

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

<b>Comité No. 143/2021</b>							
<b>Informe con Estados Financieros no Auditados al 30 de junio de 2021</b>				<b>Fecha de comité: martes 26 de octubre 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>		Elizabeth Martinez <a href="mailto:emartinez@ratingspcr.com">emartinez@ratingspcr.com</a>		(503) 2266-9471			
<b>HISTORIAL DE CLASIFICACIONES</b>							
Fecha de información	dic-19	mar-20	jun-20	sep-20	dic-20	mar-21	jun-21
Fecha de comité	14/04/2020	24/06/2020	01/10/2020	03/12/2020	29/04/2021	26/06/2021	26/10/2021
Valores de Titularización RICORP Titularizadora Inmobiliaria Mesoamericana 01							
Tramo 1	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-
Tramo 2	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-
Perspectiva	Estable	Estable	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 toman en cuenta 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 el cual mitiga 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. La emisión de los valores de titularización cuenta con 2 garantías específicas: una fianza solidaria por parte de Cartonera Centroamericana por un máximo del 15% del total de capital adeudado, y una 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.
- **Los márgenes financieros de Inmobiliaria Mesoamericana (IME) muestran un comportamiento estable.** A junio de 2021, los ingresos evidenciaron una tasa de crecimiento interanual de 3.0% (US\$43.6 miles), provenientes de actividades de arrendamiento de inmuebles, maquinaria y vehículos. En cuanto a los costos, estos registraron

con una leve disminución de 0.3% (US\$1.7 miles) respecto a junio de 2020, asociado a los gastos de mantenimiento y depreciación de bienes en arrendamiento. En este sentido, la utilidad bruta reflejó un crecimiento interanual de 6.0% (US\$45 miles), lo cual generó un margen de venta<sup>1</sup> de 63.7% (junio 2020: 62.5%), debido a la tendencia de los ingresos por arrendamiento. Asimismo, el indicador de eficiencia operativa se ubicó en 52.2%, sin variaciones significativas respecto en junio 2020 (52.8%)<sup>2</sup>.

- **La rentabilidad de IME mostró un comportamiento favorable, derivado del crecimiento sostenido de las utilidades.** La utilidad neta del período reportó una tasa de crecimiento de 22.9% (+US\$113 miles), explicado por la estabilidad en los ingresos por arrendamiento y por la mejora sustancial en los ingresos financieros. Por su parte, al evaluar la utilidad de los últimos doce meses, la compañía muestra un aumento de 22.3% (+US\$215 miles), lo cual permitió que los indicadores de rentabilidad se mantuvieran una posición favorable. En este sentido, el indicador de rentabilidad sobre patrimonio (ROE) se ubicó en 13.2%, superior al 12.4% reportado en junio 2020. Finalmente, el rendimiento sobre activos (ROA) se posicionó en 4.5%, ligeramente inferior al reportado en junio 2020 (4.9%), como resultado del mayor incremento de activos menos productivos para la compañía.
- **Los indicadores de solvencia se mantienen bajos niveles.** El incremento de los pasivos de Inmobiliaria Mesoamericana fue motivado por su estrategia de diversificación en sus fuentes de fondeo, las cuales crecieron en mayor proporción que los activos y el patrimonio de la entidad. Ante el mayor incremento de los pasivos (+47.6%), los niveles de endeudamiento patrimonial de Inmobiliaria Mesoamericana mostraron un incremento al ubicarse en 1.94 veces (junio 2020: 1.52 veces), dicho comportamiento se debe aumento en las colocaciones de emisión propia en el mercado de valores (PBIMSA01), como parte de su estrategia de fondeo. Asimismo, el indicador de Patrimonio sobre Activos se posicionó en 34.0%, inferior al 39.8% reportado en junio de 2020, lo cual disminuye la autonomía de IME respecto a sus recursos, no obstante, los indicadores de solvencia se mantienen en niveles estables.
- **Adecuada liquidez de Cartonera Centroamericana (CARSA).** A junio 2021, la liquidez general de CARSA se ubicó en 3.4 veces, superior a la reportada en junio de 2020 (2.1 veces), como resultado de la ligera disminución de los activos corrientes 2.7% (-US\$727 miles), respecto a la mayor contracción de los pasivos corrientes 38.6% (-US\$4,827 miles), ante la reducción de los préstamos bancarios de corto plazo. Asimismo, el índice de liquidez ácida fue de 2.7 veces, superior al 1.6 veces reportado en junio de 2020, favorecido por la disminución de los inventarios (-11.9%). Los índices de liquidez muestran una holgada capacidad para hacer frente a sus obligaciones de corto plazo ante cualquier eventualidad.
- **Resguardos Legales que amparan la emisión.** 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 LATIN AMERICAN KRAFT, S.A., una empresa con más de cincuenta años de experiencia en el mercado de empaques; cuenta con doce unidades de negocio, y ocho oficinas de venta y distribución localizadas en América, el Caribe y Asia. Asimismo, LAKI posee una clasificación de riesgo de "AA" con perspectiva "Estable", otorgada por PCR.

