

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

Comité No. 58/2021	
Informe con EEFF Auditados al 31 de diciembre de 2020	Fecha de comité: jueves 29 de abril de 2021
Periodicidad de actualización: Semestral	Sector Inmobiliario, El Salvador
Equipo de Análisis	
Gabriel Marín gmarin@ratingspcr.com	Alexis Figueroa afigueroa@ratingspcr.com (503) 2266-9471

Fecha de información Fecha de comité	HISTORIAL DE CLASIFICACIONES						
	dic-18	jun-19	dic-19	mar-20	jun-20	sep-20	dic-20
Emisión de Certificados de Inversión (CIISMA01)	A	A	A	A	A	A	A
Perspectiva	Estable	Estable	Estable	Estable	Estable	Estable	Estable

Significado de la Clasificación

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

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

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

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

Racionalidad

En Comité Ordinario de Clasificación de Riesgo, PCR decidió por unanimidad ratificar la clasificación de riesgo en "A" con perspectiva 'Estable' a la Emisión de Certificados de Inversión (CIISMA01) de Inmobiliaria Mesoamericana S.A. de C.V.

La clasificación se fundamenta en la alta capacidad de pago de Inmobiliaria Mesoamericana, derivado del enfoque estratégico de la compañía que permite la estabilidad en sus márgenes de rentabilidad. Asimismo, se considera el soporte técnico y experiencia del Grupo Sigma Q en la industria de envasado. Finalmente, se toman en cuenta los resguardos legales de la emisión.

Perspectiva

Estable.

Resumen Ejecutivo

- 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.
- 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.
- El incremento de los pasivos de Inmobiliaria Mesoamericana fue motivado por su estrategia de diversificación en sus fuentes de fondeo, los cuales crecieron en mayor proporción que los activos y el patrimonio de la entidad, influyendo de forma directa en sus principales indicadores de solvencia. En este sentido, la razón de endeudamiento (Pasivo total/Activo total) se ubicó en 0.64 veces, ligeramente superior al reportado al cierre de 2019 (0.59 veces). Asimismo, el índice de apalancamiento muestra un comportamiento similar, posicionándose en 1.75 veces, por encima del reportado

a diciembre de 2019 (1.44 veces).

- Resguardos Legales. IMSA se obliga a no vender, pignorar, dar en garantía o caución, y/o transferir bajo ningún título o modo, ni constituir derecho real o personal alguno a favor de terceros sobre los préstamos prendarios relacionados a la emisión. En caso de que la sociedad CARSA realice el prepago o pago anticipado de los créditos, el pago será utilizado y destinado única y exclusivamente para el pago de las obligaciones derivadas de los certificados de inversión de la presente emisión.
- Miembro del grupo corporativo. Inmobiliaria Mesoamericana forma parte del grupo corporativo Casa de Oro Q, propiedad del grupo SIGMAQ PACKAGING, S.A, una empresa con más de cincuenta años de experiencia en el mercado de empaques. Actualmente el Grupo SigmaQ cuenta con doce unidades de negocio, y ocho oficinas de venta y distribución localizadas en América, el Caribe y Asia.

Metodología utilizada

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

Información utilizada para la clasificación

- **Información Financiera:** Estados Financieros Auditados correspondientes al 31 de diciembre de 2016-2020.
- **Riesgo Crediticio:** Política de crédito.
- **Riesgo Operativo:** Manual de políticas y procedimientos.
- **Riesgo de Liquidez:** Indicadores de Liquidez.
- **Riesgo de Solvencia:** Estructura de capital y razón de endeudamiento.

Limitaciones Potenciales para la clasificación

Limitaciones encontradas:

Al 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 periodo de análisis no se estima un impacto negativo en los ingresos de la Inmobiliaria, debido a la posición financiera de Carsa y demanda de productos envasados, especialmente de delivery y los segmentos industriales a los cuales atiende.

Hechos de Importancia

- 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.
- Para el ejercicio 2019 Inmobiliaria Mesoamericana contrató la firma Price Waterhouse Coopers como auditores externos. El informe de auditoría y notas a los Estados Financieros se presentó a la Junta General de Accionistas el día 14 de febrero de 2020.

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.
- Los productos del portafolio de SigmaQ se vuelven aún más importantes ante la pandemia COVID-19, ya que éstos son parte de la cadena de producción de industrias como la de alimentos, bebidas, farmacéuticos y otras que actualmente son de vital importancia para el resto del mundo.
- El grupo ha conformado diferentes comités para la correcta y oportuna atención de sucesos relevantes o riesgos posibles.

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 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.

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.

