

## Fondo de Titularización Ricorp Titularizadora Inmobiliaria Mesoamericana 01 Valores de Titularización

<b>Comité No. 59/2021</b>	
<b>Informe con Estados Financieros Auditados al 31 de diciembre de 2020</b>	<b>Fecha de comité: jueves 29 de abril de 2021</b>
Periodicidad de actualización: Semestral	Sector Inmobiliario, El Salvador
<b>Equipo de Análisis</b>	
Gabriel Marín <a href="mailto:gmarin@ratingspcr.com">gmarin@ratingspcr.com</a>	Alexis Figueroa <a href="mailto:afigueroa@ratingspcr.com">afigueroa@ratingspcr.com</a> (503) 2266-9471

<b>HISTORIAL DE CALIFICACIONES</b>					
Fecha de información Fecha de comité	dic-19	mar-20	jun-20	sep-20	dic-20
Valores de Titularización RICORP Titularizadora Inmobiliaria Mesoamericana 01	14/04/2020	23/06/2020	01/10/2020	03/12/2020	29/04/2020
Tramo 1	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-
Tramo 2	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-
<b>Perspectiva</b>	Estable	Estable	Estable	Estable	Estable

### Significado de la Calificación

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

*Esta categorización puede ser complementada mediante los signos (+/-) 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 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".*

*El presente informe se encuentra publicado en la página web de PCR (<https://informes.ratingspcr.com>), donde se puede consultar adicionalmente documentos como el código de conducta, la metodología de calificación respectiva y las calificaciones vigentes".*

### Racionalidad

En Comité Ordinario de Clasificación de Riesgo, PCR decidió por unanimidad ratificar la clasificación de "AA-" al tramo 1 y 2 de los Valores de Titularización RICORP Titularizadora Inmobiliaria Mesoamericana 01, ambos con perspectiva "Estable".

La clasificación se fundamenta en la alta capacidad de pago del Fondo de generar ingresos estables provenientes de los cánones por arrendamiento establecidos entre Inmobiliaria Mesoamericana y Cartonera Centroamericana (CARSA). Adicionalmente, se considera el enfoque estratégico del originador que permite la estabilidad en sus márgenes de rentabilidad y el soporte técnico y experiencia del Grupo SigmaQ. Finalmente, se consideran los resguardos legales que garantizan el pago oportuno de la emisión.

### Perspectiva

Estable.

### Resumen Ejecutivo

- El usufructo a favor del Fondo de Titularización proveniente de los activos del originador que mitigan el riesgo de la emisión. El usufructo se gestionó en conjunto con el representante de los tenedores de valores, por un plazo de diez años o mientras existan obligaciones a cargo del Fondo a favor de los tenedores. La emisión de los valores de titularización cuenta con 2 garantías específicas: una fianza solidaria de parte de Cartonera Centroamericana por un máximo del 15% del total de capital adeudado, y prenda sobre las cuentas por cobrar de Cartonera Centroamericana de clientes clase "A", por un monto total de US\$ 600 miles. Al período de análisis, la cesión de flujos al fondo de titularización se ha comportado de manera estable.
- Adecuada liquidez de Cartonera Centroamericana (CARSA). Al cierre de 2020, la liquidez general de CARSA se ubicó en 3.30 veces, superior a la reportada en diciembre 2019 (2.69 veces), como resultado del incremento en el efectivo, asimismo, el índice de liquidez ácida fue de 2.68 veces, superior al 2.02 veces de diciembre 2019, favorecido por la disminución de los inventarios (-17.05%). Por otra parte, al considerar la liquidez inmediata, se observa una mejora en el indicador registrando una cobertura de 1.14 veces, superior al 0.58 veces reportado el

período anterior, comportamiento que se encuentra asociado a los lineamientos establecidos por el Grupo frente al contexto COVID-19, lo cual permite mantener la suficiente liquidez para hacer frente a las obligaciones más próximas. Los actuales índices muestran una holgada capacidad para hacer frente a sus obligaciones de corto plazo ante cualquier eventualidad.

- El margen bruto de Inmobiliaria Mesoamericana (IME) mejora. Al período de análisis la utilidad bruta de Inmobiliaria Mesoamérica registró un crecimiento de 3.33% permitiendo que el margen bruto se ubicara en 66.11%, ligeramente superior al reportado a diciembre 2019 (65.55%), debido a que los ingresos por arrendamiento crecieron en mayor proporción que los costos. Cabe destacar que los ingresos por arrendamientos operativos son la principal fuente de ingresos de Inmobiliaria Mesoamericana (IME), los cuales provienen principalmente de contratos a largo plazo firmados con empresas relacionadas de la industria de Papel y Cartón. Adicionalmente, se observa que el margen operativo se mantuvo relativamente estable al ubicarse en 51.10%, ligeramente inferior al reportado en diciembre 2019 (52.54%).
- Los indicadores de rentabilidad de IME se mantienen estables. Al cierre del año 2020, la utilidad neta se ubicó en US\$1,066.63 miles, equivalente a una tasa de crecimiento de 15.82%, impulsado por el aumento en el margen bruto. Permitiendo que la rentabilidad sobre el patrimonio (ROE) se ubicara en 12.82%, evidenciando una mejor posición respecto al cierre de 2019 (12.69%). Por su parte, el rendimiento sobre activos (ROA) se posicionó en 4.66%, ligeramente inferior al reportado en diciembre 2019 (5.21%), como resultado del incremento de los activos de la compañía, quienes mostraron un mayor crecimiento respecto a las utilidades del periodo.
- Cumplimiento de resguardos financieros por parte de CARSA. Con la modificación realizada al contrato de arrendamiento operativo, la compañía arrendataria (CARSA) se compromete a mantener una serie de coberturas financieras durante la vigencia de la emisión, las cuales a la fecha de análisis se cumplieron conforme a lo acordado.
- Miembros del Grupo Sigma Q. Inmobiliaria Mesoamericana forma parte del grupo corporativo Casa de Oro Q, brazo financiero del grupo SIGMAQ PACKAGING, S.A, una empresa con más de cincuenta años de experiencia en el mercado de empaques. Actualmente cuenta con doce unidades de negocio, y ocho oficinas de venta y distribución localizadas en América, el Caribe y Asia. La estrategia de Casa de Oro Q es atender las necesidades de financiamiento a empresas relacionadas por medio de arrendamientos operativos, descuento de documento, préstamos para capital de trabajo, etc. De acuerdo con el análisis efectuado por PCR, Inmobiliaria Mesoamericana cuenta con un nivel de desempeño óptimo respecto a sus prácticas de Gobierno Corporativo y Responsabilidad Social Empresarial.

#### **Metodología utilizada**

*La opinión contenida en el informe se ha basado en la aplicación de la Metodología para Clasificación de riesgo de financiamiento estructurado y titularizaciones (PCR-SV-MET-P-050), vigente del Manual de Clasificación de Riesgo aprobado en Comité de Metodologías con fecha 29 de noviembre de 2019. Normalizado bajo los lineamientos del Art.9 de "NORMAS TECNICAS SOBRE OBLIGACIONES DE LAS SOCIEDADES CLASIFICADORAS DE RIESGO" (NRP-07), emitidas por el Comité de Normas del Banco Central de Reserva de El Salvador.*

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

- **Información financiera:** Estados Financieros Auditados del Originador correspondientes a diciembre 2017- diciembre 2020; Estados Financieros Auditados del Fondo de Titularización para diciembre 2015- diciembre 2020; Modelo financiero de la emisión.
- **Riesgo Crediticio:** Política para el otorgamiento de créditos, política para el arrendamiento de bienes muebles e inmuebles.
- **Riesgo de Liquidez:** Indicador de liquidez general.
- **Riesgo de Solvencia:** Índice de apalancamiento y razón de endeudamiento.
- **Riesgo Operativo:** Manual de políticas y procedimientos.

#### **Limitaciones y Limitaciones Potenciales para la clasificación**

##### **Limitaciones encontradas:**

Al período de análisis, no se han encontrado elementos que se consideren como limitantes para la clasificación.

##### **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 período 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**

- Al cierre 2020, Inmobiliaria Mesoamericana inició con operaciones de colocación de productos financieros a terceros, dentro de los cuales destacan las líneas de crédito para capital de trabajo, factoraje, entre otros.
- 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.

### 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:

- El grupo de empresas de SigmaQ fue reforzado con el protocolo de prevención para ofrecer a clientes y colaboradores el mejor servicio y calidad, en donde se respeten las recomendaciones emitidas por las autoridades oficiales.
- El grupo ha conformado diferentes comités para la correcta y oportuna atención de sucesos relevantes o riesgos posibles.

Respecto al Fondo de Titularización, este no ha tenido reestructuración alguna, por lo que los montos de cesión y los diferentes mecanismos se mantienen de acuerdo con los contratos de cesión y titularización originales. Ante la coyuntura, CARSA mantuvo sus operaciones con normalidad, generando flujos de ingresos y pagando sus rentas a la Inmobiliaria. Dentro de las principales medidas adoptadas por CARSA están las siguientes.

- La alta dirección corporativa ha dado seguimiento a las medidas y a nuevos lineamientos. Dentro 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.

### Modificación y dispensa de razones financieras

A consecuencia de la emergencia por la pandemia por COVID-19, en el mes de julio 2020 se llevó a cabo la sesión de Junta General Extraordinaria de Tenedores de Valores del Fondo de Titularización RICORP Titularizadora Inmobiliaria Mesoamericana cero uno (FTRTIME01) presidida por la Licenciada Sandra Maria Munguía Palomo, Representante Legal de LAFISE Valores de El Salvador, S.A de C.V., casa Corredora de Bolsa, en compañía de representantes de tenedores: AFP CRECER S.A., (Fondo de Pensiones), Administradora de Fondos de Pensiones "Confía" S.A. (Fondo de Pensiones), Bolsa de Valores de El Salvador, S.A de C.V. y Aseguradora Comercial, S.A. (ACSA), así como el representante de Inmobiliaria Mesoamericana (IME) y Cartonera Centroamericana (CARSA), los cuales acordaron de forma unánime autorizar la modificación del Contrato de Arrendamiento Operativo en los siguientes términos:

- Modificar la razón financiera contenida en el literal c) sobre cálculo de Deuda entre EBITDA que se encuentra en la cláusula A) relativa a "Mitigantes de Riesgo. Razones Financieras" de la cláusula romano VI) de "Condiciones Especiales". Estableciendo: i) que la nueva razón financiera a calcularse será la "Deuda Neta entre EBITDA", y, acordando las partes que se dejará sin efecto el cálculo de la razón anterior; y ii) adicionar un literal f) para establecer una dispensa de cumplimiento a la razón financiera de "Cuentas por cobrar relacionadas entre Patrimonio" para el trimestre al cierre de marzo y junio de 2020.
- Adicionalmente, se acordó sustituir el Anexo Uno del Contrato de Arrendamiento Operativo por el Anexo A. con dicha sustitución se establecen los nuevos parámetros de cumplimiento de razones financieras, incluyendo los de la nueva razón "DEUDA NETA/ EBITDA" y de "Cuentas por cobrar relacionadas entre Patrimonio" aplicables.

#### Anexo A

Trimestre	Fecha	EBITDA/Servicio de la Deuda	Deuda/Patrimonio	Deuda/EBITDA	Deuda Neta/EBITDA	Utilidad Bruta/Gastos de Operación	CxC Relacionadas/Patrimonio
		(Mínimo)	(Máximo)	(Máximo)	(Máximo)	(Mínimo)	(Máximo)
25	mar-20	1.00	0.85	3.25	-	1.40	0.35
26	jun-20	1.00	0.85	-	3.25	1.40	0.40
27	sep-20	1.00	0.85	-	3.25	1.40	0.40
28	dic-20	1.60	0.85	-	3.25	1.40	0.40
29	mar-21	1.60	0.85	-	3.25	1.40	0.35
30	jun-21	1.60	0.85	-	3.25	1.40	0.35
31	sep-21	1.60	0.85	-	3.25	1.40	0.35
32	dic-21	1.60	0.85	-	3.25	1.40	0.35
33	mar-22	1.60	0.85	-	3.25	1.40	0.35
34	jun-22	1.60	0.85	-	3.25	1.40	0.35
35	sep-22	1.60	0.85	-	3.25	1.40	0.35
36	dic-22	1.60	0.85	-	3.25	1.40	0.35
37	mar-23	1.60	0.85	-	3.25	1.40	0.35
38	jun-23	1.60	0.85	-	3.25	1.40	0.35
39	sep-23	1.60	0.85	-	3.25	1.40	0.35

Fuente: RICORP Titulizadora / Elaboración: PCR

## Panorama Internacional

El año 2020 registró la mayor contracción económica mundial desde 1946, producto de los efectos del Covid 19 y las decisiones de los gobiernos de cerrar las economías, sumado a la guerra comercial de Estados Unidos con China, se prevé una caída de la economía global del 4.3% según cifras del Banco Mundial.

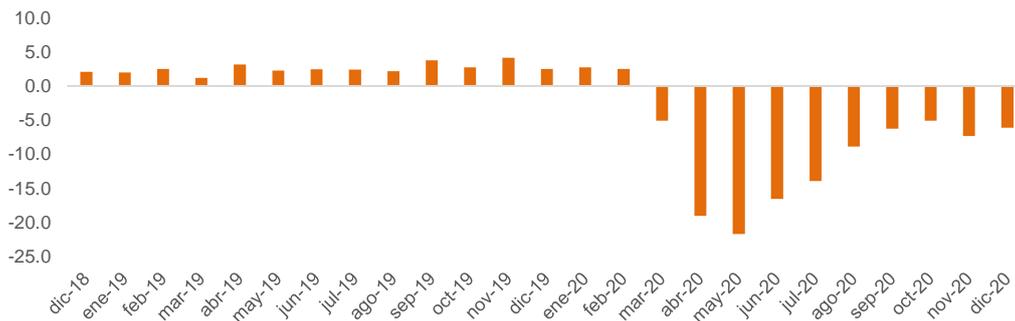
Las economías desarrolladas como Estados Unidos, la Eurozona y Japón, presentan proyecciones de crecimiento para el 2021 de 3.1%, 4.7% y 2.3% respectivamente, mientras que China (economía emergente y en desarrollo) presentará un crecimiento del 8.2% al ser uno de los países más avanzados en el ámbito de gestión de la crisis sanitaria. Cabe resaltar que, a pesar de que la pandemia la golpeó fuertemente, presentó un crecimiento económico de 2% en el 2020. Por otro lado, para las economías de ingreso bajo se estima un crecimiento del 3.3% en el 2021, tras una caída del 0.9% en el 2020. Sin embargo, no es parejo, algunas economías iniciarán su recuperación, mientras que otras entrarán en crisis fiscales y de deuda en mayor o menor medida.