## Factores claves

### Factores que podrían aumentar la calificación:

- Mejora en la calidad crediticia del originador.

### Factores que podrían reducir la calificación:

- Deterioro de la calidad crediticia del originador.
- Incumplimiento de resguardos financieros y operativos establecidos en el contrato de titularización.
- Reestructuración de la emisión.

## 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 TÉCNICAS SOBRE OBLIGACIONES DE LAS SOCIEDADES CLASIFICADORAS DE RIESGO" (NRP-07), emitidas por el Comité de Normas del Banco Central de Reserva de El Salvador.

<sup>1</sup> Margen de venta: Utilidad bruta/Ingresos por arrendamiento

<sup>2</sup> Eficiencia operativa: Utilidad operativa/Ingresos

## Información utilizada para la clasificación

- **Información financiera:** Estados Financieros Auditados correspondientes al 31 de diciembre de 2016-2020 y Estados Financieros no Auditados al 30 de junio de 2021-2020; Estados Financieros no Auditados del Fondo de Titularización para diciembre 2016-2020 y Estados Financieros no Auditados al 30 de junio de 2021-2020; Modelo financiero de la emisión.
- **Riesgo Crediticio:** Política de crédito.
- **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:

Al período de análisis no se han evidenciado factores negativos que impacten las operaciones de Inmobiliaria. No obstante, la posición financiera de CARSA podría verse afectada debido a la volatilidad de los precios y fluctuación de los costos de la materia prima, lo cual representa un riesgo operativo y comercial. En este sentido, se logra identificar que poseen contratos estables de largo plazo con sus principales proveedores, permitiendo a la entidad tener mayor predictibilidad a nivel de precios y suministro de materia prima para enfrentar la alta volatilidad que han en el mercado spot.

## Hechos de Importancia

- El 30 de agosto de 2021, la Superintendencia del Sistema Financiero autorizó la segunda emisión de Papel Bursátil de Inmobiliaria Mesoamérica (PBIMSA02)<sup>3</sup> por un monto máximo de US\$12,000,000.00 y un plazo de 11 años.
- 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 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.

## Panorama Internacional

De acuerdo con el documento de las "Perspectivas de la Economía Mundial" elaborado por el Fondo Monetario Internacional (FMI), se prevé una recuperación de la economía global del orden de 6%, lo cual contrasta con la contracción registrada al cierre del año de 2020 (-4.3%) provocada por los efectos económicos y sociales de la pandemia por COVID-19. Sin embargo, el organismo internacional adelanta que la recuperación será diversa entre los países debido al acceso desigual de las vacunas, por lo que el pronóstico de las economías avanzadas se revisó hacia el alza debido al mayor progreso en la población vacunada.

Ante la recuperación de la economía y el precio de los commodities, se prevén presiones a nivel general de los precios, principalmente en las economías de mercados emergentes y en desarrollo, forzando a tomar medidas de política monetaria para controlar un efecto inflacionario dentro de las economías.