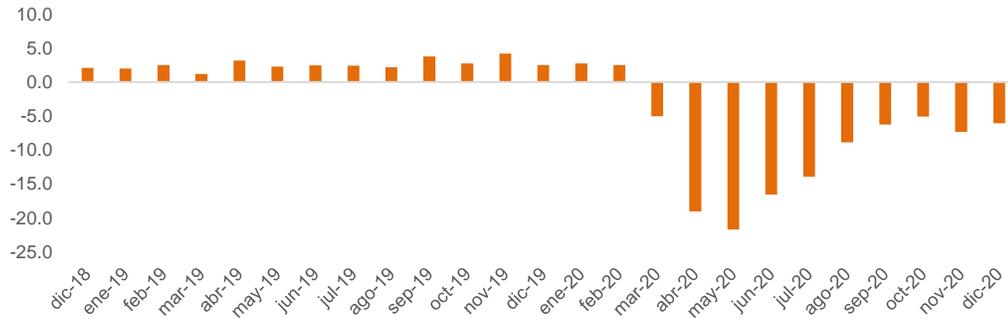
Las economías desarrolladas como Estados Unidos, la Eurozona y Japón, presentan proyecciones de crecimiento para el 2021 de 3.1%, 4.7% y 2.3% respectivamente, mientras que China (economía emergente y en desarrollo) presentará un crecimiento del 8.2% al ser uno de los países más avanzados en el ámbito 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 PBI.

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.

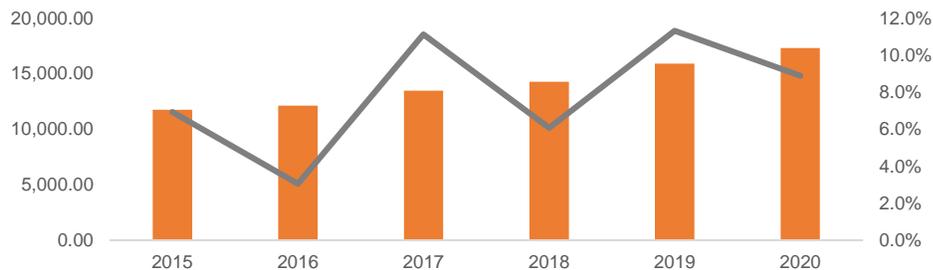
**Actividad Económica General, IVAE diciembre 2020. Serie Desestacionalizada
(Variación % anual)**



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 los 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 emisión

DATOS BÁSICOS DE LA EMISIÓN	
CONCEPTO	DETALLE
Nombre del emisor	: Inmobiliaria Mesoamericana S.A. de C.V.
Denominación	: CIIMSA01
Clase de Valor	: Certificados de Inversión representado por anotaciones electrónicas de valores en cuenta.
Definición del Instrumento	Son títulos que representan una parte de un crédito constituido a cargo de una sociedad registrada como Emisora de Valores. Por sus características, estos títulos son considerados de renta fija y equivalentes con un bono, con la diferencia que los tenedores de estos no forman Juntas de tenedores de Bonos y que pertenecen a la categoría de títulos no reglamentados
Monto máximo de la emisión	: De hasta cuatro millones de dólares de los Estados Unidos de América (\$4,000,000.00) que serán colocados en dos o más diferentes tramos de hasta dos millones de dólares de los Estados Unidos de América (\$2,000,000.00) cada uno.
Plazo de la emisión	: La emisión cuenta con un plazo desde uno hasta nueve años a partir de la fecha de colocación de cada tramo.
Transferencia de los valores	: Los traspasos de los valores representados por anotaciones electrónicas de valores en cuenta son por medio de transferencia contable en el Registro de Cuenta de Valores que lleva la Central de Depósito de Valores, S.A. DE C.V. (CEDEVAL, S.A. de C.V.) de forma electrónica.
Obligaciones de no hacer	: El emisor se obliga a no vender, pignorar, dar en garantía o caución, y/o transferir bajo ningún título o modo, ni constituir derecho real o personal alguno, a favor de terceros, sobre los préstamos prendarios relacionados en los literales a), b) y c) de la presente característica, así como sobre los flujos económicos derivados de los mismos. Dicha obligación estará sujeta al plazo de cada tramo de la presente emisión,

Obligaciones de hacer	:	estipulada en las características Plazo y Estructuración de los tramos del presente contrato y de 15 conformidad a la cláusula de la Estructuración de los tramos a negociar de la Emisión. El emisor se obliga y se compromete a utilizar y destinar única y exclusivamente, los flujos económicos derivados de los préstamos prendarios relacionados en los literales a), b) y c) de la presente característica, para el pago de las obligaciones derivadas de los certificados de inversión de la presente Emisión. En el caso que la sociedad Cartonera Centroamericana S.A. de C.V., realice el prepago o pago anticipado de los créditos anteriormente indicados y relacionados en esta misma característica sea total o parcialmente, el pago recibido por el emisor será utilizado y destinado única y exclusivamente para el pago de las obligaciones derivadas de los certificados de inversión de la presente Emisión, quedando prohibido un destino diferente al mismo. Este caso en particular, también se someterá al plazo fijado para cada uno de los tramos, tal cual lo establecen las características Plazo y Estructuración de los tramos, sobre el plazo de los tramos a colocar. En caso de incumplimiento de las obligaciones de la presente característica y en especial de las obligaciones de hacer y no hacer aquí descritas, el plazo de los tramos caducará, lo que dará derecho a cada tenedor de los certificados de inversión derivados de la presente emisión, a que pueda exigir la petición de cumplimiento de lo aquí establecido so pena de iniciar las acciones ordinarias o ejecutivas contenidas en el Código Procesal Civil y Mercantil.
Interés Moratorio	:	En caso de mora en el pago de capital, el emisor reconocerá a los Tenedores de los valores, además, un interés del 5.00% anual sobre la porción del capital de la cuota correspondiente en mora.
Destino de los recursos:	:	Los fondos que se obtengan por la negociación de la presente emisión serán destinados para la cancelación de préstamos mercantiles de Inmobiliaria Mesoamericana S.A. de C.V.