En América Latina, las economías más golpeadas durante el 2020 son Perú, Argentina y Ecuador con caídas en su PIB de -12%, -10.6% y -9.5% respectivamente. No obstante, Perú presenta un panorama bastante optimista con la tasa más alta de crecimiento estimada para el 2021 en la región, con un crecimiento estimado de 7.6%, seguido de Panamá 5.1%; Chile y Colombia con un crecimiento de 5%. Por otro lado, Nicaragua es el único país que presenta proyecciones negativas hacia el 2021, a pesar de caer -6% en el 2020, se estima que para el 2021 seguirá cayendo -0.5% en el PIB.

## Entorno Económico

- **La actividad económica frena ritmo de recuperación gradual a diciembre 2020.** De acuerdo con las cifras publicadas por el Banco Central de Reserva de El Salvador (BCR), muestran que la actividad económica del país al cierre de 2020 mantiene resultados contractivos del orden de -6.1%, mostrando un freno a la recuperación gradual reflejada hasta octubre de 2020, lo que podría estar asociado al período pre electoral, y a la menor dinámica comparada a con los meses de noviembre y diciembre de 2019, meses que contienen un efecto estacional derivado de la fiestas de fin de año y el incremento en el ingresos de los hogares durante dichos meses.

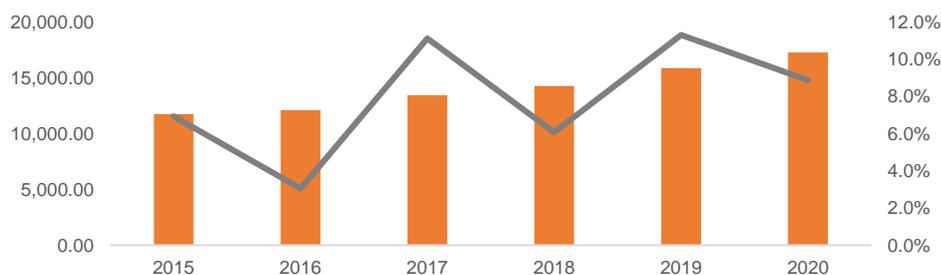
**Actividad Económica General, IVAE diciembre 2020. Serie Desestacionalizada (Variación % anual)**



Fuente: Banco Central de Reserva / Elaboración: PCR

- **Sistema financiero mantiene sólida liquidez, pero con desaceleración del crédito.** La liquidez global del sector privado fue de US\$17,287 millones, equivalente a una tasa de crecimiento interanual del 8.9% y representando aproximadamente el 70% del PIB estimado para el año 2020. La liquidez del sector privado estuvo estimulada, en parte, por los desembolsos de deuda hacia el sector público proveniente del extranjero, la dinámica de las remesas familiares y la reducción de las reservas bancarias, lo cual se comprueba con la disminución de la Base Monetaria, pasando de US\$3,958 millones en diciembre de 2019 a US\$2,871 millones en el período analizado, equivalente a una reducción del -27.5%. Por otra parte, la cartera de préstamos registrada por el Sistema Financiero mostró un relativo estancamiento al crecer interanualmente solamente 0.6% a diciembre 2020.

**Liquidez Global del Sector Privado (En Millones US\$ y Variación % anual)**



Fuente: Banco Central de Reserva / Elaboración: PCR

- **El déficit fiscal alcanza cifras récord poniendo en amenaza la sostenibilidad fiscal del país.** Los principales indicadores fiscales muestran un importante deterioro al cierre del año 2020, derivado de la reducción de los ingresos

tributarios y la expansión del gasto corriente del Gobierno. En este sentido, el déficit fiscal registrado a diciembre de 2020 ascendió a US\$2,498 millones, equivalente a una expansión del 202.7%, respecto de lo reportado a diciembre de 2019, una cifra sin precedentes y equivalente a aproximadamente el 10.1% del PIB nominal estimado para 2020, un indicador récord que aumenta los riesgos de insolvencia y amenaza la sostenibilidad de las finanzas del Estado, considerando el alto endeudamiento público que asciende a aproximadamente el 91% del PIB.

**INGRESOS, GASTOS Y DÉFICIT FISCAL DEL SPNF**  
(Millones US\$)



Fuente: Banco Central de Reserva / Elaboración: PCR

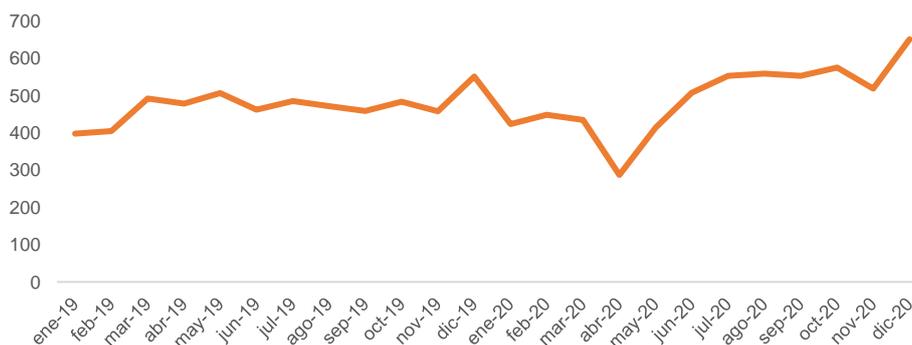
**DEUDA PÚBLICA TOTAL DEL SPNF**

Componente	2016	2017	2018	2019	2020
Deuda Pública Total	17,558	18,373	18,975	19,808	22,626
Sector Público No Financiero	12,620	13,043	13,385	13,910	16,416
Gobierno	11,862	12,038	12,413	12,900	15,436
LETES	1,073	746	817	991	1,409
Sector Público Financiero	4,726	5,177	5,476	5,788	6,042
Del cual FOP:	4,016	4,574	4,922	5,265	5,556
Deuda Externa Pública	9,317	9,675	9,565	9,981	11,153
Deuda Interna Pública	8,241	8,697	9,409	9,827	11,473

Fuente: Banco Central de Reserva / Elaboración: PCR

- Las remesas familiares mantienen buen ritmo de crecimiento, permitiendo reducir el déficit en cuenta corriente.** Las Remesas Familiares que constituyen el principal ingreso secundario de la economía, acumularon durante el año 2020 un monto de US\$5,930 millones, equivalente a una tasa de crecimiento de 4.8% respecto de diciembre de 2019 y presentando una participación de aproximadamente el 23.9% respecto del PIB, demostrando la importancia económica en el ingreso disponible de los hogares salvadoreños. Cabe destacar que las remesas familiares comenzaron su proceso de recuperación a partir del mes de mayo de 2020 después de haber alcanzado un mínimo en el mes de abril 2020 que coincide con el mes donde se decretaron restricciones a la movilidad en Estados Unidos, país de origen de aproximadamente el 96% de las remesas que recibe El Salvador.

**REMESAS FAMILIARES MENSUAL (MILLONES DE US\$)**



Fuente: Banco Central de Reserva / Elaborado: PCR.

- Los recientes resultados electorales permiten una menor polarización política.** A partir de las elecciones del 28 de febrero, el EMBI ha mantenido su tendencia hacia la baja producto de los resultados electorales para diputados y alcaldes del partido de Gobierno, lo que ha mitigado riesgos en cuanto a aprobación de futuras emisiones para el repago de deuda de corto plazo. En este sentido, al 16 de marzo el EMBI se ubicó en 5.91%, siendo uno de los indicadores más bajos desde que inició la pandemia y alejado del máximo alcanzado en el mes de mayo de 2020 (10.29%).

## Resumen de la estructura de titularización

### DETALLE DE LA EMISIÓN

CONCEPTO	DETALLE
<b>Emisor</b>	: Fondo de Titularización Ricorp Titularizadora Inmobiliaria Mesoamericana 01.
<b>Originador</b>	: Inmobiliaria Mesoamericana Sociedad Anónima de Capital Variable, que puede abreviarse Inmobiliaria Mesoamericana, S.A. de C.V.
<b>Emisión</b>	: Valores de Titularización – Títulos de Deuda con cargo al Fondo de Titularización – Ricorp Titularizadora – Inmobiliaria Mesoamericana 01, cuya abreviación es VTRTIME 01.
<b>Sociedad de Titularización</b>	: Ricorp Titularizadora, S.A. (en adelante también referida como la Titularizadora).
<b>Clase de Valor</b>	: Valores de Titularización - Título de Deuda con cargo al Fondo de Titularización – Ricorp Titularizadora – Inmobiliaria Mesoamericana 01, representados por anotaciones electrónicas de valores en cuenta.
<b>Monto de la Emisión</b>	: Hasta US\$9,300,000.00
<b>Plazo de la Emisión</b>	: El plazo de la emisión de Valores de Titularización – Títulos de Deuda, representados por anotaciones electrónicas de valores en cuenta, cuenta un plazo de hasta 120 meses, contados a partir de la fecha de colocación (20 de diciembre de 2013).
<b>Respaldo de la Emisión</b>	: El pago de los Valores de Titularización se encuentra únicamente respaldado por el patrimonio del Fondo de Titularización, constituido como un patrimonio independiente del patrimonio del Originador y de la Titularizadora. El Fondo de Titularización es constituido con el propósito principal de generar los pagos de esta Emisión, sirviéndose de la adquisición de los derechos, definidos previamente en la característica "Destino de los fondos de la emisión".
<b>Garantías de la Emisión</b>	: (i) Constitución de usufructo. El Representante de los Tenedores de Valores, constituyó el usufructo, a título gratuito y por el plazo de diez años o mientras existan obligaciones a cargo del Fondo de Titularización y a favor de los Tenedores de los Valores emitidos con cargo al mismo, a favor de Ricorp Titularizadora, S.A. en su calidad de administradora del Fondo de Titularización, sobre los bienes arrendados. (ii) Fianza Solidaria: Cartonera Centroamericana, S.A. de C.V. otorgó fianza solidaria, a efecto de garantizar todas y cada una de las obligaciones que adquirió el Fondo FTRTIME Cero Uno hacia los Tenedores de Valores emitidos con cargo al mismo. La fianza solidaria fue otorgada a favor los Tenedores de Valores por medio del Representante de los Tenedores de Valores, hasta por la cantidad equivalente en cada inicio de año al 15% del saldo de capital de la emisión, cantidad que inicialmente equivale a US\$1,395,000.00. (iii) Prenda sobre cuentas por cobrar de Cartonera Centroamericana: Debido a la cesión de derechos del Contrato de Arrendamiento, el Originador cedió el derecho que Cartonera Centroamericana le otorgó de una prenda sin desplazamiento sobre cuentas por cobrar a clientes clase "A" por un monto de US\$600,000 dólares de los Estados Unidos de América. (iv) Cuenta Restringida: se tiene acumulado un saldo mínimo de US\$219,853.76; equivalentes a dos cuotas de cesión. (v) Convenio de Administración de cuentas - Orden Irrevocable de Transferencias (OIT): Como respaldo operativo de la emisión, el Originador, Cartonera Centroamericana y la Titularizadora suscribieron un Convenio de Administración de Cuentas – OIT, con el Banco Administrador. (vi) Cuenta discrecional: se cuenta un saldo mínimo de US\$25,000 proveniente de los excedentes generados por los flujos cedidos al Fondo; y será devuelto al originador al final de la vida de la emisión. (vii) Cesión de beneficios de póliza de Lucro Cesante. Cesión de beneficios de póliza de Lucro Cesante a favor de la Arrendataria, o a cualquier tercero a quien los derechos del contrato de arrendamiento operativo le hayan sido legalmente cedidos, por seis meses de canon de arrendamiento. (viii) Cesión de beneficios de póliza de seguro contra todo riesgo sobre construcciones, mobiliario y equipo. Cesión de beneficios de póliza de seguro contra todo riesgo sobre construcciones, mobiliario y equipo, a favor de la Arrendataria, o a cualquier tercero a quien los derechos del contrato de arrendamiento operativo le hayan sido legalmente cedidos, hasta por US\$12,337,290.30.
<b>Mecanismos de Cobertura</b>	: La negociación de los tramos de oferta pública se efectuó en la Bolsa de Valores de El Salvador, por intermediación de las Casas Corredores de Bolsa, en las sesiones de negociación que se realizaron en la Bolsa de Valores de El Salvador.
<b>Negociabilidad</b>	: La Emisión de Valores de Titularización, representada por anotaciones electrónicas de valores en cuenta, se encuentra depositada en los registros electrónicos que lleva CEDEVAL, para lo cual fue necesario presentarle el Contrato de Titularización y la certificación del asiento registral que emitió la Superintendencia del Sistema Financiero, a la que se refiere el párrafo final del artículo treinta y cinco de la Ley de Anotaciones Electrónicas de Valores en cuenta.
<b>Custodia y Depósito:</b>	: A partir del quinto año de la emisión, los Valores de Titularización podrán ser redimidos total o parcialmente en forma anticipada, a un precio igual al que sea mayor entre: (1) el 100% del principal vigente de los títulos a redimir más sus intereses devengados y no pagados; o (2) la suma del valor presente de los pagos futuros de principal e intereses restantes hasta el vencimiento de la emisión descontados a la fecha de redención a la tasa aplicable de los Bonos del Tesoro de Estados Unidos de América de 5 años más 200 puntos básicos, más intereses devengados y no pagados; con un pre aviso mínimo de 90 días de anticipación el cual será comunicado a la Superintendencia del Sistema Financiero, a la Bolsa de Valores de El Salvador, a CEDEVAL y al Representante de Tenedores.
<b>Redención anticipada</b>	: Los fondos que se obtuvieron de la negociación de la presente Emisión fueron invertidos por el Fondo de Titularización para la adquisición del Contrato de Arrendamiento, cuya tradición se efectuó por medio del Contrato de Cesión y Administración de Derechos, y que incluye los derechos que como arrendante le corresponden al Originador sobre el Contrato de Arrendamiento, el cual incluye el derecho a percibir los cánones mensuales provenientes del arrendamiento de bienes inmuebles y maquinaria, entre otros derechos. Los montos establecidos serán libres de cualquier impuesto que en el futuro puedan serles aplicables, correspondiendo a Inmobiliaria Mesoamericana, el pago a la administración tributaria o a la entidad competente de todo tipo de impuestos, tasas, contribuciones especiales o tributos en general, en caso aplicase.
<b>Destino de los fondos de la emisión:</b>	: Los fondos que el Originador recibió en virtud de la cesión del Contrato de Arrendamiento que hará al Fondo de Titularización por medio del Contrato de Cesión y Administración de Derechos fueron destinados para pagar la adquisición de los bienes inmuebles y maquinaria, propiedad de Cartonera Centroamericana, objeto del Contrato de Arrendamiento.
<b>Destino de los fondos obtenidos de la cesión de derechos sobre flujos financieros futuros:</b>	: Los fondos que el Originador recibió en virtud de la cesión del Contrato de Arrendamiento que hará al Fondo de Titularización por medio del Contrato de Cesión y Administración de Derechos fueron destinados para pagar la adquisición de los bienes inmuebles y maquinaria, propiedad de Cartonera Centroamericana, objeto del Contrato de Arrendamiento.