Las medidas adoptadas por los bancos centrales en materia de política monetaria podrían endurecer las condiciones financieras, lo cual sería un doble golpe para las economías de mercados emergentes y en desarrollo debido al bajo porcentaje de población vacunada y la rigidez de las condiciones financieras externas, lo cual atrasaría gravemente su recuperación y arrastraría el crecimiento mundial por debajo de la línea base estimada.

Para la región latinoamericana, el FMI proyecta una tasa de crecimiento de 5.8%, estando por debajo de lo estimado para la economía global y siendo insuficiente para recuperarse de la contracción del -7% reportada en el año 2020, debido a las afectaciones económicas en todos los países de la región. En cuanto a la región centroamericana, se estima que las economías con mayor dinamismo sean: Guatemala, Honduras y El Salvador, las cuales registrarían una tasa de crecimiento de 4.5%, seguido de Costa Rica (-2.6%) y Nicaragua (0.24%).

## Entorno económico

Luego de la reactivación de la mayor parte de los sectores desde finales del 2020 e inicios del 2021, así como el progreso en el nivel de población vacunada contra el virus, la actividad económica ha mostrado importantes señales de recuperación, donde al quinto mes de 2021 los nueve componentes que integran el Índice de Volumen de la Actividad Económica (IVAE) han mostrado variaciones positivas lideradas por el sector Construcción (+81.6%), Comercio Transporte y Almacenamiento (+52.5%) y el Índice de la Producción Industrial (+49.8%). Lo anterior, como efecto rebote luego de la paralización temporal de dichas actividades en el año 2020; sin embargo, es importante destacar que al observar el comportamiento durante los primeros cinco meses de 2021, se identificó un alto repunte únicamente en el primer trimestre del año, pero a medida se estabilizan las demás actividades económicas, la tendencia se acerca rápidamente a los bajos niveles mostrados en los años pre pandémicos.

Por su parte, el sistema financiero mostró una tenue recuperación donde la cartera de préstamos colocada reflejó un crecimiento de +2.4%, cerrando en US\$15,306 millones. A nivel de su composición por sectores económicos, más de dos tercios del total fue colocada en los siguientes sectores: Consumo (34.4%), Vivienda (17.6%), Comercio (13.2%)

<sup>3</sup> Asiento Registral EM-0013-2021. Recuperado de: <https://rpsf.ssf.gob.sv/website/asientostemp/EM-0013-2021.pdf>

y Servicios (8.6%). Por el lado de los depósitos del público, se mostró similar condición, alcanzando los US\$16,893 millones, equivalente a una variación interanual del 8.8%; no obstante, la alta liquidez del sistema provocó un descenso en el spread financiero al primer semestre de 2021 ubicándose en 2.7%, estando por debajo del 3% reportado a la misma fecha del año previo.

Referente al comportamiento del fiscal de El Salvador, al primer semestre de 2021 el déficit fiscal ascendió a US\$517 millones, equivalente a una disminución del 53.3%, respecto de lo reportado a junio 2020 como resultado de menores erogaciones en el gasto de salud pública, así como una recuperación de la recaudación tributaria. La brecha fiscal acumulada del país ha generado mayores riesgos de insolvencia, amenazando la sostenibilidad de las finanzas del Estado, considerando el alto endeudamiento público que asciende a aproximadamente el 89% del PIB.

Respecto a las variables externas que tienen relación con la economía, se destacan las Remesas Familiares que continuaron siendo un pilar fundamental en el ingreso disponible de los hogares salvadoreños, las cuales provienen en más de un 90% de Estados Unidos. En ese sentido, al cierre de junio de 2021 acumularon un monto de US\$3,658 millones, equivalente a una significativa tasa de crecimiento de 45.3% respecto a junio 2020, y presentando una participación de aproximadamente el 27.8% respecto del PIB<sup>4</sup>. Por su parte, la incertidumbre política y económica originada por diversas leyes y reformas recientemente aprobadas, así como el contexto generado por la pandemia por COVID-19 han presionado hacia el alza el riesgo país. Lo anterior se demuestra en el deterioro que ha experimentado el EMBI, cuyo indicador pasó de 6 puntos básicos en enero 2021 a 7.2 puntos básicos al cierre de junio del mismo año, siendo esta la posición más alta durante el primer semestre.