Fuente: The Network Co./ Elaboración: PCR

Características del instrumento clasificado

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

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

Fuente: The Network Co./ Elaboración: PCR

Características de los Tramos

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

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

Obligaciones del emisor

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

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

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

Obligaciones de No Hacer

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

Obligaciones Hacer

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

En caso de Incumplimiento

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

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

Destino de los Fondos

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

Análisis del Emisor

Reseña

Inmobiliaria Mesoamericana S.A. de C.V., es una sociedad salvadoreña que fue constituida en febrero de 2012. Como parte de su finalidad, la Inmobiliaria se encuentra habilitada para adquirir inmuebles, vehículos, maquinaria y equipo; y posteriormente darlos en arrendamiento. Es decir, se dedica a la actividad Inmobiliaria, de bienes raíces, terrenos, inmuebles, casas, fincas, industrias, granjas y otros, para su compra, venta, arrendamiento, leasing. Asimismo, la Inmobiliaria es propiedad de Casa de OroQ, un corporativo de empresas que conforman el brazo financiero del Grupo SigmaQ. Cabe destacar que, la consolidación y crecimiento de las operaciones de la Inmobiliaria se encuentra ligada a las operaciones de SigmaQ, tanto en ingresos como en inversiones de bienes muebles e inmuebles. A la fecha de análisis, la cartera de clientes está conformada por empresas del Grupo SigmaQ. Además, con el objetivo de incrementar los negocios, Inmobiliaria Mesoamericana ha desarrollado operaciones bursátiles desde el año 2013, dentro de las cuales se encuentra emisión de certificados de inversión, titularización y recientemente papel bursátil.

Filosofía de la Organización

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

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

Gobierno Corporativo

De acuerdo con el análisis efectuado por PCR, Inmobiliaria Mesoamericana cuenta con un nivel de desempeño Óptimo¹ respecto a sus prácticas de Gobierno Corporativo.

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

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

NÓMINA DE ACCIONISTAS		
Nombre	Número de Acciones	Participación Accionaria
Casa de OroQ, S.A.	23,016	99.995%
Ing. José Roberto Rivera Samayoa	1	0.0043%
Total Acciones Suscritas y Pagadas	23,017	100%

Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

Principales Accionistas

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

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.

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

Junta Directiva

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

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

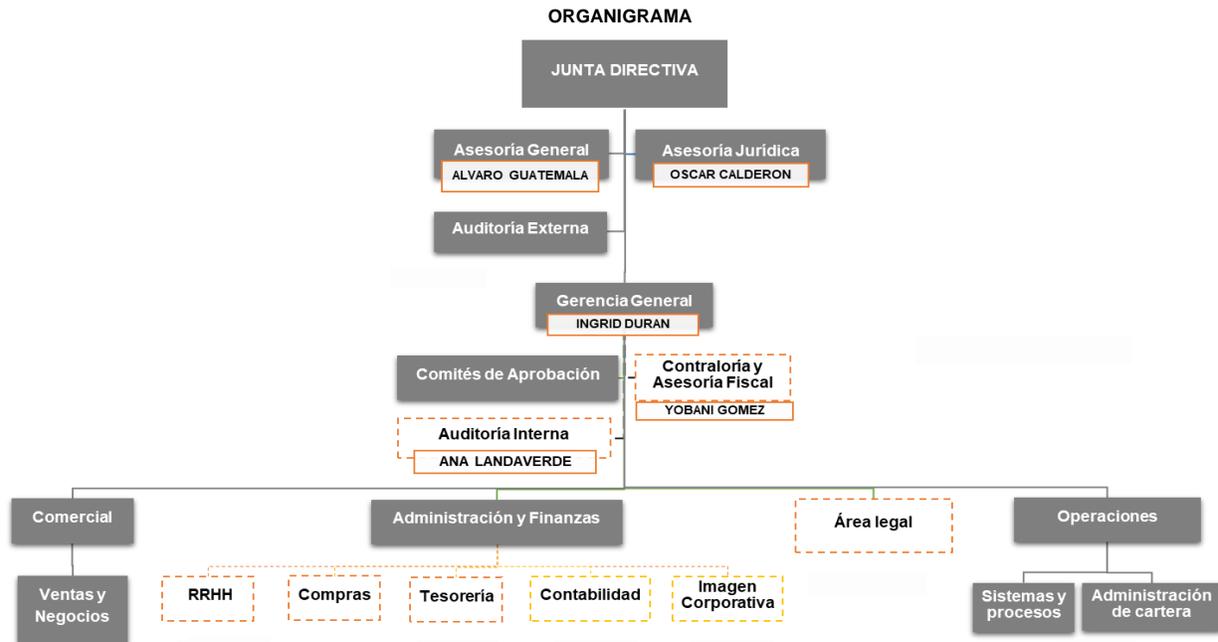
Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