Fuente: RICORP Titularizadora / Elaboración: PCR

## Instrumentos calificados

Las características de los instrumentos clasificados son:

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

Fuente: RICORP Titularizadora / Elaboración: PCR

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

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

Los ingresos recibidos por la colocación de los Valores de Titularización por el Fondo de Titularización (FTRTIME 01) fueron invertidos por la Sociedad Titularizadora con cargo al Fondo de Titularización, en la adquisición del Contrato de Arrendamiento, cuya tradición se efectuó por medio del Contrato de Cesión y Administración de Derechos, y que incluye los derechos que como arrendante le corresponden al Originador sobre el Contrato de Arrendamiento, el cual incluye el derecho a percibir los cánones mensuales provenientes del arrendamiento bienes inmuebles y maquinaria, entre otros derechos.

### Características de los Tramos

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

CARACTERÍSTICAS DE LOS TRAMOS								
Estado	Tramo	Monto del Tramo	Saldo a Capital	Capital Pagado	Plazo Emisión (meses)	Fecha de colocación	Fecha de vencimiento	Tasa Por Pagar
Emitido	1	\$6,510,000	\$3,380,834	\$3,129,166	120	29/5/2013	20/12/2023	7.00%
Pagado	2	\$2,790,000	-	\$2,790,000	84	29/5/2013	20/12/2020	6.50%

Fuente: RICORP Titularizadora / Elaboración: PCR

### Contrato de Cesión de Derechos de Flujos Futuros

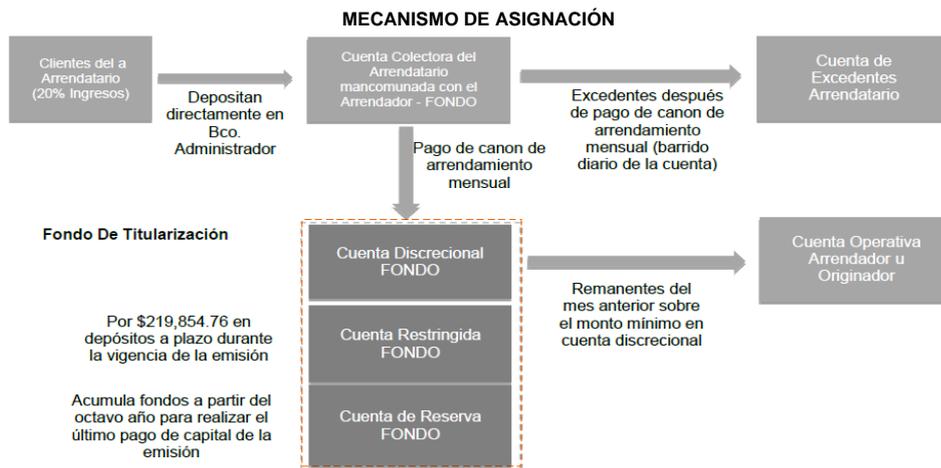
Mediante escritura pública de contrato de cesión y administración, el originador cedió de manera irrevocable, a título oneroso a Ricorp Titularizadora, S.A., en su calidad de administradora del Fondo FTRTIME 01, todos los derechos sobre los flujos financieros futuros de una porción correspondiente a los primeros ingresos percibidos mensualmente por parte del originador, descritos en el apartado anterior, hasta un monto de US\$143,530.50.

### Contrato de Cesión

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

### Descripción de los Flujos Futuros

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



### Dictamen de Valuación de los Flujos Financieros Futuros

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

### Operatividad de la Estructura de Titularización

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

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

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

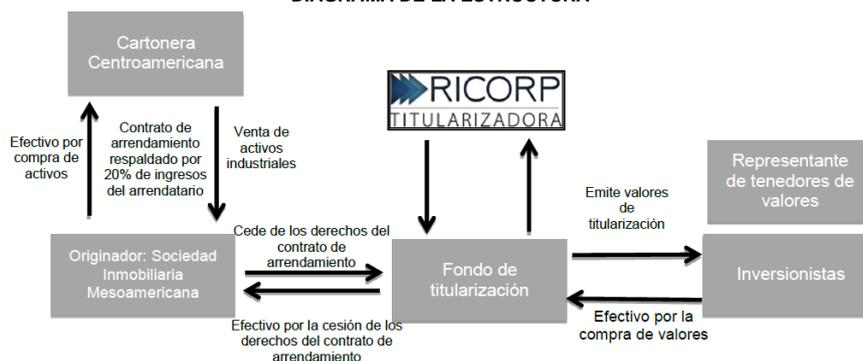
Todo pago se hará por la Titularizadora, con cargo al Fondo de Titularización, a través de la cuenta de depósito bancaria denominada Cuenta Discrecional, en cada fecha de pago en el siguiente orden:

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

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

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

#### DIAGRAMA DE LA ESTRUCTURA



Fuente: RICORP Titularizadora / Elaboración: PCR

#### Caducidad del plazo de la emisión

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

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

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

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

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

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

#### Procedimiento en Caso de Mora

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

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

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

## Resguardos financieros

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

- **La relación EBITDA entre Gastos Financieros Netos.** El EBITDA se entenderá como la Utilidad antes de Gastos Financieros, Impuesto sobre la renta, Depreciación y Amortización y otros ingresos y gastos no recurrentes de los últimos doce meses. Los Gastos Financieros Netos comprenden: los pagos de interés por préstamos bancarios, interés por emisiones de deuda bursátil, pagos de intereses por préstamos de empresas relacionadas que hayan sido contractualmente acordados y la porción de intereses de arrendamientos financieros y gastos de intereses por deudas emitidas por fondos de titularización donde la empresa sea originador directo; menos ingresos financieros por pagos de intereses por préstamos a terceros o empresas relacionadas que hayan sido contractualmente acordados de los últimos doce meses. El cálculo de esta razón financiera se realizará trimestralmente, a partir de estados financieros trimestrales, a más tardar veinte días después del cierre de cada trimestre, excepto en diciembre cuyo cálculo se realizará con estados financieros auditados a más tardar el treinta de marzo del año siguiente. A diciembre de 2020, el ratio resultó de 10.07 veces.
- **Pasivo Ajustado entre Patrimonio.** Para el cálculo de esta razón, el Pasivo Ajustado se entenderá como la suma de cualquier pasivo proveniente de deuda bancaria y bursátil en los estados financieros de la Sociedad Inmobiliaria Mesoamericana, S.A. de C.V. más financiamiento de partes relacionadas, más saldos de capital de arrendamientos financieros, más el saldo de capital de cualquier fondo de titularización donde la empresa sea originador directo menos cualquier saldo en cuentas restringidas o cuentas de reservas de efectivo. El Patrimonio incluye: Capital Social, Reserva Legal, otras Reservas, Superávit por revaluación de activos (en caso de que sea depreciable), utilidades retenidas, y cualquier otra cuenta registrada en las cuentas de Patrimonio. El cálculo de esta razón financiera se realizará trimestralmente, a partir de estados financieros trimestrales, a más tardar veinte días después del cierre de cada trimestre, excepto en diciembre cuyo cálculo se realizará con estados financieros auditados a más tardar el treinta de marzo del año siguiente. A diciembre de 2020, el ratio resultó de 0.55 veces.
- **Pasivo Ajustado entre EBITDA.** Ambos factores se definen en los apartados anteriores. El cálculo de esta razón financiera se realizará trimestralmente, a partir de estados financieros trimestrales, a más tardar veinte días después del cierre de cada trimestre, excepto en diciembre cuyo cálculo se realizará con estados financieros auditados a más tardar el treinta de marzo del año siguiente. A diciembre 2020, el ratio resultó de 1.57 veces.

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

Trimestre 28	EBITDA entre Gastos Financieros Netos (mínimo)	Pasivo Ajustado entre Patrimonio (máximo)	Pasivo Ajustado entre EBITDA (máximo)
Resguardo financiero	3.00	4.00	6.00
Reportado a diciembre 2020	10.07	0.55	1.57

**Fuente:** RICORP Titularizadora / **Elaboración:** PCR

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

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

**Fuente:** Cartonera Centroamericana / **Elaboración:** PCR

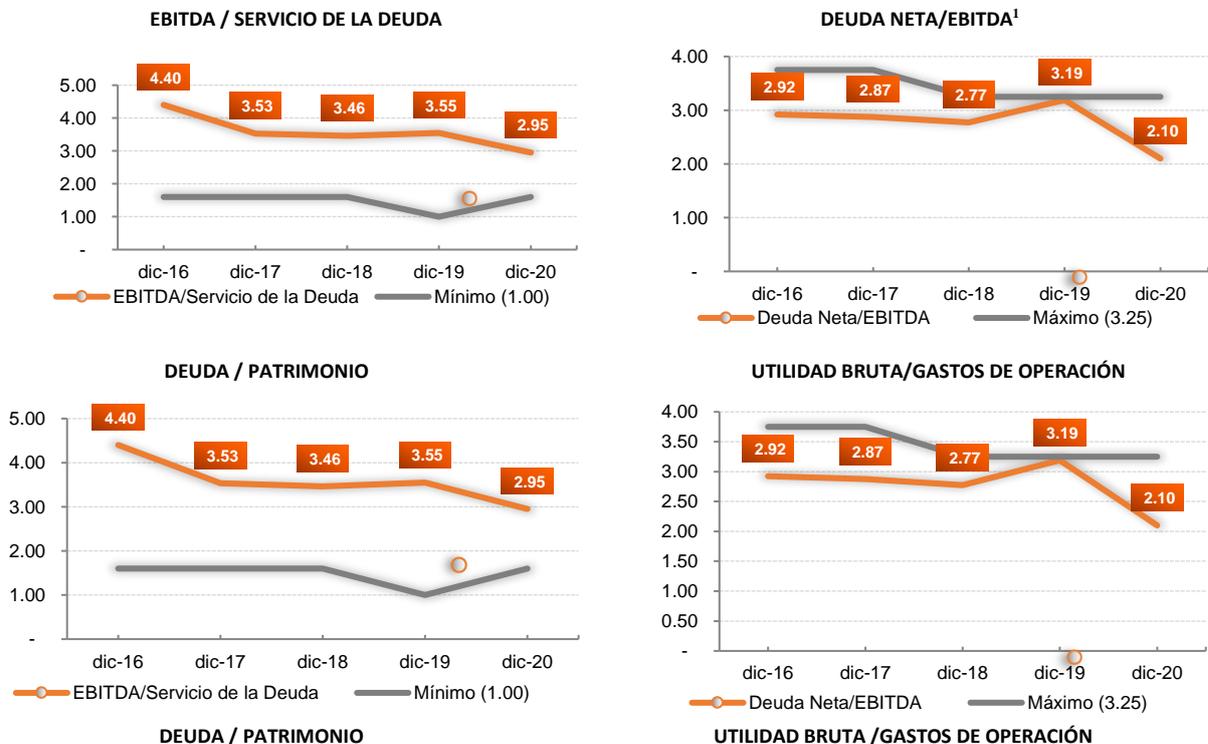
De acuerdo con en el Contrato de Arrendamiento Operativo original, así como las modificaciones realizadas en el mes de julio 2020, Cartonera Centroamericana se compromete a mantener las siguientes razones financieras:

- **Razón entre EBITDA y el servicio de la deuda.** El EBITDA se entenderá como la Utilidad antes de Gastos Financieros, Impuesto sobre la Renta, Depreciación y Amortización y otros ingresos y gastos no recurrentes de los últimos doce meses. El servicio de la deuda comprende la amortización de capital para los próximos

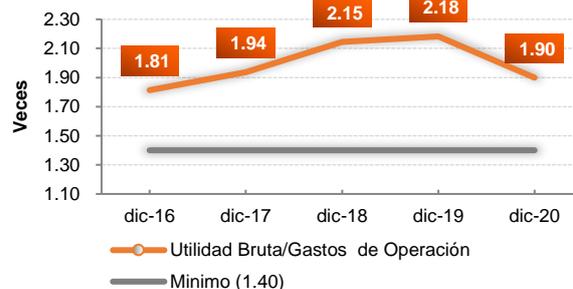
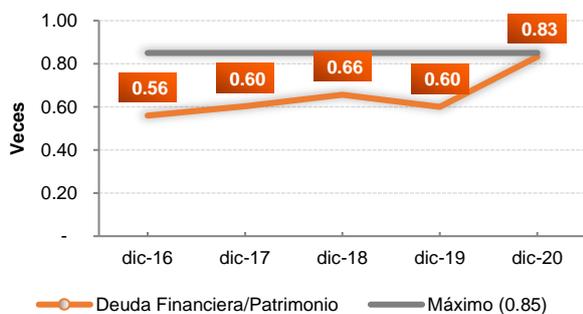
doce meses de porción corriente de deuda bancaria a largo plazo, bursátil, préstamos con partes relacionadas, arrendamientos financieros y deudas emitidas por fondos de titularización donde la empresa sea originador directo, más el pago de intereses de los últimos doce meses sobre deuda bancaria, bursátil, préstamos de partes relacionadas, arrendamientos financieros y deudas emitidas por fondos de titularización donde la empresa sea originador directo. A diciembre de 2020, dicho indicador resultó en 2.95 veces, superior al mínimo establecido (1.0 veces).