Por último, de acuerdo con el Fondo Monetario Internacional, se espera que la economía salvadoreña cierre el año con un crecimiento de 4.5%, derivado de la reactivación por completo de todas las actividades económicas y del alto nivel de avance de la población vacunada contra el COVID-19. Por su parte, el BCR proyecta que la economía salvadoreña crecerá alrededor de 9%, agregando el efecto positivo que tendrán los diversos subsidios otorgados por el gobierno para incentivar a las MYPES, y las mejoras de los tiempos en los procesos del comercio exterior que incentivarán el dinamismo de las exportaciones.

## **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, nace con la finalidad de adquirir inmuebles, vehículos, maquinaria y terrenos para posteriormente darlos en arrendamiento. Es decir, se dedica a la actividad inmobiliaria, de bienes raíces, industrias, entre otros, para su compra, venta, arrendamiento, leasing. Cabe destacar que la consolidación y crecimiento de las operaciones de la Inmobiliaria se encuentran ligadas a las operaciones de SigmaQ, tanto en ingresos como en inversiones de bienes muebles e inmuebles. Adicionalmente, dentro de sus lineamientos estratégicos y de sus operaciones considera el otorgamiento de préstamos para capital de trabajo a sus relacionadas y terceros.

Al período 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 la emisión de titularización, papel bursátil y certificados de inversión. Asimismo, la entidad comparte una misma visión y filosofía con sus relacionadas, la cual se fundamenta en el cumplimiento de responsabilidades éticas y legales, por lo que en su manual de política integral establecen las diferentes políticas acordes a su visión.

De acuerdo con el análisis efectuado por PCR, Inmobiliaria Mesoamericana cuenta con un nivel de desempeño Óptimo<sup>5</sup> respecto a sus prácticas de Gobierno Corporativo. Dentro de los aspectos de Gobierno Corporativo, se cuenta con una política la cual considera los derechos y obligaciones de los accionistas y miembros de la Junta Directiva. 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

### **Junta Directiva y Plana Gerencial**

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. En opinión de PCR, la sociedad posee personal capacitado y con experiencia en la dirección de las diferentes áreas estratégicas.

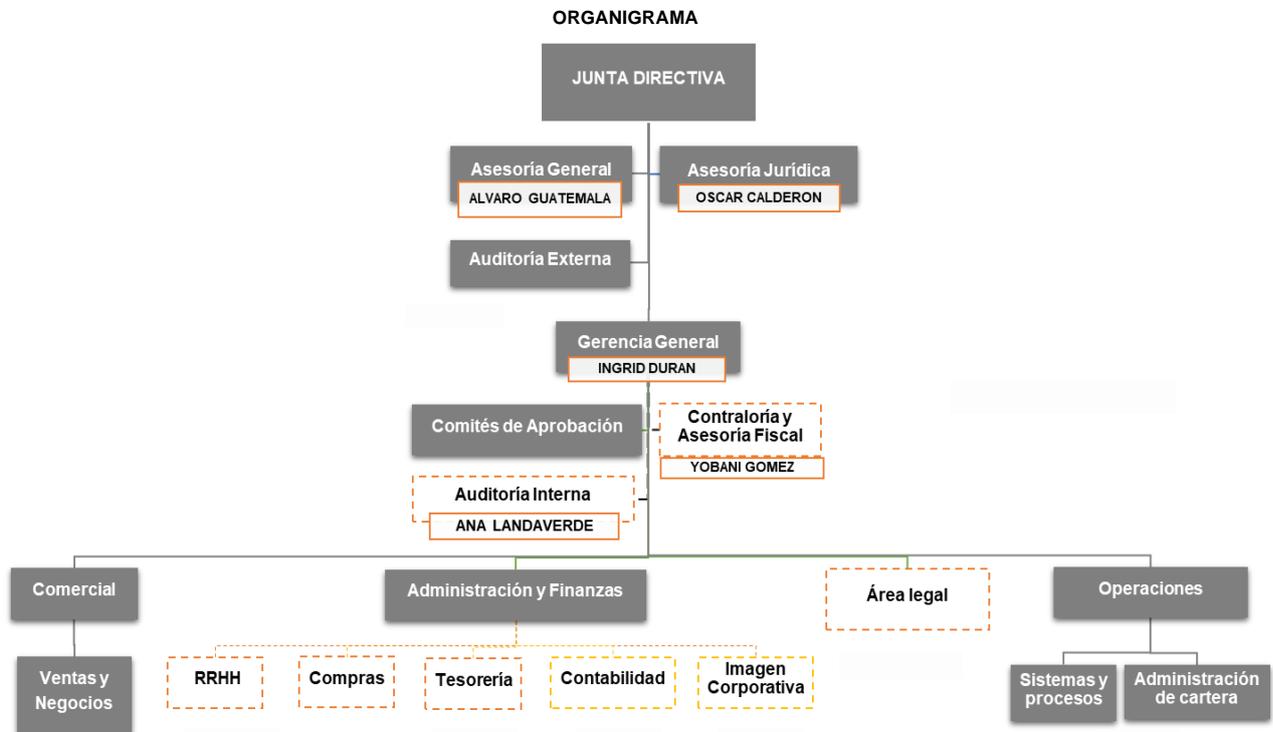
<sup>4</sup> Remesas anualizadas a junio 2021 entre PIB estimado 2021 del FMI.