Plana Gerencial

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

PLANA GERENCIAL	
Cargo	Nombre
Gerente General	María Ingrid Durán Garay

Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana/ Elaboración: PCR



Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

Responsabilidad Social Empresarial

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

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

Productos y estrategia corporativa

Inmobiliaria Mesoamericana, de acuerdo con su rubro, está facultada para realizar las siguientes actividades económicas: Actividad Inmobiliaria, de bienes raíces, de terrenos, de inmuebles, de casas, de fincas, industrias, granjas y otros, para

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

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
Activos					
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
Total activos	17,946.9	17,795.7	17,785.9	17,679.7	22,884.1

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 Carga 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 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
Préstamos y obligaciones financieras CP	2,090.1	2,386.8	1,905.1	2,026.3	8,756.1
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
Préstamos y obligaciones financieras LP	11,967.8	10,984.2	9,545.3	8,396.9	5,804.9
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
Total Pasivos	14,057.9	13,371.0	11,450.4	10,423.3	14,561.1

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 (FRTIME01) suscrito en diciembre de 2013 por un monto de US\$9,300 miles mediante dos tramos; el tramo 1, por un monto de US\$6,510 miles a un plazo de 10 años y una tasa de interés de 7% y el tramo 2, por un monto de US\$2,790 miles a un plazo de 7 años y una tasa de interés de 6.5%³. 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 período 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 miles⁴. 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
Patrimonio					
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
Total patrimonio	3,889.0	4,424.7	6,335.5	7,256.4	8,323.0

Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

Riesgos financieros

La institución, como parte de su política para administrar sus riesgos, ha estructurado las siguientes políticas, comités y procesos relacionados al adecuado manejo de sus operaciones:

Riesgo de crédito

La administración de Inmobiliaria Mesoamericana ha desarrollado políticas para el otorgamiento de créditos, de tal forma que la exposición al riesgo crediticio es monitoreada constantemente de acuerdo con el comportamiento de pago de los deudores, la antigüedad de los saldos y las garantías que presenten. El crédito está sujeto a evaluaciones en las que se considera la capacidad de pago, el historial y las referencias del cliente. Asimismo, la Inmobiliaria cuenta con un comité de aprobación integrado por el Presidente de la Junta Directiva, el Representante Legal, el Director Legal y el Ejecutivo Financiero, los cuales determinan la aprobación de cualquier operación que tenga que ver con la adquisición, arrendamiento o venta de bienes inmuebles.

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

³ 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.

⁴ 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.

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)⁵ 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:

⁵ 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.

- Establecer y modificar las disposiciones internas de la institución, para prevenir y detectar actos u operaciones sospechosas de lavado de dinero y financiamiento del terrorismo.
- Vigilar el debido y oportuno cumplimiento de la Ley, Reglamento y las Disposiciones del Instructivo de la Unidad de Investigación Financiera para la Prevención del Lavado de Dinero y el Financiamiento al Terrorismo.
- Analizar casos de operaciones sospechosas, y determinar si procede o no elaborar el reporte de operación sospechosa, en caso afirmativo dicho reporte debe enviarse a La UIF.
- Definir la política que incluya procedimientos reforzados para el control de las Personas Expuestas Políticamente.
- Emisión de alertas y actualización constante de los parámetros inusuales de conformidad a cambios en los patrones de conducta delincuenciales o del tipo de clientes que poseen.
- Control sobre la integridad del personal de la institución, etc.

Política sobre Personas Expuestas Políticamente (PEPs)

Inmobiliaria Mesoamericana en orden a lo que dicta el artículo 9-B de la Ley Contra el Lavado de Dinero y de Activos y la Recomendación 12 de GAFI, ha adoptado medidas para el tratamiento de las Personas Expuestas Políticamente (PEPs), las cuales se enuncian a continuación:

- Contar con sistemas apropiados de manejo del riesgo para determinar si el cliente o beneficiario real es una Persona Políticamente Expuesta.
- Aprobación de la alta gerencia para establecer dichas relaciones comerciales.
- Tomar las medidas pertinentes para clientes de alto riesgo a efectos de definir el caudal y la fuente de los fondos.
- Creación de una Base de Datos de PEPs, la cual deberá contener información de sus empresas, ingresos, lugar de trabajo, cargo, entre otros.