- **Deuda entre Patrimonio.** La Deuda se entenderá como la deuda total bancaria y bursátil incluyendo préstamos bancarios a corto plazo, vencimiento corriente de préstamos bancarios a largo plazo, préstamos bancarios a largo plazo, financiamiento bursátil a corto y largo plazo, más financiamiento de partes relacionadas, más financiamiento a través de arrendamientos financieros, más saldos de capital de deuda emitida por fondos de titularización donde la empresa sea originador directo. A diciembre 2020, la razón se calculó en 0.83 veces, inferior al máximo establecido (0.85 veces).
- **Deuda Neta entre EBITDA.** Para el cálculo de esta razón financiera, se entenderá por Deuda Neta el saldo de la Deuda total bancaria y bursátil incluyendo préstamos bancarios a corto plazo, financiamiento bursátil a corto y largo plazo, más financiamiento de partes relacionadas, más financiamiento a través de arrendamientos financieros, más saldos de capital de deuda emitida por fondos de titularización donde la empresa sea originador directo; menos la cuenta de "Caja y Bancos" de CARSA. El EBITDA se entenderá como la utilidad antes de Gastos Financieros, Impuesto Sobre la Renta, Depreciación y Amortización y otros ingresos y gastos no recurrentes de los últimos doce meses. El cálculo de esta razón se realizará trimestralmente, a partir de estados financieros trimestrales, a más tardar veinte días después del cierre de cada trimestre, excepto en diciembre cuyo cálculo se realizará con estados financieros auditados a más tardar el treinta de marzo del año siguiente. A diciembre de 2020 fue de 2.10 veces, inferior al máximo exigido (3.25 veces).
- **Utilidad Bruta entre Gastos de operación.** Para el cálculo de esta razón financiera, se entenderá por Utilidad Bruta los ingresos por ventas netas de comisiones, descuentos y bonificaciones, más otros ingresos de operación, menos el costo de ventas de los últimos doce meses, excluyendo el gasto depreciación de activos. Los Gastos de Operación incluyen los gastos de administración, gastos de distribución y venta incluyendo cualquier gasto por renta o arrendamiento contractual de los últimos doce meses, excluyendo gastos por depreciación de activos. A diciembre de 2020, la razón financiera resultó en 1.94 veces, superior al mínimo requerido (1.40 veces).
- **Cuentas por cobrar relacionadas entre Patrimonio.** Para el cálculo de esta razón se considerarán las cuentas por cobrar a compañías relacionadas a corto y largo plazo. Se entenderá como Patrimonio el Capital Social, la Reserva Legal, otras Reservas, el Superávit por revaluación de activos (en caso de que sea depreciable), las Utilidades retenidas y cualquier otra cuenta registrada en las cuentas de Patrimonio. A diciembre de 2020 el indicador se ubicó en 0.40 veces, similar al máximo exigido (0.40 veces).

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

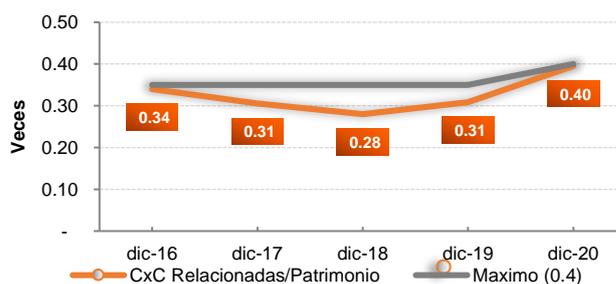


¹ A diciembre de 2020, como resultado de la modificación al contrato de arrendamiento, la razón financiera DEUDA / EBITDA fue sustituida por DEUDA NETA/EBITDA.



Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

#### CXC RELACIONADAS / PATRIMONIO



Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

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

#### Mecanismo acelerado de transferencia de los cánones

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

#### Mecanismo preventivo de transferencia de los cánones

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

#### Análisis de la Estructura

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

Al tratarse de una titularización de derechos sobre flujos futuros, cobra mayor importancia la capacidad de la entidad originadora (Inmobiliaria Mesoamericana S.A.), de crear y mantener dichos flujos que respalden la Emisión. Si la

entidad cesa la capacidad de generarlos (flujos futuros), los inversionistas sufrirán pérdidas si los mecanismos de seguridad no son suficientes para cubrir el posible déficit. Esta posibilidad de deterioro en la generación de nuevos activos es la que determina que, en una titularización de derechos sobre flujos futuros, la clasificación de riesgo de la transacción esté fuertemente ligada al desempeño de la entidad que origina los flujos.

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

Es importante destacar que, en caso de que Inmobiliaria Mesoamericana incumpla algunos de sus indicadores en los plazos estipulados, resultaría en cumplir la condición resolutoria<sup>2</sup> al suceder cualquiera de los supuestos descritos en el contrato.

### Perfil de la Titularizadora

RICORP Titularizadora, Sociedad Anónima, fue constituida el día 11 de agosto de 2011, en donde su clasificación favorable fue otorgada por la Superintendencia del Sistema Financiero el 23 de agosto de 2011. La finalidad de RICORP Titularizadora continúa siendo a la fecha de análisis la de constituir, integrar y administrar Fondos de Titularización de conformidad con la Ley de Titularización de Activos, y emitir valores con cargo a dichos Fondos.

### Accionistas y Junta Directiva

En el siguiente cuadro se detallan los principales accionistas y directivos que conforman a RICORP Titularizadora, S.A., según credencial inscrita en el Registro de Sociedades en fecha 16 de octubre de 2020.

JUNTA DE ACCIONISTAS	
ACCIONISTA	PARTICIPACIÓN ACCIONARIA
RICORP S.A. de C.V.	99.9999 %
Remo José Martín Bardi	0.0001 %
<b>Total</b>	<b>100%</b>

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

JUNTA DIRECTIVA	
Nombre	Cargo
Rolando Arturo Duarte Schlageter	Presidente
Manuel Roberto Vieyetz Valle*	Vicepresidente
José Carlos Bonilla Larreynaga	Secretario
Víctor Silhy Zacarías	Propietario
Ramón Arturo Álvarez López	Propietario
Enrique Borgo Bustamante	Propietario
Francisco Javier Enrique Duarte Schlageter	Propietario
José Miguel Carbonell Belismelis	Suplente
Juan Alberto Valiente Álvarez	Suplente
Enrique Oñate Muyschondt	Suplente
Miguel Ángel Simán Dada	Suplente
Vacante	Suplente
Carlos Zaldívar	Suplente
Guillermo Miguel Saca Silhy	Suplente

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

### Experiencia y participación de mercado

La Titularizadora es una empresa autorizada por el regulador local para operar como Sociedad Titularizadora, a partir del 23 de agosto de 2011. La Ley de Titularización de Activos fue aprobada en noviembre de 2007 y su normativa de aplicación, recién a inicios de 2010.

La entidad cuenta con ejecutivos que poseen años de experiencia en la emisión de valores bursátiles tanto en mercados locales como internacionales, lo que ha hecho posible que la Titularizadora a la fecha de análisis cuente con diversas emisiones dentro del mercado de valores salvadoreño.

### Resultados financieros

Por la naturaleza del negocio de la Titularizadora, es de vital importancia evaluar el riesgo de liquidez de la compañía, en ese sentido, al cierre de diciembre de 2020 la Titularizadora presentó en su razón corriente una liquidez de 29.8 veces (diciembre 2019: 10.3 veces), significando una holgada capacidad financiera para responder a sus obligaciones de corto plazo.

Componentes	LIQUIDEZ (VECES)				
	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20
Liquidez Corriente	15.2	12.8	11.8	10.3	29.8
Liquidez General	15.5	13.0	12.0	10.8	30.8

*Fuente: SSF / Elaboración: PCR*

Asimismo, producto de la reducción en el patrimonio (-17.1%), el comportamiento a la baja de los activos totales de (-22.3%) y el decremento interanual de la utilidad neta en 88.5%, los indicadores de rentabilidad con respecto a sus activos (ROA) y patrimonio (ROE) reportaron caídas importantes. El ROA pasó de ubicarse en 20% para diciembre

<sup>2</sup> El Fondo de Titularización se encuentra sujeto a condición resolutoria de acuerdo a lo establecido en los artículos mil trescientos cincuenta y mil trescientos cincuenta y ocho del Código Civil.

2019 a situarse en 3% al cierre del 2020, demostrando una menor capacidad de los activos de la Titularizadora en la generación de utilidades. Asimismo, el ROE desmejoró en 18.9 p.p. cerrando en 3.1%, demostrando un nivel más ajustado de rentabilidad para retribuir a los accionistas.

ROA Y ROE ANUALIZADO (%)					
	Rentabilidad (%)				
ROA	10.7%	13.2%	16.9%	20.0%	3.0%
ROE	11.5%	14.3%	18.5%	22.0%	3.1%

Fuente: SSF / Elaboración: PCR

## Análisis del Originador

### Reseña de Inmobiliaria Mesoamericana

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

### Filosofía de la Organización

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

- **Identidad:** Una sociedad caracterizada por conducirse en el mercado con calidad y decencia, reconociendo que todo comportamiento ético guarda relación directa con la dignidad de la persona humana. Asimismo, la entidad se compromete a llevar sus negocios con transparencia, respeto absoluto de la ley y a observar las disposiciones institucionales, así como las reglamentarias.
- **Ética realista:** Con el propósito de evitar los abusos que se puedan presentar en el mundo de los negocios, en el ámbito comercial, en el laboral, así como en el accionar empresarial, se adoptan normas de conducta que recogen la filosofía de carácter ético respaldada por los accionistas y directores.
- **Confidencialidad:** El personal de la empresa reconoce que existe un compromiso con la empresa para que toda la información que sea de su conocimiento no pueda ser divulgada a terceros, aun después del cese de su cargo.
- **Conducta para hacer negocios:** Cualquier negocio o gestión que realice la sociedad deberá realizarse bajo los principios de la ética y el cumplimiento de la ley.
- **Preservación de los activos:** La empresa, consciente que posee activos de gran valor, algunos tangibles y otros intangibles, los preserva con responsabilidad y esmero.

### Gobierno Corporativo

De acuerdo con el análisis efectuado por PCR, Inmobiliaria Mesoamericana cuenta con un nivel de desempeño Óptimo<sup>3</sup> respecto a sus prácticas de Gobierno Corporativo.

Dentro de los aspectos de Gobierno Corporativo, la Inmobiliaria cuenta con una política integral establecida, la cual considera los derechos y obligaciones de los accionistas y los miembros de la Junta Directiva, asimismo, cuenta con políticas de información, convocatoria, presentación, delegación de votos y conformación del Directorio. Cabe destacar que, de acuerdo con sus estatutos los miembros que conforman el Directorio no deben ser empleados de la compañía y además no deben tener vínculos 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%
<b>Total Acciones Suscritas y Pagadas</b>	<b>23,017</b>	<b>100%</b>

Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

### Principales Accionistas

- **Casa de Oro Q**  
Casa de Oro Q es un corporativo integrado por tres empresas dedicadas a actividades relacionadas a descuento de documentos, arrendamiento de activos fijos, leasing, proyectos de energía renovable, entre otros los cuales se detallan a continuación:

<sup>3</sup> En la evaluación de Gobierno Corporativo, el nivel Óptimo es equivalente a la categoría GC2 en una escala de 6 niveles, donde GC1 es la categoría máxima y GC6 es la mínima.

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 LATIN AMERICAN KRAFT, 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 período de siete años, quedando incorporada de la siguiente manera:

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

Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

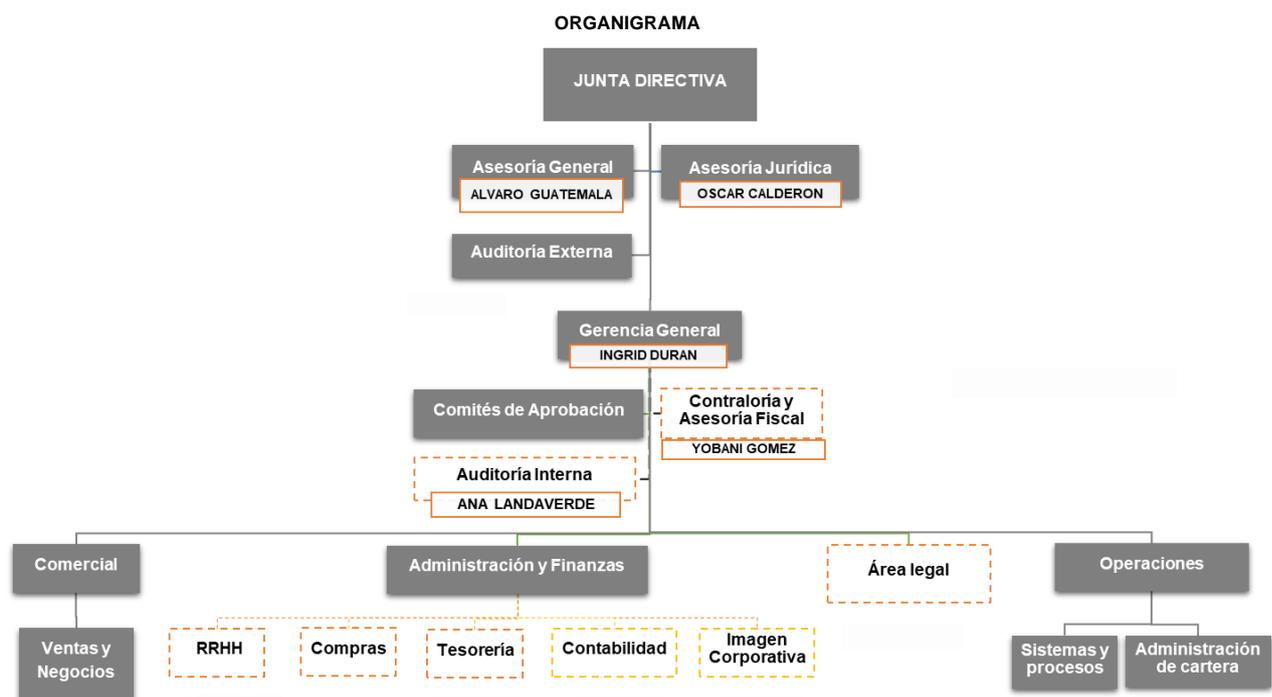
### Plana Gerencial

En opinión de PCR, la sociedad posee personal capacitado y con experiencia en la dirección de las diferentes áreas estratégicas. Al cierre de 2020, la compañía cuenta con una 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

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



Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana

## Responsabilidad Social Empresarial

De acuerdo con el análisis efectuado por PCR, Inmobiliaria Mesoamericana cuenta con un nivel de desempeño Óptimo<sup>4</sup> respecto a sus prácticas de Responsabilidad Empresarial.