<sup>5</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.

JUNTA DIRECTIVA		PLANA GERENCIAL	
Cargo	Nombre	Cargo	Nombre
Presidente	José Roberto Rivera Samayoa	Gerente General	María Ingrid Durán Garay
Vicepresidente	Álvaro Ernesto Guatemala Cortez		
Secretario	Óscar Armando Calderón Arteaga		
Director Suplente	Alejandra Yarhi Deneke		

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>6</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.

Inmobiliaria Mesoamericana está facultada para realizar actividades económicas de bienes raíces, de terrenos, de inmuebles, industrias, entre otras; para su compra, venta, arrendamiento, leasing. Así como comprar, vender, dar en arrendamiento toda clase de bienes muebles, equipos y demás relacionados. Dentro de las principales operaciones se encuentran: Arrendamiento de inmuebles, maquinaria y equipo, de vehículos automotores y crédito para capital de trabajo.

Dentro de los 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 SigmaQ (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.

Actualmente, sus principales clientes son empresas relacionadas con las que posee contratos de arrendamiento de largo plazo y de las cuales obtiene todos sus ingresos. El mercado objetivo de la Inmobiliaria son todos aquellos sujetos de crédito que comprueben ventas anuales de más de US\$1,000 miles, que tengan necesidades de financiamiento mayores a US\$50 miles y hasta US\$3,000 miles y que presenten proyectos viables y rentables.

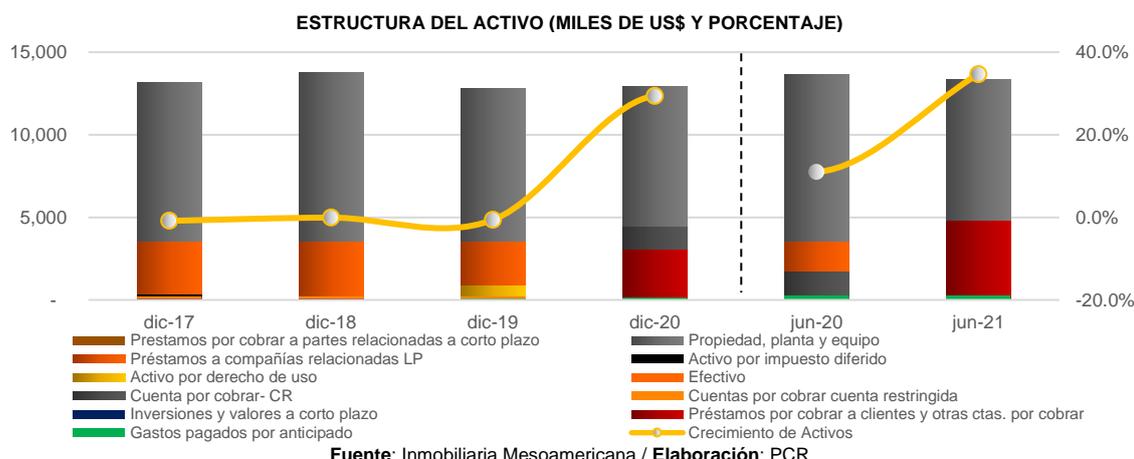
## Análisis financiero de Inmobiliaria Mesoamericana