Supervisión y Control

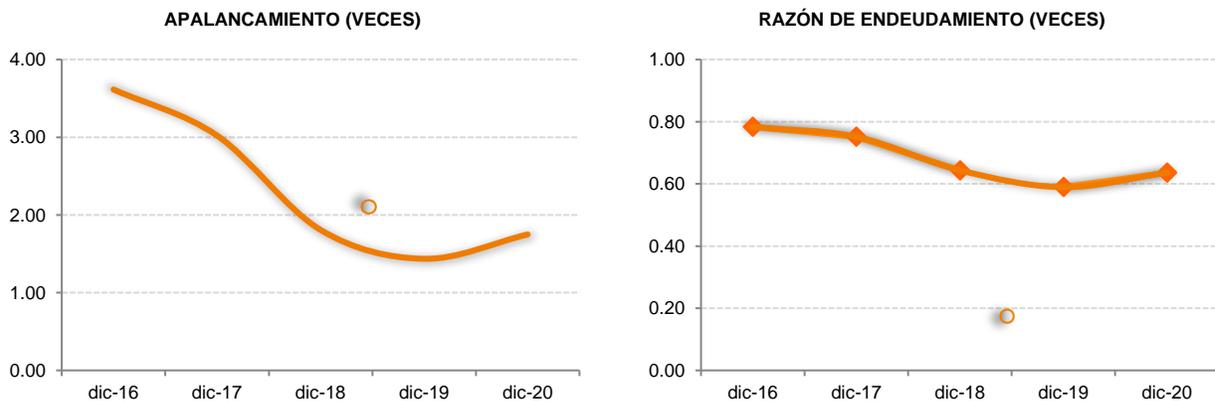
La Inmobiliaria mantiene la respectiva Supervisión y Control de las operaciones que desarrolla, entre las cuales se incluyen:

- Mantenimiento de los bienes muebles e inmuebles en adecuado estado de conservación
- Cobertura de seguro asociada al bien arrendado
- Cumplimiento de canon de arrendamiento en su adecuada periodicidad
- Cumplimiento de operaciones en Bolsa y todos los cumplimientos indirectos que esto implica (Calificadores de riesgo, Información para inversionistas, etc.)
- Supervisión de cumplimiento de contratos
- Auditoría y control contable de cada operación.

Riesgo de solvencia

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 periodo (+15.82%) el patrimonio resultó fortalecido, evidenciando un crecimiento interanual del 14.70% (+US\$145.70 miles). 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

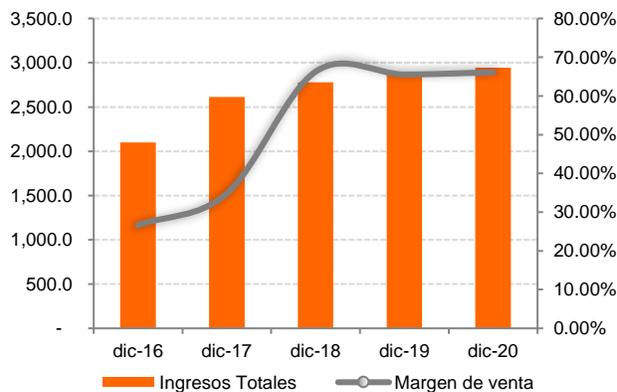
Al cierre de 2020, los ingresos por actividades de arrendamientos reportados por Inmobiliaria Mesoamericana ascienden a US\$2,943.0 miles, equivalentes a un leve incremento de US\$70.12 miles (+2.44%) respecto a diciembre 2019, debido al incremento de los ingresos por arrendamiento de maquinaria y vehículos (+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.

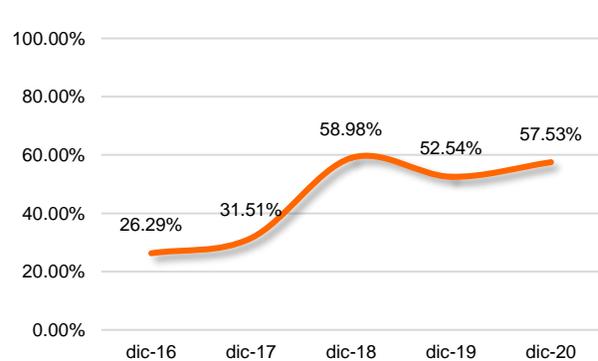
Como parte de los principales lineamientos estratégicos de IME, la colocación de créditos de capital de trabajo a través de líneas rotativas y factoraje, así como, los préstamos a compañías relacionadas, han generado ingresos por dichas operaciones, devengando US\$618.59 miles en concepto de intereses, 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.