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

## Productos y estrategia corporativa

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

- Arrendamiento de Inmuebles
- Arrendamiento de Maquinaria y Equipo
- Arrendamiento de Vehículos Automotores
- Crédito para Capital de Trabajo (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 cierre del año 2020, los activos totales de Inmobiliaria Mesoamericana se ubicaron en US\$22,884.1 miles, equivalentes a un incremento de US\$5,204.7 miles (+29.44%) asociado al aumento de préstamos por cobrar de clientes y otras cuentas por cobrar, las cuales totalizaron un monto de US\$3,005.6 millones, como resultado del otorgamiento de líneas de crédito rotativas a clientes terceros las cuales tiene un plazo de hasta 12 meses y US\$4,350 miles otorgados a partes relacionadas como préstamos de corto plazo, el cual será pagadero a su vencimiento y con una tasa promedio de interés del 9.6%. Adicionalmente, el efectivo de la inmobiliaria se ubicó en US\$268.4 miles, por encima del reportado a diciembre de 2019, como parte de los lineamientos emitidos por la Junta Directiva para mantener suficientes saldos en caja y bancos, para poder garantizar el pago oportuno de sus obligaciones más próximas. Por su parte, la Propiedad, planta y equipo reportó un moderado crecimiento de 0.90% correspondiente a las mejoras y actualizaciones a instalaciones y Edificio.

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

Componente	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20
<b>Activos</b>					
Efectivo	67.3	201.9	177.4	138.5	48.5
Cuenta por cobrar- CR	100.0	62.9	53.7	53.7	53.7
Cuentas por cobrar cuenta restringida	219.9	219.9	219.9	219.9	219.9
Préstamos por cobrar a clientes y otras ctas. por cobrar	39.2	36.6	38.8	34.8	3,005.6
Gastos pagados por anticipado	-	-	7.9	84.2	140.8
Préstamos por cobrar a partes relacionadas a corto plazo	-	-	-	-	4,350.0
Propiedad, planta y equipo	12,874.4	13,172.1	13,788.3	12,828.3	12,944.2
Préstamos a compañías relacionadas LP	3,500.0	3,500.0	3,500.0	3,500.0	1,500.0
Activo por impuesto diferido	384.0	318.4	-	-	-
Activo por derecho de uso	-	-	-	820.3	621.4
<b>Total activos</b>	<b>17,946.9</b>	<b>17,795.7</b>	<b>17,785.9</b>	<b>17,679.7</b>	<b>22,884.1</b>

Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

En cuanto a la estructura de los activos, la Propiedad, Planta y Equipo neto registra una participación de 52.02%, inferior al reportado en diciembre 2019 (76.09%); En cuanto a la estructura de los activos fijos de Inmobiliaria Mesoamericana, la Maquinaria y Equipo representan aproximadamente el 51.0%, seguido por un Edificio donde se ubican las oficinas de Carsa y un Terreno, cuyas participaciones son de 24.6% y 21.2%, respectivamente.

Los préstamos a compañías relacionadas a corto plazo se ubican en segundo lugar con un monto de US\$4,350.0 miles, representando el 19.01% de los activos, seguido de los préstamos por cobrar a clientes y otras cuentas por

<sup>4</sup> La evaluación de Responsabilidad Social, el nivel Óptimo es equivalente a la categoría RSE2 en una escala de 6 niveles, donde RSE1 es la categoría máxima y RSE6 es la mínima.

cobrar las cuales incrementan su nivel de participación respecto a los activos totales, registrando 13.13% al período de análisis, cuya participación corresponde principalmente por los montos adeudados de clientes por operaciones de factoraje y líneas de créditos de capital de trabajo o rotativo?.

## Pasivos

A diciembre 2020, los pasivos totales de la Inmobiliaria se ubicaron en US\$14,561.1 miles, equivalente a un incremento de US\$4,137.81 (39.70%) respecto de diciembre 2019, como resultado del alza en los préstamos y obligaciones financieras de corto plazo (+332.12%), especialmente por la emisión de papel bursátil (US\$6,515.0 miles) que contrarrestó la reducción del pasivo financiero por 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-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20
<b>Préstamos y obligaciones financieras CP</b>	<b>2,090.1</b>	<b>2,386.8</b>	<b>1,905.1</b>	<b>2,026.3</b>	<b>8,756.1</b>
Proveedores y otras cuentas por pagar	64.9	81.3	247.5	74.7	117.1
Préstamos – CR	478.1	509.6	197.4	485.3	436.7
Porción circulante préstamo bancario	62.4	193.4	203.2	190.2	860.3
Vencimiento corriente de pasivo financiero por titularización	838.0	857.9	925.6	996.4	562.2
Vencimiento corriente de pasivo por arrendamiento	-	-	-	176.6	103.2
Papel Bursátil por pagar a corto plazo	-	-	-	-	6,515.0
Provisiones	50.0	70.9	91.6	103.1	161.7
<b>Préstamos y obligaciones financieras LP</b>	<b>11,967.8</b>	<b>10,984.2</b>	<b>9,545.3</b>	<b>8,396.9</b>	<b>5,804.9</b>
Pasivo financiero de titularización	6,262.1	5,279.3	4,364.8	3,366.1	2,803.9
Préstamos bancarios a LP	136.6	564.5	358.3	378.6	341.2
Pasivo por arrendamiento a LP	-	-	-	223.4	120.1
Certificados de inversión de deuda a LP	3,500.0	3,500.0	3,500.0	3,500.0	1,500.0
ISR Diferido	898.5	974.2	895.7	928.9	1,039.7
<b>Total Pasivos</b>	<b>14,057.9</b>	<b>13,371.0</b>	<b>11,450.4</b>	<b>10,423.3</b>	<b>14,561.1</b>

Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

Al período de análisis, el 60.13% de los pasivos totales registrados por la Inmobiliaria Mesoamericana corresponden a préstamos y obligaciones de corto plazo, superior en 40.69 p.p. respecto a la participación reportada en diciembre de 2019; mientras que el 39.87% están vinculados a los préstamos y obligaciones financieras de largo plazo, en este sentido el pasivo financiero por titularización a largo plazo tiene una participación de 19.26% sobre el total de los pasivos, menor al 32.29% de diciembre de 2019 y corresponde al Fondo de Titularización Ricorp Titularizadora – Inmobiliaria Mesoamericana Cero Uno (FTRTIME01) suscrito en diciembre de 2013 por un monto de US\$9,300 miles mediante dos tramos; el tramo 1, por un monto de US\$6,510 miles a un plazo de 10 años y una tasa de interés de 7% y el tramo 2, por un monto de US\$2,790 miles a un plazo de 7 años y una tasa de interés de 6.5%<sup>5</sup>. Mientras que el segundo pasivo de mayor importancia a largo plazo son los Certificados de Inversión, los cuales representan a diciembre 2020 el 10.30% 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\$8,323 miles, equivalente a un incremento de US\$1,066.7 miles (+14.70%) respecto a diciembre 2019, como resultado del incremento de las utilidades retenidas las cuales se ubicaron en US\$5,163.8 miles, reflejando una tasa de crecimiento de 59.74%, 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\$1,931.14 miles<sup>6</sup>. Asimismo, la utilidad del período se ubicó en US\$1,066.6 miles, equivalente a un incremento de 15.82% respecto a diciembre 2019.

ESTRUCTURA DEL PATRIMONIO (MILES DE US\$)					
Componente	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20
<b>Patrimonio</b>					
Capital social	2,301.7	2,301.7	2,301.7	2,301.7	2,301.7
Reserva Legal	103.5	163.3	231.2	302.1	394.6
Superávit por revaluación	-	-	544.0	499.0	462.9
Utilidades retenidas	557.9	536.6	1,912.6	3,232.7	4,097.2
Utilidades (Pérdidas) de Período	925.9	1,423.1	1,345.9	920.9	1,066.6
<b>Total patrimonio</b>	<b>3,889.0</b>	<b>4,424.7</b>	<b>6,335.5</b>	<b>7,256.4</b>	<b>8,323.0</b>

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.

<sup>5</sup> A la fecha de análisis, el tramo 2 registra un saldo a capital de US\$3,380,833.8 y el tramo 2 fue pagado en su totalidad el 20 de diciembre de 2020.

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

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 pagaré general por el valor total de la operación. En este sentido podrán ser aceptadas garantía hipotecaria, prendaria, seguros de crédito, firma solidaria de una o más empresas afiliadas, etc. Cabe aclarar que para todo tipo de operación la compañía buscará equiparar las operaciones activas y pasivas, buscando congruencia en los plazos y las tasas de interés.

Además, la compañía cuenta con una política sobre la administración y segmentación del riesgo, la cual permite categorizar a sus clientes con base a su nivel de riesgo, tomando en cuenta las recomendaciones del Grupo de Acción Financiera Internacional (GAFI)<sup>7</sup> contra el lavado de dinero, el financiamiento del terrorismo y el financiamiento de la proliferación de armas de destrucción masiva.

#### **Análisis de cartera de crédito**

##### **Préstamos por cobrar a corto plazo**

Las condiciones de los préstamos por cobrar a corto plazo por \$4,350,000, otorgados a compañías relacionadas, son las siguientes:

- Préstamo otorgado el 7 de julio de 2020, por un monto de \$300,000, pagadero al vencimiento, a una tasa de interés de 9% sobre saldos
- Préstamo otorgado el 7 de julio de 2020, por un monto de \$1,450,000, pagadero al vencimiento, a una tasa de interés de 8.5% sobre saldos.
- Préstamo otorgado el 7 de julio de 2020, por un monto de \$600,000, pagadero al vencimiento, a una tasa de interés de 9% sobre saldos.
- Préstamo otorgado el 18 de junio 2020, por un monto de \$2,000,000 a un año plazo, con vencimiento el 18 de junio de 2021, a una tasa de interés de 12% anual sobre saldos.

##### **Préstamos por cobrar a largo plazo**

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, la 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, la 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.

<sup>7</sup> Grupo de Acción Financiera Internacional (GAFI). Es un ente intergubernamental establecido en 1989, cuyo objetivo es fijar estándares y promover la implementación efectiva de medidas legales, regulatorias y operativas para combatir el lavado de activos, el financiamiento del terrorismo y el financiamiento de la proliferación de armas de destrucción masiva, y otras amenazas a la integridad del sistema financiero internacional.

- 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**

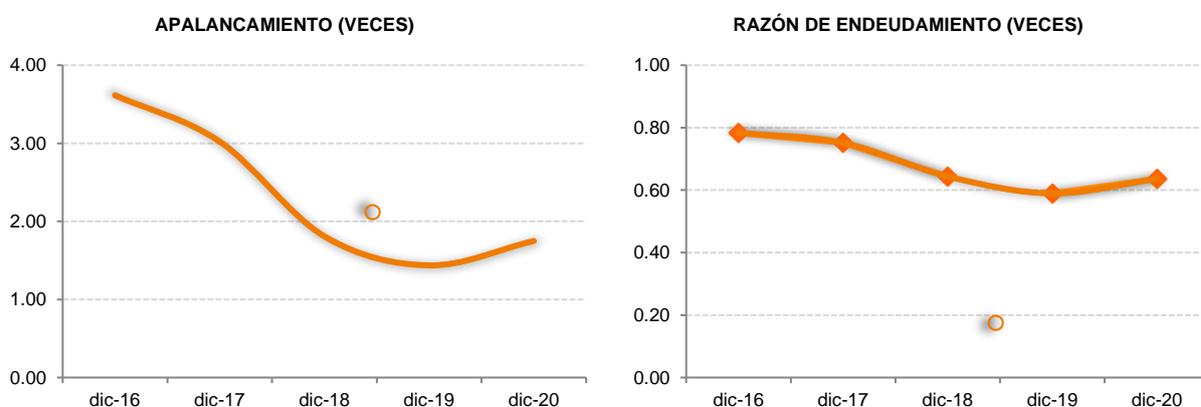
La Inmobiliaria mantiene la respectiva Supervisión y Control de las operaciones que desarrolla, entre las cuales se incluyen:

- 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**

Inmobiliaria Mesoamericana ha mantenido una fuerte solvencia producto de la retención de utilidades de períodos anteriores y que se derivan de la estabilidad de sus ingresos provenientes de compañías relacionadas. Asimismo, ante el incremento de las utilidades del período (+15.82%) el patrimonio resultó fortalecido, evidenciando un crecimiento interanual del 14.70% (+US\$145.70 millones). No obstante, al cierre de 2020 se observa un moderado incremento en sus niveles de deuda producto de su estrategia de financiamiento para la colocación de créditos en líneas rotativas, factoraje, entre otras. En este sentido, el índice de apalancamiento se ubicó en 1.75 veces, siendo superior al 1.44 veces.

Por su parte, la razón de endeudamiento (Pasivo total/Activo total) se ubicó en 0.64 veces, por encima del reportado en diciembre de 2019 (0.59 veces), como resultado del incremento de los pasivos totales (39.70%) respecto al desempeño de los activos totales, los cuales crecieron 29.44% respecto a diciembre de 2019.



Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

### **Resultados Financieros de Inmobiliaria Mesoamericana**

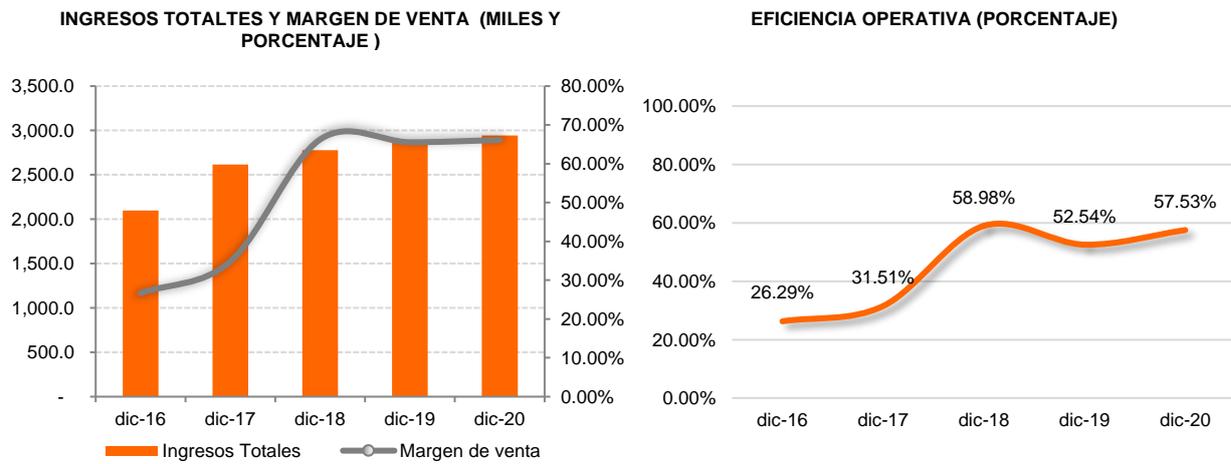
Al cierre de 2020, los ingresos por actividades de arrendamientos reportados por Inmobiliaria Mesoamericana ascienden a US\$2,943.0 miles, equivalentes a un leve incremento de US\$70.12 miles (+2.44%) respecto a diciembre 2019, debido al incremento de los ingresos por arrendamiento de maquinaria y vehículos (+4.4%). Cabe mencionar que Inmobiliaria Mesoamericana tiene contratos de arrendamientos con empresas relacionadas las cuales percibe el

100% de sus ingresos, siendo los más representativos suscritos con Carsa, cuyos ingresos equivalentes 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 arrendamiento de terreno, edificio y dos maquinarias industriales a un monto total de US\$16,730.13 miles, suscrito para un plazo de 10 años a partir de diciembre de 2013.

Los costos totales por arrendamiento se ubicaron en US\$997.3 miles, equivalente a un ligero incremento de US\$7.45 miles (+0.75%) respecto a diciembre de 2020, asociado al incremento de los gastos de mantenimiento. En este sentido, la utilidad bruta se registró en US\$1,945.8 miles, reflejando una tasa de crecimiento interanual de 3.33% lo cual generó un margen de venta de 66.11%, superior al reportado en diciembre 2019 (65.55%), debido a los ingresos crecieron en mayor proporción que los costos.

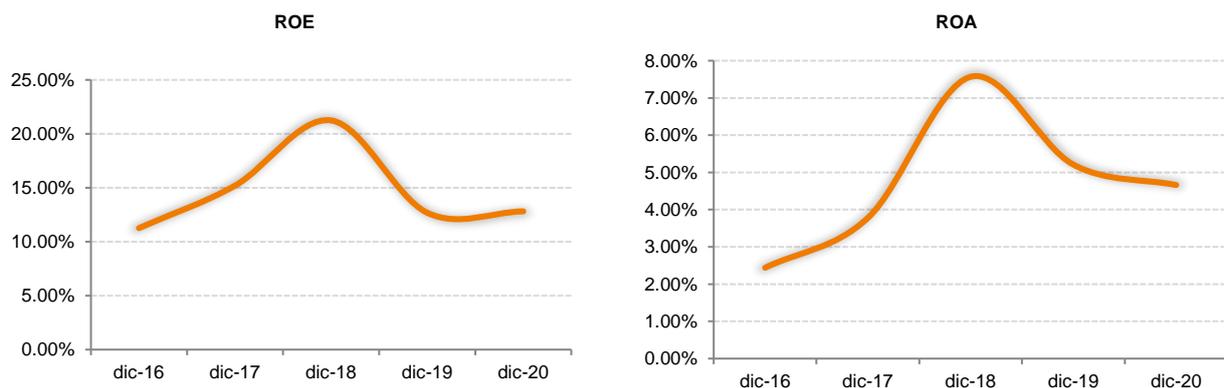
Como parte de los principales lineamientos estratégicos de IME, la colocación de créditos de capital de trabajo a través de líneas rotativas y factoraje, así como los préstamos a compañías relacionadas, han generado ingresos por dichas operaciones, devengando los US\$618.59 miles en concepto de intereses, evidenciando un crecimiento del 39.71% respecto a diciembre 2019 (US\$442.78 miles).

Por su parte, el indicador de eficiencia operativa se ubicó en 57.53%, superior al reportado en diciembre de 2019 (52.54%), como resultado del mayor incremento de los ingresos respecto a los gastos operativos, los cuales siguen siendo congruentes con los lineamientos estratégicos de la inmobiliaria en cuanto a la búsqueda de eficiencia por medio de una organización más pequeña, es decir, con baja carga administrativa.



Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

Para finalizar, la utilidad neta se ubicó en US\$1,066.63 miles, equivalente a una tasa de crecimiento de 15.82%, impulsado por el aumento en el margen bruto. De acuerdo con lo anterior, la rentabilidad sobre el patrimonio (ROE) se ubicó en 12.82%, evidenciando una mejor posición respecto al cierre de 2019 (12.69%). Por su parte, el rendimiento sobre activos (ROA) se ubicó en 4.66%, ligeramente inferior al reportado en diciembre 2019 (5.21%), como resultado del incremento de los activos de la compañía, quienes mostraron un mayor crecimiento respecto a las utilidades del periodo.



Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

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

### Reseña

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

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

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

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

## Gobierno Corporativo

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

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

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

### Riesgo crediticio

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

### Riesgo de tipo de cambio e interés

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

### Riesgo tecnológico

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

## Productos y estrategias

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

### Segmentos

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

### Líneas de productos

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

## Análisis cuantitativo de CARSA

### Análisis Financiero

#### Activos

A diciembre de 2020, los activos totales de Cartonera Centroamericana se ubicaron en US\$39,689.7 miles, registrando un aumento interanual de 5.77% (US\$2,163.8), asociado al incremento del efectivo (+80.09%), 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. Por su parte, las cuentas por cobrar a relacionadas muestran un crecimiento interanual de 20.01%(US\$1.3 millones), como resultado de dar mayor plazo de pago a sus empresas relacionadas.

ACTIVOS (EN MILES US\$)					
Componente	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20
Efectivo	4,804.9	6,555.7	3,785.3	5,011.0	9,024.4
Cuentas por cobrar Netas	3,818.7	4,897.4	6,090.1	6,868.6	4,818.6
Cuentas por cobrar – CR	6,232.3	5,838.0	5,601.2	6,593.1	7,915.7
Inventarios netos	5,309.9	5,675.6	7,147.9	6,213.8	5,158.0
Gastos Pagados por anticipado	547.0	479.2	472.5	378.5	385.6
Propiedad, planta y equipo neto	11,064.8	12,246.4	12,561.3	12,460.9	12,052.7
Activos intangibles y otros	7.6	3.7	-	-	334.7
<b>Total de Activos</b>	<b>31,785.2</b>	<b>35,696.0</b>	<b>35,658.3</b>	<b>37,525.9</b>	<b>39,689.7</b>

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

En cuanto a la estructura de los activos de la compañía, el 22.74% lo componen el efectivo, superior al 13.35% reportado en diciembre 2019, mientras que las cuentas por cobrar netas representaron el 12.14%, menor a las reportadas en diciembre de 2019 (18.30%). Por su parte, la propiedad planta y equipo representó el 30.37%.

#### Pasivos

Al período de análisis, los pasivos totales de Cartonera Centroamericana fueron de US\$19,669.5 miles, observando un incremento interanual de US\$3,490.5 miles (21.57%) respecto a diciembre 2019, resultado de los préstamos adquiridos con instituciones financieras locales los cuales alcanzaron un saldo de US\$7,594.2 miles, como parte del plan de financiamiento de la compañía para mantener adecuados niveles de liquidez. A diciembre 2020, Cartonera Centroamericana mantiene préstamos fiduciarios otorgados por Inmobiliaria Mesoamericana, S.A. de C.V. De acuerdo con el contrato suscrito en mayo 2014, se establecen las siguientes condiciones; el primer préstamo por la cantidad de US\$1,500 miles con vencimiento en el año 2021 y el segundo préstamo por un monto de US\$2,000 miles con vencimiento en el año 2024 y devengando una tasa de interés de 11.0% y 11.5% respectivamente.

PASIVOS (EN MILES US\$)					
Componente	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20
Proveedores y otras cuentas por pagar	1,855.6	3,949.3	1,540.3	1,649.2	1,179.9
Cuentas por pagar - CR	389.0	407.2	203.1	208.8	553.9
Préstamos bancarios a CP	6,763.8	8,042.6	6,804.8	6,239.7	5,576.2
Provisiones	609.6	351.4	475.5	1,213.4	963.2
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	7,594.2
Obligaciones laborales	-	-	-	302.1	302.1
ISR Diferido	320.4	320.4	302.1	-	-
<b>Total Pasivos</b>	<b>13,438.4</b>	<b>16,570.9</b>	<b>15,656.6</b>	<b>16,179.0</b>	<b>19,669.5</b>

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

#### Patrimonio

A diciembre de 2020, el patrimonio de Cartonera Centroamericana se ubicó en US\$20,020.2 miles, equivalente a una disminución de US\$1,326.7 miles (-6.2%) respecto a diciembre 2019, asociado a la reducción de las utilidades retenidas (-6.5%) y las utilidades del presente ejercicio (-49.9%), producto de los impactos de la pandemia por COVID-19, los cuales han implicado una serie de costos y gastos adicionales para el manejo y establecimiento de protocolos (US\$251.0 miles). Los ingresos también presentaron impactos negativos a la fecha de análisis, debido al cierre temporal de clientes locales.

PATRIMONIO (EN MILES US\$)					
Componente	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20
Capital social	7,200.0	7,200.0	7,392.1	7,392.1	7,392.1
Reserva Legal	1,069.5	1,151.0	1,265.7	1,381.0	1,431.3
Superávit por revaluación	9,372.4	9,278.8	9,959.2	2,579.8	2,436.5
<b>Utilidades retenidas y revaluaciones</b>	<b>7,834.7</b>	<b>7,907.6</b>	<b>8,620.5</b>	<b>9,994.0</b>	<b>8,760.3</b>
Utilidades Retenidas	7,129.8	6,412.3	7,236.0	8,648.8	8,087.0
Utilidad del ejercicio	704.9	1,495.3	1,384.5	1,345.2	673.3
<b>Total Patrimonio</b>	<b>17,641.9</b>	<b>17,629.8</b>	<b>20,001.5</b>	<b>21,346.9</b>	<b>20,020.2</b>

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

#### Análisis de Resultados

Al cierre de 2020, los ingresos de CARSA totalizan los US\$32,774.1 miles, reflejando una disminución interanual del 10.32%, respecto a diciembre de 2019 (US\$36,546.0 miles), comportamiento que se encuentra asociado al contexto COVID-19, lo cual afectó de forma directa a la demanda en Honduras, cuyos saldos reportaron una de las mayores caídas en ventas en 28.1% (US\$1,313.2 millones), seguido de Costa Rica, presentando una contracción del 27.5% (-US\$3,352.07%) y El Salvador con una disminución interanual del 9.0% (-US\$1,327.89). Es necesario destacar que dichos países muestran la mayor participación de las ventas de Cartonera Centroamericana con un 78.1%.

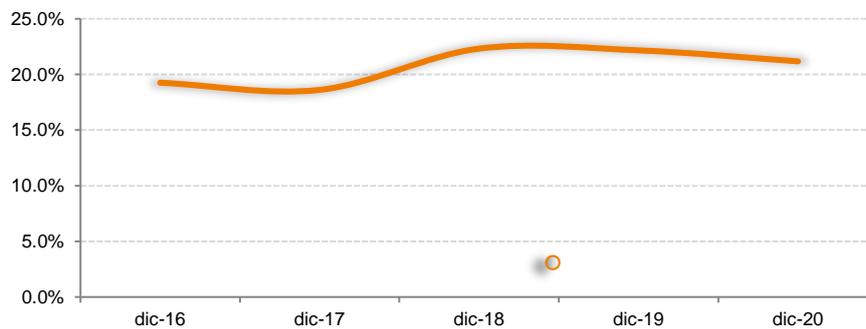
**VENTAS POR PAÍS (EN MILES US\$ / PORCENAJES)**

País	dic-19	dic-20	variaciones
Belice	57.37	24.38	-57.5%
Costa Rica	12,172.06	8,819.99	-27.5%
Rep. Dominicana	481.64	1,104.34	129.3%
Guatemala	1,757.68	2,904.63	65.3%
Honduras	4,678.06	3,364.87	-28.1%
Caimán (Islas)	364.13	424.68	16.6%
México	583.48	589.13	1.0%
Nicaragua	1,572.87	2,042.14	29.8%
Panamá	89.92	65.36	-27.3%
El Salvador	14,743.82	13,415.93	-9.0%
EE.UU.	25.23	25.11	-0.5%
Otros	19.75	-6.47	-132.8%
<b>TOTAL</b>	<b>36,546.0</b>	<b>32,774.1</b>	<b>-10.32%</b>

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

En línea con lo anterior, el margen de venta de Cartonera Centroamericana se ubicó en 21.2%, ligeramente inferior al 22.2% registrado en diciembre 2019, como resultado de las disminuciones en mayor proporción de los ingresos respecto a los costos de producción. La reducción de los costos estaría asociada en parte a la eficiencia de los procesos productivos que se han desarrollado en los últimos períodos, siendo la estrategia operativa el enfoque a la mejora y protección del margen, no obstante, el descenso de los ingresos reflejó una ligera disminución en los resultados, evidenciando un leve deterioro en el margen de utilidad bruta y EBITDA.

**MARGEN DE VENTA**



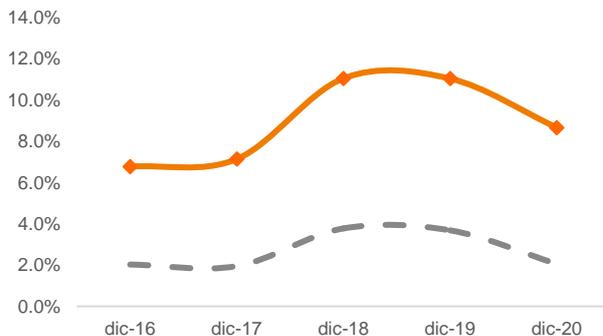
Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

**Análisis de Rentabilidad y Cobertura**

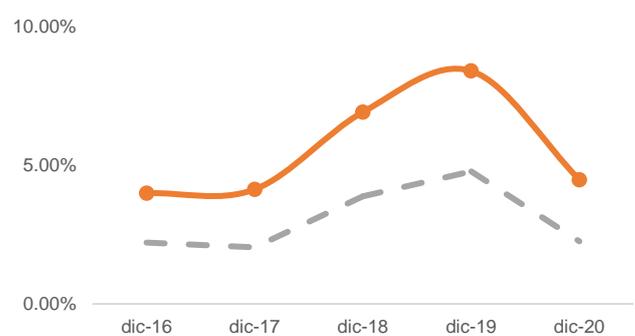
Al período de estudio, el margen operativo se ubicó en 8.66%, reflejando una disminución de 2.4 p.p. respecto a diciembre de 2019 (11.03%), como resultado de la disminución en el margen de ventas y al leve incremento de los gastos operativos (+0.84%), principalmente por los gastos administrativos como gastos de personal y honorarios. Asimismo, el margen neto sobre ventas muestra un comportamiento similar, registrando a diciembre 2020 un ratio de 2.05%, inferior al reportado en diciembre 2019 (3.68%), a consecuencia del ligero incremento en los gastos financieros, aunado al impacto económico generado por la pandemia por Covid-19, lo cual provocó un descenso en las ventas y por ende una reducción en los niveles de la utilidad neta (-49.95%).

