.7	2,301.7
Reserva Legal	163.3	231.2	302.1	-	-
Superávit por revaluación	-	544.0	499.0	-	-
Utilidades retenidas	536.6	1,912.6	3,232.7	3,760.1	4,954.7
Utilidades (Pérdidas) de Período	1,423.1	1,345.9	920.9	451.7	495.3
Total patrimonio	4,424.7	6,335.5	7,256.4	6,513.5	7,751.7
Total patrimonio + pasivo	17,795.7	17,785.9	17,679.6	17,567.2	19,496.6

Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

Componente	ESTADO DE RESULTADOS (MILES DE US\$)				
	dic-17	dic-18	dic-19	jun-19	jun-20
Ingresos	2,615.0	2,777.0	2,872.9	1,478.0	1,438.8
Costo de Venta	1,704.2	936.6	989.8	608.4	539.9
Utilidad Bruta	910.8	1,840.4	1,883.1	869.6	898.9
Otros Ingresos - Ganancia por ajuste al valor razonable	-	116.3	-	-	-
Gastos de administración	86.8	140.6	239.0	109.1	138.6
Total de Gastos de operación	86.8	318.7	373.7	-	-
Utilidad de Operación	824.0	1,637.9	1,509.4	760.5	760.3
Otros Ingresos (gastos) netos	30.6	81.7	-	(11.0)	4.0
Gastos financieros netos	-	(452.9)	(393.6)	(219.1)	(161.4)
Ingresos Financieros	-	461.3	442.8	-	284.2
Gastos Financieros	-	914.2	836.4	-	445.8
Utilidad Antes de ISR	854.5	1,185.0	1,115.8	530.4	602.9
ISR	182.1	383.1	194.9	78.7	107.6
Utilidad Neta	672.4	801.9	920.9	451.7	495.3
Revaluación de maquinaria, neto de impuestos sobre la renta diferido	-	544.0	-	-	-
Resultado Integral del ejercicio		1,345.9			

Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

INDICADORES FINANCIEROS

Componentes	dic-17	dic-18	dic-19	jun-19	jun-20
Liquidez general	4.04%	12.53%	10.80%	2.63%	32.19%
Margen bruto	34.83%	66.27%	65.55%	58.84%	62.48%
Margen Operativo	31.51%	58.98%	52.54%	51.45%	52.84%
Cobertura de pasivo ajustado / patrimonio	1.82	0.71	0.71	0.88	0.62
Cobertura de pasivo ajustado / EBITDA	3.05	1.36	1.82	2.06	1.73
Razón de Endeudamiento (veces)	0.75	0.64	0.59	0.63	0.60
APALANCAMIENTO	3.02	1.81	1.44	1.70	1.52
ROE Anualizado	15.20%	12.66%	12.69%	27.74%	25.56%
ROA Anualizado	3.78%	4.51%	5.21%	10.29%	10.16%

Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

Cartonera Centroamericana
BALANCE GENERAL (MILES DE US\$)

Componente	dic-17	dic-18	dic-19	jun-19	jun-20
Efectivo	6,556	3,785	5,011	3,931	8,873
Cuentas por cobrar Netas	4,897	6,090	6,869	6,453	4,726
Cuentas por cobrar - CR	5,838	5,601	6,593	7,010	6,539
Inventarios netos	5,676	7,148	6,214	5,323	6,227
Gastos Pagados por anticipado	479	473	379	333	289
Propiedad, planta y equipo neto	12,246	12,561	12,461	12,512	12,376
Total de Activos	35,696	35,658	37,526	35,563	39,031
Proveedores y otras cuentas por pagar	3,949	1,540	1,649	1,110	1,364
Cuentas por pagar - CR	407	203	209	358	305
Préstamos bancarios a CP	8,043	6,805	6,240	8,900	9,550
Provisiones	351	476	1,213	918	1,273
Préstamo fiduciario	3,500	3,500	3,500	3,500	3,500
Préstamos bancarios a LP	-	2,831	3,066	-	3,195
Obligaciones laborales	-	-	302	315	279
ISR Diferido	320	302	-	-	-
Total Pasivos	16,571	15,657	16,179	15,101	19,465
Capital social	7,200	7,392	7,392	7,392	7,392
Utilidades Retenidas y revaluaciones	10,774	11,344	12,610	12,610	11,955
Utilidad del ejercicio actual	-	1,266	1,345	460	218
Total Patrimonio	19,125	20,002	21,347	20,461	19,565
Total Pasivos + Patrimonio	35,696	35,658	37,526	35,563	39,031

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

ESTADO DE RESULTADO (MILES DE US\$)

Componente	dic-17	dic-18	dic-19	jun-19	jun-20
Ingresos	37,398	36,666	36,546	20,232	18,580
Costo de Venta	30,437	28,481	28,446	16,458	14,528
Utilidad Bruta	6,961	8,185	8,100	3,774	4,052
Gastos de Distribución y venta	2,609	2,410	2,265	1,295	1,481
Gastos de administración	1,683	1,725	1,803	893	941
Utilidad de Operación	2,669	4,050	4,032	1,587	1,630
Gastos Financieros	1,258	1,467	1,258	684	618
Operaciones no recurrentes	-	-	-	(5)	(1)
Otros ingresos (gastos) netos	(252)	(198)	(353)	13.9	103.2
Utilidad AISR	1,159	1,696	1,626	518	505
Impuesto contribución especial	45	33	29	18	18
ISR	385	279	251	41	18
Utilidad Neta	729	1,385	1,345	459	218

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

Nota sobre información empleada para el análisis

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

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