INGRESOS TOTALES Y MARGEN DE VENTA (MILES Y PORCENTAJE)



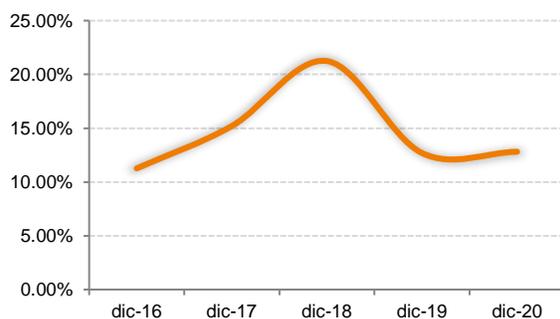
EFICIENCIA OPERATIVA (PORCENTAJE)



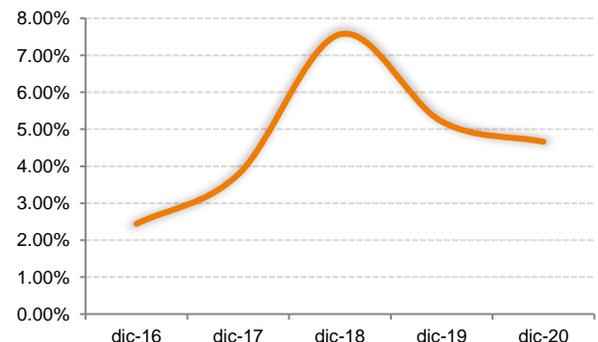
Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

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.

ROE



ROA



Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

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

Reseña

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

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

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

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

Gobierno Corporativo

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

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

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

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

PLANA GERENCIAL	
Cargo	Nombre
Gerente CARSA	Mauricio Tapias
Gerente Comercial	Jaime Escalón
Gerente Técnico	Rafael Rodríguez
Gerente de Producción	Diana Gómez
Líder de Finanzas	Francisco Hernández

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

Gestión Integral de Riesgo

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

Riesgo crediticio

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

Riesgo de tipo de cambio e interés

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

Riesgo tecnológico

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

Productos y estrategias

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

Segmentos

- Alimentos, bebidas
- Agroindustria, cuidado personal
- Industria, Maquila

- Confección, comercio, entre otras.

Líneas de productos

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

Análisis cuantitativo de CARSA

Análisis Financiero

Activos

A 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
Total de Activos	31,785.2	35,696.0	35,658.3	37,525.9	39,689.7

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	-	-
Total Pasivos	13,438.4	16,570.9	15,656.6	16,179.0	19,669.5

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
Utilidades retenidas y revaluaciones	7,834.7	7,907.6	8,620.5	9,994.0	8,760.3
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
Total Patrimonio	17,641.9	17,629.8	20,001.5	21,346.9	20,020.2

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

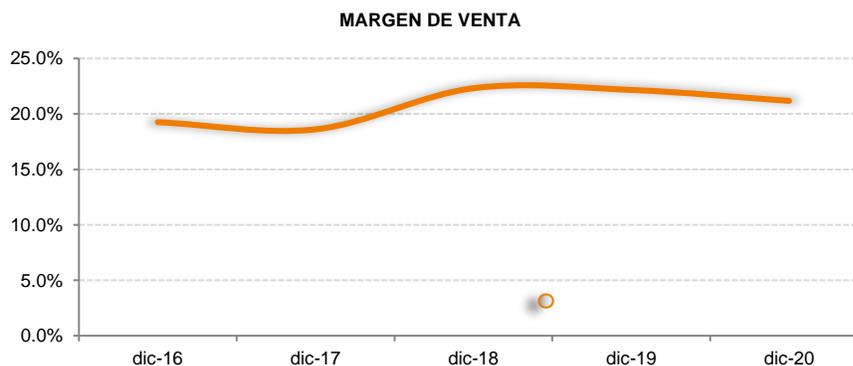
Análisis de Resultados

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 reflejaron 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%
TOTAL	36,546.0	32,774.1	-10.32%

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 periodos, 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.