### Activos

A junio 2021, los activos totales de Inmobiliaria Mesoamericana se ubicaron en US\$26,265 miles, presentando una tasa de crecimiento de 34.7% (US\$6,769 miles) respecto a junio 2020 (US\$19,497 miles), asociado al aumento de las cuentas por cobrar a relacionadas, las cuales registraron un saldo de US\$3,419 miles, aunado a un incremento

<sup>6</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.

en los préstamos por cobrar a clientes por un monto US\$4,777 miles, como parte de sus estrategias de otorgamiento de líneas de crédito rotativas a clientes terceros, las cuales tienen un plazo de hasta 12 meses. Por su parte, la entidad posee una cuenta por cobrar a una de sus relacionadas (CARSA), cuenta que ha mostrado una disminución del 57.1% (US\$2,000 miles), presentando un saldo a la fecha de US\$1,500 miles. Finalmente, la institución posee un saldo de US\$2,283 miles en inversiones y valores de corto plazo.

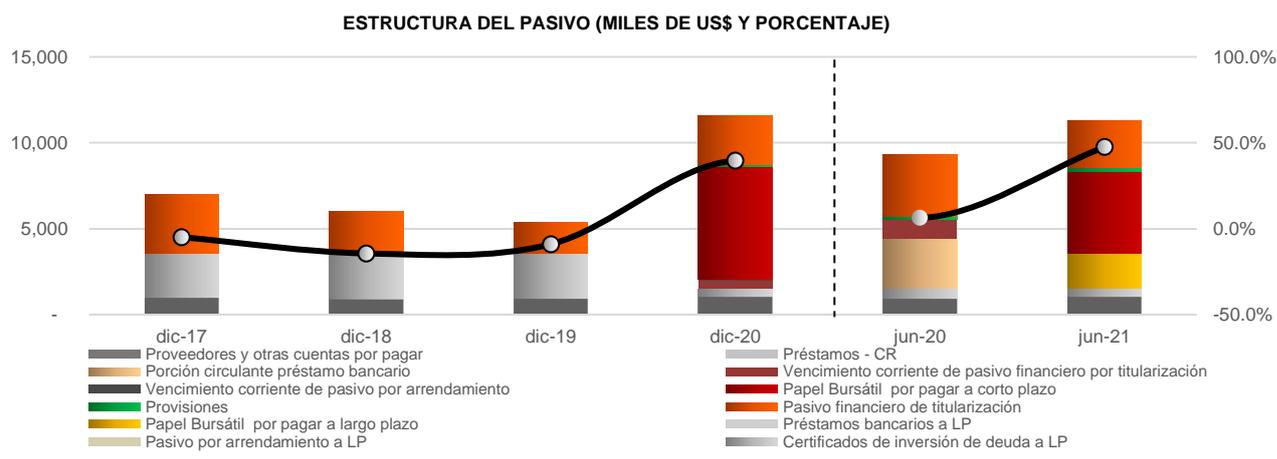


La compañía reflejó una ligera disminución de 2.81% (US\$281 miles) en la Propiedad planta y equipo, como resultado de la respectiva depreciación contable. En cuanto a la estructura la Propiedad, Planta y Equipo neto, estos muestran la mayor participación respecto al total de los activos, con una representación del 50.84%, inferior a la reportada en junio 2020 (69.94%). Asimismo, los activos fijos que cobran mayor relevancia dentro de su estructura se encuentran: la maquinaria y equipo industrial con un 34.1%, seguido por un terreno y Edificio donde se ubican las oficinas de Carsa, cuyas participaciones son de 24.8% y 23.0%, respectivamente.