Por su parte, al período analizado se observa una mayor rotación de los activos en 1.21 veces al compararlo con el registrado al cierre de 2019 (1.03 veces), comportamiento que se encuentra asociado a la disminución de las cuentas por cobrar netas y reducción de los inventarios. Pese a la mayor rotación de activos, el rendimiento sobre activos (ROA) se vio influenciado por el deterioro en los principales márgenes de rentabilidad de CARSA, evidenciando un ROA de 2.26%, inferior al 4.78% del reportado en diciembre 2019. En la misma línea, ante el comportamiento de los márgenes y la disminución del patrimonio (-6.2%), el rendimiento patrimonial (ROE) se posicionó en 2.26%, menor en 3.92 p.p. respecto al período pasado (8.40%).

**MÁRGENES DE RENTABILIDAD**

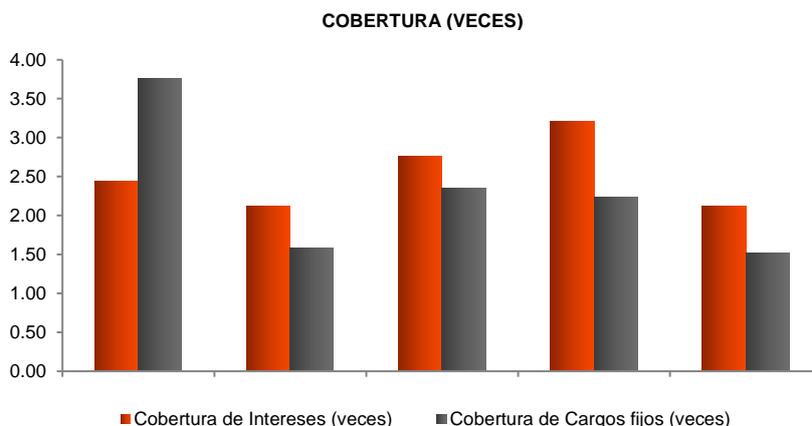


**ROA Y ROE**



Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

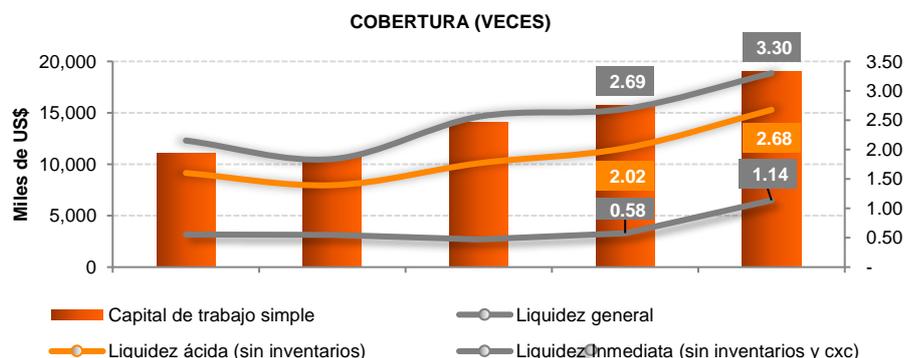
Al cierre de 2020, la cobertura EBITDA/cargos fijos se ubicó en 1.71 veces, moderadamente inferior a la cobertura de diciembre 2019 (2.24), como resultado del leve incremento en los gastos administrativos. Por su parte, la cobertura de intereses se ubicó en 2.66 veces, reflejando una ligera disminución respecto a diciembre 2019 (3.82 veces), derivado del incremento en los gastos financieros de la institución (+7%), como resultado de la contratación de nuevos préstamos de largo plazo, sin embargo, estos no presentan impactos significativos en la situación financiera de la compañía.



Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

### Liquidez

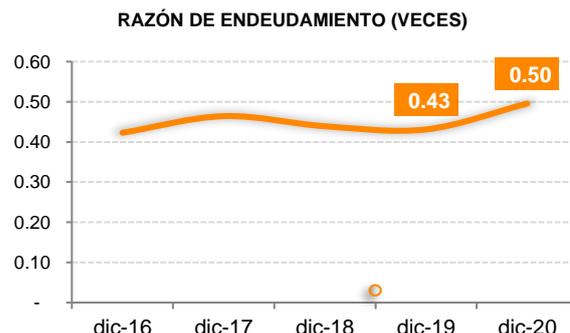
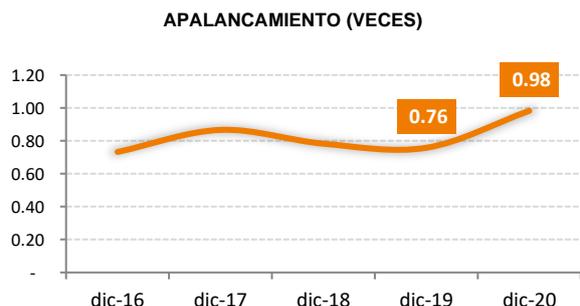
Al cierre de 2020, la liquidez general de CARSA se ubicó en 3.30 veces, superior a la reportada en diciembre 2019 (2.69 veces), como resultado del incremento en el efectivo, asimismo, el índice de liquidez ácida fue de 2.68 veces, superior al 2.02 veces de diciembre 2019, favorecido por la disminución de los inventarios (-17.05%). Los actuales índices muestran una holgada capacidad para hacer frente a sus obligaciones de corto plazo ante cualquier eventualidad. Por otra parte, al considerar la liquidez inmediata, se observa una mejora en el indicador registrando una cobertura de 1.14 veces, superior al 0.58 veces reportado el período anterior, comportamiento que se encuentra asociado a las medidas implementadas por la institución de mantener la suficiente liquidez para hacer frente a las obligaciones más próximas.



Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

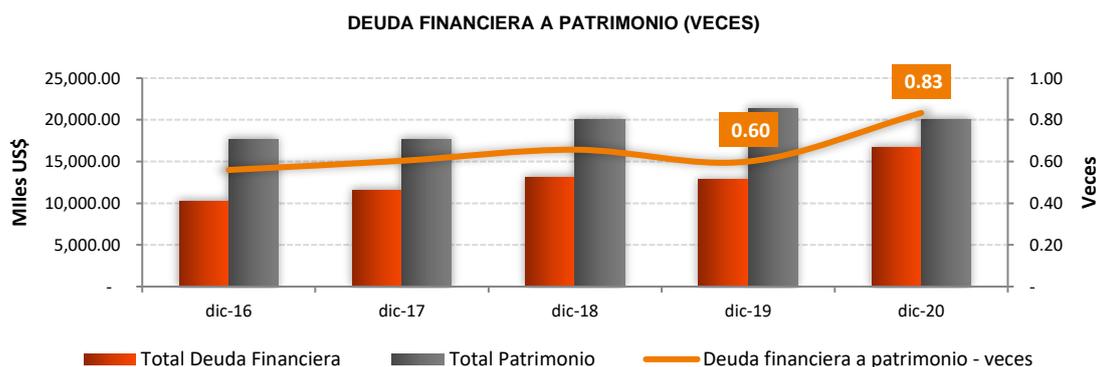
### Endeudamiento y solvencia

Al cierre de 2020, el ratio entre pasivo total y patrimonio se ubicó en 0.98 veces, reflejando una tendencia creciente respecto de lo observado en los últimos tres años, como resultado del incremento en los pasivos (21.57%) debido a la expansión de los préstamos bancarios a largo plazo. Por su parte, el patrimonio reflejó una disminución de -6.2% debido a la reducción de utilidades retenidas y de la utilidad del ejercicio actual impactado por los efectos de la pandemia COVID-19. Respecto al comportamiento de los activos, estos han mostrado un crecimiento interanual del 5.77%, sin embargo, los pasivos totales del período mostraron un mayor crecimiento, lo cual influyó en que la razón de endeudamiento se posicionara en 0.50 veces, por encima del reportado en diciembre 2019 (0.43 veces).



Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

Asimismo, la razón de deuda financiera frente al patrimonio presentó un incremento al ubicarse en 0.83 veces versus 0.60 veces reportado en diciembre 2019, como resultado del aumento de los préstamos de largo plazo.



Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

### Cobertura de titularización

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

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

#### CESIÓN DE INGRESOS PROYECTADOS (MILES US\$)

Escenario	2020	2021	2022	2023
Ingresos por arrendamiento	1,722	1,722	1,722	1,722
Cesión	1,722	1,722	1,722	1,722
Egresos	1,392	1,412	1,407	826
Cobertura de cesión por arrendamiento (veces)	1.00	1.00	1.00	1.00
Cobertura de egresos por arrendamiento	1.24	1.22	1.22	2.09

Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

Al cierre de 2020 se han pagado 79 cuotas equivalentes a un monto de cesión de US\$11,563.03 miles, con una cuota de cesión mensual de US\$143.531 miles, la cual se estima se mantenga constante hasta el vencimiento. Por su parte, la cesión acumulada a diciembre de 2020 fue de US\$1,722.37 miles, similar al monto cedido a diciembre 2019.

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

Escenario	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Cesión	1,560	1,591	1,623	1,655	1,689	1,722	1,722
Egresos	1,428	1,425	1,419	1,413	1,406	1,399	1,411
Cobertura de cesión por arrendamiento (veces)	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Cobertura de egresos por arrendamiento (veces)	1.09	1.12	1.14	1.17	1.20	1.23	1.24

Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

#### CESIONES MENSUALES (US\$)

Cuota	Cesión	Cuota	Cesión	Cuota	Cesión	Cuota	Cesión
1	130,000	31	135,252	61	143,531	91	143,531
2	130,000	32	135,252	62	143,531	92	143,531
3	130,000	33	135,252	63	143,531	93	143,531
4	130,000	34	135,252	64	143,531	94	143,531
5	130,000	35	135,252	65	143,531	95	143,531
6	130,000	36	135,252	66	143,531	96	143,531
7	130,000	37	137,957	67	143,531	97	143,531
8	130,000	38	137,957	68	143,531	98	143,531
9	130,000	39	137,957	69	143,531	99	143,531
10	130,000	40	137,957	70	143,531	100	143,531
11	130,000	41	137,957	71	143,531	101	143,531
12	130,000	42	137,957	72	143,531	102	143,531
13	132,600	43	137,957	73	143,531	103	143,531
14	132,600	44	137,957	74	143,531	104	143,531
15	132,600	45	137,957	75	143,531	105	143,531
16	132,600	46	137,957	76	143,531	106	143,531
17	132,600	47	137,957	77	143,531	107	143,531
18	132,600	48	137,957	78	143,531	108	143,531
19	132,600	49	140,716	79	143,531	109	143,531
20	132,600	50	140,716	80	143,531	110	143,531
21	132,600	51	140,716	81	143,531	111	143,531
22	132,600	52	140,716	82	143,531	112	143,531
23	132,600	53	140,716	83	143,531	113	143,531
24	132,600	54	140,716	84	143,531	114	143,531

25	135,252	55	140,716	85	143,531	115	143,531	
26	135,252	56	140,716	86	143,531	116	143,531	
27	135,252	57	140,716	87	143,531	117	143,531	
28	135,252	58	140,716	88	143,531	118	143,531	
29	135,252	59	140,716	89	143,531	119	143,531	
30	135,252	60	140,716	90	143,531	120	143,531	
							<b>Total:</b>	<b>US\$16,730,132.64</b>

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

## Resumen de Estados Financieros Auditados

### Inmobiliaria Mesoamericana

Componente	BALANCE GENERAL (MILES DE US\$)				
	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20
<b>Activos</b>					
Efectivo	67.3	201.9	177.4	138.5	48.5
Cuenta por cobrar- CR	100.0	62.9	53.7	53.7	53.7
Cuentas por cobrar cuenta restringida	219.9	219.9	219.9	219.9	219.9
Préstamos por cobrar a clientes y otras ctas. por cobrar	39.2	36.6	38.8	34.8	3,005.6
Gastos pagados por anticipado	-	-	7.9	84.2	140.8
Préstamos por cobrar a partes relacionadas a corto plazo	-	-	-	-	4,350.0
Propiedad, planta y equipo	12,874.4	13,172.1	13,788.3	12,828.3	12,944.2
Préstamos a compañías relacionadas LP	3,500.0	3,500.0	3,500.0	3,500.0	1,500.0
Activo por impuesto diferido	384.0	318.4	-	-	-
Activo por derecho de uso	-	-	-	820.3	621.4
<b>Total activos</b>	<b>17,946.9</b>	<b>17,795.7</b>	<b>17,785.9</b>	<b>17,679.7</b>	<b>22,884.1</b>
<b>Pasivos</b>					
<b>Préstamos y obligaciones financieras CP</b>	<b>2,090.1</b>	<b>2,386.8</b>	<b>1,905.1</b>	<b>2,026.3</b>	<b>8,756.1</b>
Proveedores y otras cuentas por pagar	64.9	81.3	247.5	74.7	117.1
Préstamos – CR	478.1	509.6	197.4	485.3	436.7
Porción circulante préstamo bancario	62.4	193.4	203.2	190.2	860.3
Vencimiento corriente de pasivo financiero por titularización	838.0	857.9	925.6	996.4	562.2
Vencimiento corriente de pasivo por arrendamiento	-	-	-	176.6	103.2
Papel Bursátil por pagar a corto plazo	-	-	-	-	6,515.0
Provisiones	50.0	70.9	91.6	103.1	161.7
<b>Préstamos y obligaciones financieras LP</b>	<b>11,967.8</b>	<b>10,984.2</b>	<b>9,545.3</b>	<b>8,396.9</b>	<b>5,804.9</b>
Pasivo financiero de titularización	6,262.1	5,279.3	4,364.8	3,366.1	2,803.9
Préstamos bancarios a LP	136.6	564.5	358.3	378.6	341.2
Pasivo por arrendamiento a LP	-	-	-	223.4	120.1
Certificados de inversión de deuda a LP	3,500.0	3,500.0	3,500.0	3,500.0	1,500.0
ISR Diferido	898.5	974.2	895.7	928.9	1,039.7
<b>Total Pasivos</b>	<b>14,057.9</b>	<b>13,371.0</b>	<b>11,450.4</b>	<b>10,423.3</b>	<b>14,561.1</b>
<b>Patrimonio</b>					
Capital social	2,301.7	2,301.7	2,301.7	2,301.7	2,301.7
Reserva Legal	103.5	163.3	231.2	302.1	394.6
Superávit por revaluación	-	-	544.0	499.0	462.9
Utilidades retenidas	557.9	536.6	1,912.6	3,232.7	4,097.2
Utilidades (Pérdidas) de Período	925.9	1,423.1	1,345.9	920.9	1,066.6
<b>Total patrimonio</b>	<b>3,889.0</b>	<b>4,424.7</b>	<b>6,335.5</b>	<b>7,256.4</b>	<b>8,323.0</b>
<b>Total patrimonio + pasivo</b>	<b>17,946.9</b>	<b>17,795.7</b>	<b>17,785.9</b>	<b>17,679.7</b>	<b>22,884.1</b>

Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

Componente	ESTADO DE RESULTADOS (MILES DE US\$)				
	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20
Ingresos	2,098.6	2,615.0	2,777.0	2,872.9	2,943.0
Costo de Venta	1,539.1	1,704.2	936.6	989.8	997.3
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>559.5</b>	<b>910.8</b>	<b>1,840.4</b>	<b>1,883.1</b>	<b>1,945.8</b>
Otros Ingresos - Ganancia por ajuste al valor razonable	-	-	116.3	-	-
Gastos de administración	7.8	86.8	140.6	239.0	283.8
Otros Gastos	-	-	178.1	134.7	158.1
Total de Gastos de operación	7.8	86.8	318.7	373.7	441.9
<b>Utilidad de Operación</b>	<b>551.7</b>	<b>824.0</b>	<b>1,637.9</b>	<b>1,509.4</b>	<b>1,503.9</b>
Otros Ingresos (gastos) netos	69.9	30.6	81.7	-	-
Ingresos Financieros	-	-	461.3	442.8	189.1
Gastos Financieros	0.1	-	914.2	836.4	289.5
<b>Utilidad Antes de ISR</b>	<b>621.5</b>	<b>854.5</b>	<b>1,185.0</b>	<b>1,115.8</b>	<b>1,403.5</b>
ISR	183.5	182.1	383.1	194.9	336.9
<b>Utilidad Neta</b>	<b>438.0</b>	<b>672.4</b>	<b>801.9</b>	<b>920.9</b>	<b>1,066.6</b>
Revaluación de maquinaria, neto de impuestos sobre la renta diferido	-	-	544.0	-	-
<b>Resultado Integral del ejercicio</b>			<b>1,345.9</b>		

Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

Componentes	INDICADORES FINANCIEROS (% Y VECES)				
	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20
Liquidez general	9.59%	12.21%	12.53%	11.20%	35.49%
Margen bruto	26.66%	34.83%	66.27%	65.55%	66.11%
Margen Operativo IME	26.29%	31.51%	58.98%	52.54%	57.53%
Margen Operativo PCR	26.29%	31.51%	58.98%	52.54%	51.10%
Cobertura de pasivo ajustado / patrimonio	1.42	1.82	0.71	0.71	0.55
Cobertura de pasivo ajustado / EBITDA	2.33	3.05	1.36	1.82	1.57
Razón de Endeudamiento (veces)	0.78	0.75	0.64	0.59	0.64
Apalancamiento	3.61	3.02	1.81	1.44	1.75
ROE Anualizado	11.26%	15.20%	21.24%	12.69%	12.82%
ROA Anualizado	2.44%	3.78%	7.57%	5.21%	4.66%

Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

## Cartonera Centroamericana

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

Componente	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20
Efectivo	4,805	6,556	3,785	5,011	9,024
Cuentas por cobrar Netas	3,819	4,897	6,090	6,869	4,819
Cuentas por cobrar – CR	6,232	5,838	5,601	6,593	7,916
Inventarios netos	5,310	5,676	7,148	6,214	5,158
Gastos Pagados por anticipado	547	479	473	379	386
Propiedad, planta y equipo neto	11,065	12,246	12,561	12,461	12,053
Activos intangibles y otros	8	4	-	-	335
<b>Total de Activos</b>	<b>31,785</b>	<b>35,696</b>	<b>35,658</b>	<b>37,526</b>	<b>39,690</b>
Proveedores y otras cuentas por pagar	1,856	3,949	1,540	1,649	1,180
Cuentas por pagar – CR	389	407	203	209	554
Arrendamiento financiero a CP	-	-	-	-	-
Cuentas por pagar a largo plazo	-	-	-	-	-
Préstamos bancarios a CP	6,764	8,043	6,805	6,240	5,576
Provisiones	610	351	476	1,213	963
Préstamo fiduciario	3,500	3,500	3,500	3,500	3,500
Arrendamiento financiero a LP	-	-	-	-	-
Cuentas por pagar a largo plazo	-	-	-	-	-
Préstamos bancarios a LP	-	-	2,831	3,066	7,594
Obligaciones laborales	-	-	-	302	302
ISR Diferido	320	320	302	-	-
<b>Total Pasivos</b>	<b>13,438</b>	<b>16,571</b>	<b>15,657</b>	<b>16,179</b>	<b>19,670</b>
Capital social	7,200	7,200	7,392	7,392	7,392
Reserva Legal	1,070	1,151	1,266	1,381	1,431
Utilidades Retenidas y revaluaciones	9,372	9,279	9,959	2,580	2,437
Utilidad del ejercicio actual	705	1,495	1,385	1,345	673
<b>Total Patrimonio</b>	<b>17,642</b>	<b>17,630</b>	<b>20,002</b>	<b>21,347</b>	<b>20,020</b>
<b>Total Pasivos + Patrimonio</b>	<b>31,080</b>	<b>34,201</b>	<b>35,658</b>	<b>37,526</b>	<b>39,690</b>

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

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

Componente	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20
Ingresos	34,806	37,398	36,666	36,546	32,774
Costo de Venta	28,103	30,437	28,481	28,446	25,833
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>6,703</b>	<b>6,961</b>	<b>8,185</b>	<b>8,100</b>	<b>6,942</b>
Gastos de Distribución y venta	2,563	2,609	2,410	2,265	2,226
Gastos de administración	1,785	1,683	1,725	1,803	1,877
<b>Utilidad de Operación</b>	<b>2,355</b>	<b>2,669</b>	<b>4,050</b>	<b>4,032</b>	<b>2,839</b>
Depreciaciones y amortizaciones	-	-	689	778	-
Gastos Financieros	964	1,258	1,467	1,258	1,342
Operaciones no recurrentes	-	-	-	-	-
Otros ingresos (gastos) netos	(348)	(252)	(198)	(353.1)	(345.9)
<b>Utilidad AISR</b>	<b>1,043</b>	<b>1,159</b>	<b>1,696</b>	<b>1,626</b>	<b>680</b>
Partidas no recurrentes y extraordinarias	-	-	-	-	-
Impuesto contribución especial	37	45	33	29	-
ISR	302	385	279	251	7
<b>Utilidad Neta</b>	<b>705</b>	<b>729</b>	<b>1,385</b>	<b>1,345</b>	<b>673</b>

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

### INDICADORES FINANCIEROS (% Y VECES)

Componente	dic-17	dic-18	dic-19	jun-19	jun-20
<b>EBITDA/Servicio de la Deuda</b>	<b>3.53</b>	<b>3.46</b>	<b>3.55</b>	<b>3.77</b>	<b>3.78</b>
Mínimo (1.00)	1.60	1.60	1.00	1.60	1.00
EBITDA/ Servicio de Deuda (PCPLP)*		2.51	1.24	2.62	1.36
<b>Deuda Financiera/Patrimonio</b>	<b>0.60</b>	<b>0.66</b>	<b>0.60</b>	<b>0.61</b>	<b>0.83</b>
Máximo (0.85)	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85
DEUDA /Patrimonio*		0.41	0.36	0.38	0.33
<b>Deuda/EBITDA</b>	<b>2.87</b>	<b>2.77</b>	<b>3.19</b>	<b>2.59</b>	<b>4.00</b>
Máximo (3.25)	3.75	3.25	3.25	3.25	3.25
Deuda/EBITDA*		2.07	1.79	1.91	1.63
<b>Utilidad Bruta/Gastos de Operación</b>	<b>1.94</b>	<b>2.15</b>	<b>2.18</b>	<b>2.22</b>	<b>1.94</b>
Mínimo (1.40)	1.40	1.40	1.40	1.40	1.40
Utilidad Bruta/Gastos Operativos*		1.66	1.68	1.67	1.69
<b>CxC Relacionadas/Patrimonio</b>	<b>0.31</b>	<b>0.28</b>	<b>0.31</b>	<b>0.34</b>	<b>0.33</b>
Máximo (0.35)	0.35	0.35	0.35	0.35	0.35
CxC Relacionadas / Patrimonio*		0.17	0.17	0.20	0.20

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

## Fondo de Titularización

### BALANCE GENERAL (MILES US\$)

Componentes	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20
Bancos	187.5	192.2	191.1	204.4	211.6
Cartera de inversiones	219.9	219.9	219.9	219.9	219.9
Activos en titularización	1,658.2	1,691.4	1,722.4	1,722.4	1,722.4
Rendimientos por cobrar	0.6	0.7	0.1	0.3	0.2
<b>Total Activo Corriente</b>	<b>2,066.2</b>	<b>2,104.2</b>	<b>2,133.4</b>	<b>2,146.9</b>	<b>2,154.0</b>
Activos en titularización largo plazo	10,159.7	8,468.3	6,745.9	5,023.6	3,301.2
<b>Total Activo No corriente</b>	<b>10,159.7</b>	<b>8,468.3</b>	<b>6,745.9</b>	<b>5,023.6</b>	<b>3,301.2</b>
<b>Total Activo</b>	<b>12,225.9</b>	<b>10,572.5</b>	<b>8,879.4</b>	<b>7,170.4</b>	<b>5,455.2</b>
Comisiones por pagar	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
Honorarios profesionales por pagar	0.0	0.0	0.0	12.0	0.0
Otras cuentas por pagar	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Obligaciones por titularización de activos-corto plazo	854.0	910.6	971.2	1,035.8	593.1
Impuestos y retenciones por pagar	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
<b>Total Pasivo Corriente</b>	<b>854.2</b>	<b>910.9</b>	<b>971.4</b>	<b>1,048.0</b>	<b>593.3</b>
Obligaciones por titularización de activos-largo plazo	6,262.0	5,365.6	4,406.6	3,380.8	2,795.5
Ingresos diferidos	4,855.8	4,038.4	3,246.2	2,482.9	1,786.3
<b>Total Pasivo no corriente</b>	<b>11,117.9</b>	<b>9,404.0</b>	<b>7,652.8</b>	<b>5,863.7</b>	<b>4,581.8</b>
<b>Total Pasivo</b>	<b>11,972.1</b>	<b>10,314.8</b>	<b>8,624.2</b>	<b>6,911.7</b>	<b>5,175.0</b>
Excedente acumulado del fondo de titularización	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Reservas de excedentes anteriores	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0
Excedentes del ejercicio	8.9	12.8	10.3	13.9	35.4
Aportes adicionales	219.9	219.9	219.9	219.9	219.9
Total excedente acumulado del fondo de titularización	253.8	257.6	255.2	258.7	280.2
<b>Total Pasivo</b>	<b>12,225.9</b>	<b>10,572.5</b>	<b>8,879.4</b>	<b>7,170.4</b>	<b>5,455.2</b>
Cuentas de orden y de control deudoras	11,555.5	11,430.4	11,296.2	11,152.0	10,997.2
<b>Garantías recibidas</b>	<b>11,555.5</b>	<b>11,430.4</b>	<b>11,296.2</b>	<b>11,152.0</b>	<b>10,997.2</b>
Cuentas de orden y de control acreedoras	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Responsabilidad por garantías recibidas</b>	<b>11,555.5</b>	<b>11,430.4</b>	<b>11,296.2</b>	<b>11,152.0</b>	<b>10,997.2</b>

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

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

Componentes	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20
<b>Ingresos</b>					
Ingresos de operación y administración	839.8	817.5	792.1	763.4	696.6
Ingresos por inversiones	8.5	8.7	8.3	8.4	7.7
<b>Total Ingresos</b>	<b>848.4</b>	<b>826.2</b>	<b>800.5</b>	<b>771.7</b>	<b>704.3</b>
<b>Egresos</b>					
Gastos de administración y operación					
Por administración y custodia	1.6	1.6	1.6	1.6	30.9
Por clasificación de riesgo	24.0	24.0	24.0	24.0	0.0
Por auditoría externa y fiscal	5.5	3.4	3.4	3.6	3.4
Por pago de servicio de la deuda	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1
Por servicios de valuación	0.0	3.5	0.0	7.0	7.0
Por honorarios profesionales	0.0	0.0	0.0	0.0	21.4
<b>Total gastos de administración y operación</b>	<b>31.4</b>	<b>32.7</b>	<b>29.2</b>	<b>36.4</b>	<b>62.9</b>
<b>Gastos financieros</b>	<b>515.5</b>	<b>460.7</b>	<b>402.1</b>	<b>339.4</b>	<b>272.4</b>
Intereses valores titularización	515.5	460.7	402.1	339.4	272.4
Otros gastos	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Otros gastos	82.4	76.3	69.5	62.6	4.4
<b>Total gastos</b>	<b>629.3</b>	<b>569.7</b>	<b>500.8</b>	<b>438.3</b>	<b>339.7</b>
Excedente del ejercicio	219.0	256.5	299.7	333.4	364.6
Constitución de reservas de excedentes	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Remanentes devueltos al originador	-210.1	-243.7	-289.4	-319.5	-329.3
<b>Excedente del ejercicio</b>	<b>219.0</b>	<b>256.5</b>	<b>299.7</b>	<b>333.4</b>	<b>364.6</b>

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

## Nota sobre información empleada para el análisis

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

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