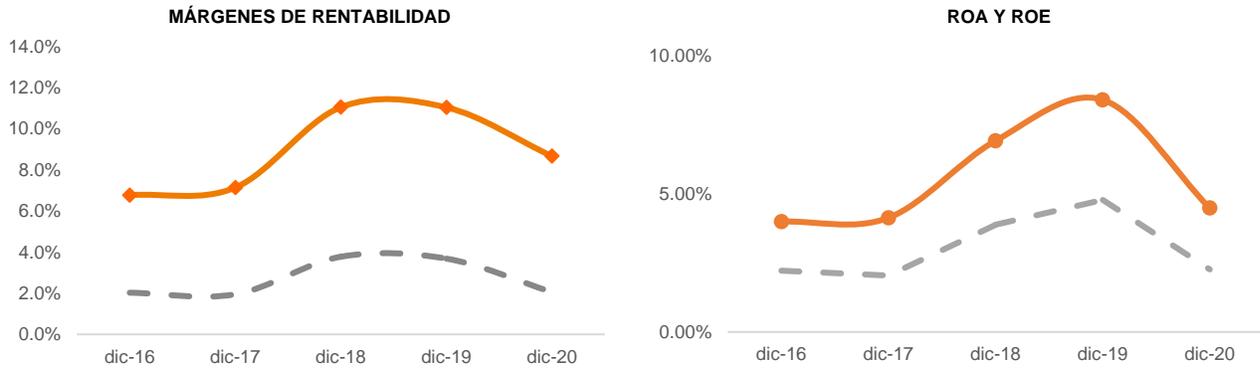


Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

Análisis de Rentabilidad y Cobertura

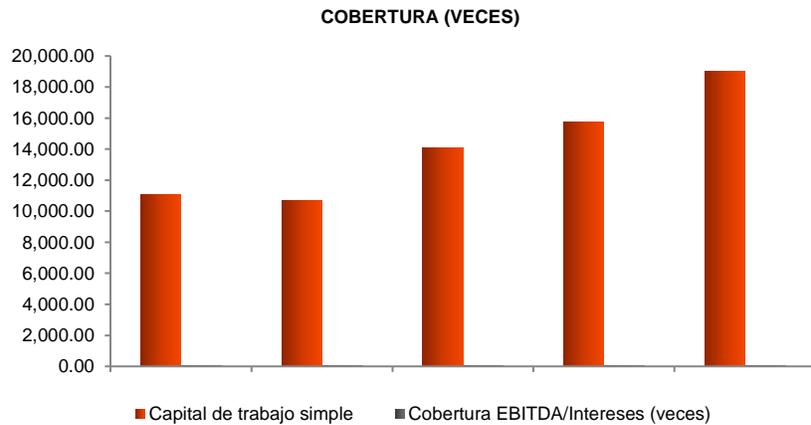
Al período de estudio, el margen operativo se ubicó en 8.66%, reflejando una disminución de 2.4 p.p. respecto a diciembre de 2019 (11.03%), como resultado de la disminución en el margen de ventas y al leve incremento de los gastos operativos (+0.84%), principalmente por los gastos administrativos como 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% 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%).



Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

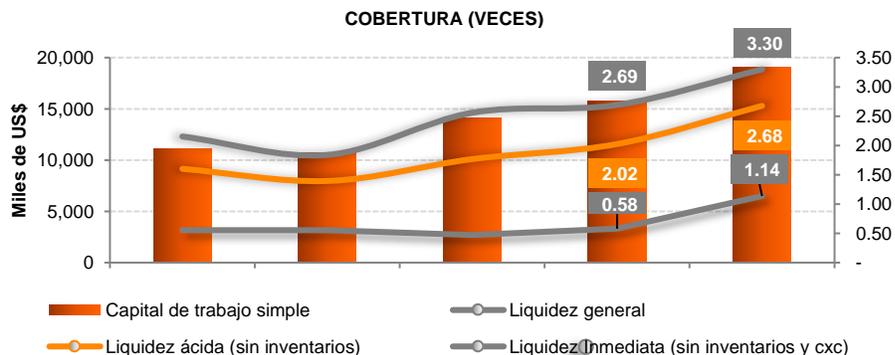
Al cierre de 2020, la cobertura EBITDA/cargos fijos se ubicó en 1.71 veces, moderadamente inferior a la cobertura de diciembre 2019 (2.24), como resultado del leve incremento en los gastos administrativos. Por su parte, la cobertura de intereses se ubicó en 2.66 veces, reflejando una ligera disminución 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

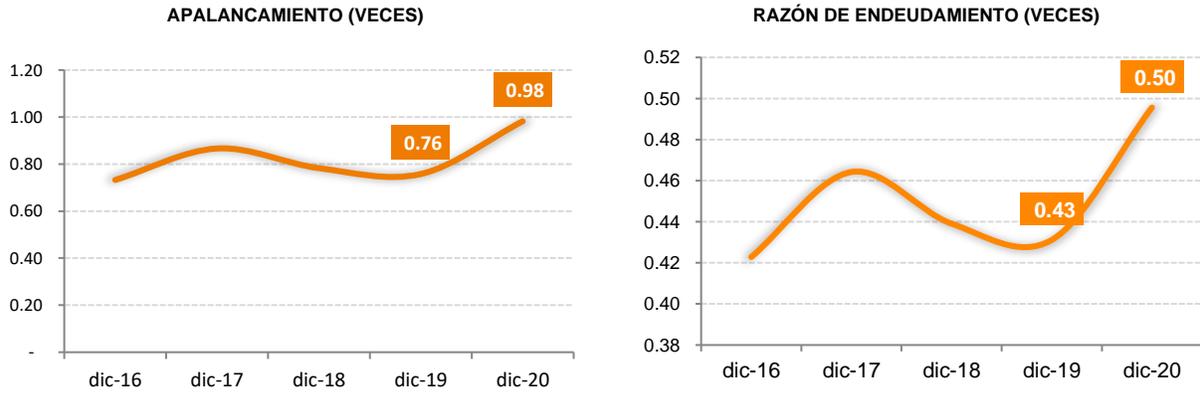
Al cierre de 2020, la liquidez general de CARSA se ubicó en 3.30 veces, superior a la reportada en diciembre 2019 (2.69 veces), como resultado del incremento en el efectivo, asimismo, el índice de liquidez ácida fue de 2.68 veces, superior al 2.02 veces de diciembre 2019, favorecido por la disminución 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

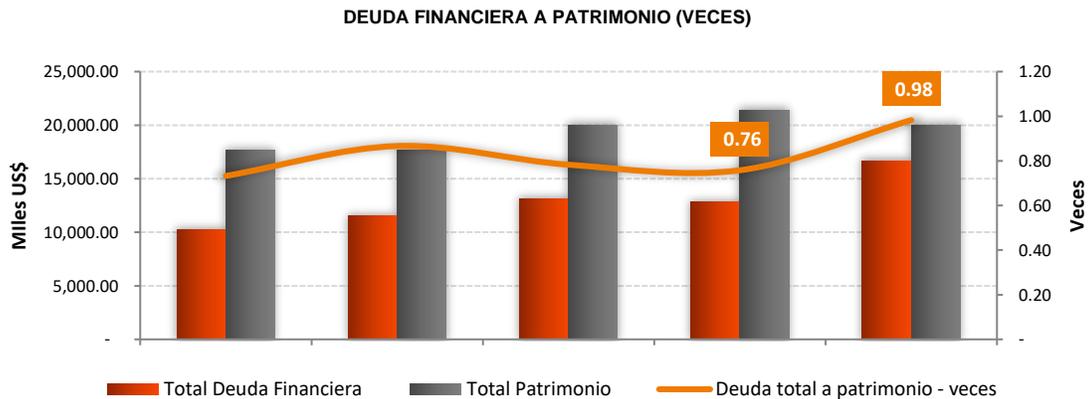
Endeudamiento y solvencia

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 periodo 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

Resumen de Estados Financieros Auditados

Inmobiliaria Mesoamericana

BALANCE GENERAL (MILES DE US\$)					
Componente	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20
Activos					
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
Total activos	17,946.9	17,795.7	17,785.9	17,679.7	22,884.1
Pasivos					
Préstamos y obligaciones financieras CP	2,090.1	2,386.8	1,905.1	2,026.3	8,756.1
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
Préstamos y obligaciones financieras LP	11,967.8	10,984.2	9,545.3	8,396.9	5,804.9
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
Total Pasivos	14,057.9	13,371.0	11,450.4	10,423.3	14,561.1
Patrimonio					
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
Total patrimonio	3,889.0	4,424.7	6,335.5	7,256.4	8,323.0
Total patrimonio + pasivo	17,946.9	17,795.7	17,785.9	17,679.7	22,884.1

Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

ESTADO DE RESULTADOS (MILES DE US\$)					
Componente	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
Utilidad Bruta	559.5	910.8	1,840.4	1,883.1	1,945.8
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
Utilidad de Operación	551.7	824.0	1,637.9	1,509.4	1,503.9
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
Utilidad Antes de ISR	621.5	854.5	1,185.0	1,115.8	1,403.5
ISR	183.5	182.1	383.1	194.9	336.9
Utilidad Neta	438.0	672.4	801.9	920.9	1,066.63
Revaluación de maquinaria, neto de impuestos sobre la renta diferido	-	-	544.0	-	-
Resultado Integral del ejercicio			1,345.9		

Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

INDICADORES FINANCIEROS					
Componentes	dic-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	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
Total de Activos	31,785	35,696	35,658	37,526	39,690
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	-	-
Total Pasivos	13,438	16,571	15,657	16,179	19,670
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
Total Patrimonio	17,642	17,630	20,002	21,347	20,020
Total Pasivos + Patrimonio	31,080	34,201	35,658	37,526	39,690

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
Utilidad Bruta	6,703	6,961	8,185	8,100	6,942
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
Utilidad de Operación	2,355	2,669	4,050	4,032	2,839
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)
Utilidad AISR	1,043	1,159	1,696	1,626	680
Partidas no recurrentes y extraordinarias	-	-	-	-	-
Impuesto contribución especial	37	45	33	29	-
ISR	302	385	279	251	7
Utilidad Neta	705	729	1,385	1,345	673

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

INDICADORES FINANCIEROS

Componente	dic-17	dic-18	dic-19	jun-19	jun-20
EBITDA/Servicio de la Deuda	3.53	3.46	3.55	3.77	3.78
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
Deuda Financiera/Patrimonio	0.60	0.66	0.60	0.61	0.83
Máximo (0.85)	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85
DEUDA /Patrimonio*		0.41	0.36	0.38	0.33
Deuda/EBITDA	2.87	2.77	3.19	2.59	4.00
Máximo (3.25)	3.75	3.25	3.25	3.25	3.25
Deuda/EBITDA*		2.07	1.79	1.91	1.63
Utilidad Bruta/Gastos de Operación	1.94	2.15	2.18	2.22	1.94
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
CxC Relacionadas/Patrimonio	0.31	0.28	0.31	0.34	0.33
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

Nota sobre información empleada para el análisis

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

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