Los préstamos por cobrar a clientes y otras cuentas por cobrar se ubican en segundo lugar con un monto de US\$4,777 miles, representando el 18.19% de los activos, cuya participación corresponde a los montos adeudados de clientes por operaciones de factoraje y líneas de créditos de capital de trabajo o rotativo; seguido de las cuentas por cobrar a compañías relacionadas con un nivel de participación de 13.02%.

### Pasivos

A junio 2021, los pasivos de la Inmobiliaria se ubicaron en US\$17,334 miles, reflejando un incremento de 47.6% (US\$5,589 miles) respecto a junio 2020, como resultado del incremento de las obligaciones de corto plazo de la entidad 49.0% (+US\$2,808 miles), especialmente por la colocación de títulos de emisión propia (PBIMSA01) menor a un año, registrando al período de análisis un saldo de US\$6,500 miles. Asimismo, las obligaciones de largo plazo presentaron un incremento interanual del 46.2% (US\$2,781 miles), como resultado de la colocación de los tramos de largo plazo de la emisión de papel bursátil (PBIMSA01), los cuales ascienden a US\$3,500 miles, esto contrarrestó con la reducción del pasivo financiero por titularización debido a la amortización de capital realizada al fondo.

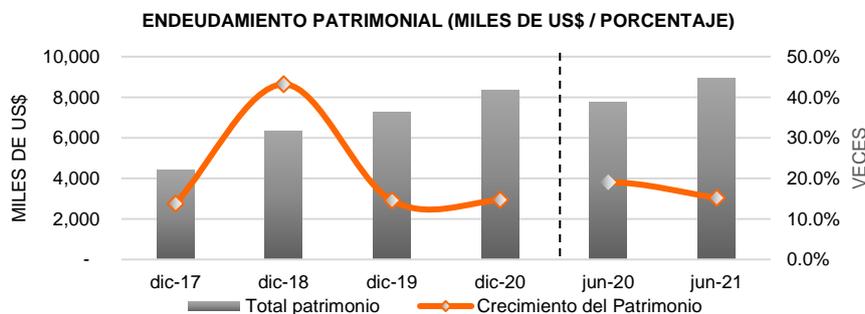


Al período de análisis, el 50.74% de los pasivos totales registrados por Inmobiliaria Mesoamericana corresponden a las obligaciones largo plazo, superior en 0.47 p.p. respecto a la participación reportada en junio 2020; en este sentido, el pasivo con mayor relevancia dentro de la estructura de largo plazo corresponde a la emisión de papel bursátil con una concentración de 20.19%, seguido del pasivo financiero de titularización con una participación del 15.9%, menor a la reportada en junio 2019 (30.53%), 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%. Finalmente, los Certificados de Inversión son otro pasivo con alta importancia dentro de la estructura de los pasivos totales, el cual representa a

junio 2021 el 8.65% y corresponde al tramo II por un monto de US\$1,500 miles con vencimiento en noviembre de 2024.

### Patrimonio

A junio 2021, Inmobiliaria Mesoamericana registró un patrimonio de US\$8,932 miles, con una tasa de crecimiento interanual de 15.2% (US\$1,179 miles), como resultado del incremento de las utilidades retenidas 21.5% (+US\$1,066 miles); cabe destacar 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>7</sup>. Asimismo, la utilidad del período se ubicó en US\$609 miles, con un crecimiento equivalente al 22.9% respecto a junio 2020.



Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

### Riesgos financieros

Como parte de su política para administrar sus riesgos, la institución 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 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.

#### Análisis de cartera de crédito

Al período de análisis, la institución cuenta con una cartera de préstamos por cobrar por un valor en capital de US\$2,899 miles y una de rendimiento promedio de 12.14%. Dicha cartera se encuentra distribuida en tres importantes sectores económicos, destacando industria con una concentración de 37.22% (US\$1,079 miles), seguido del sector Servicio y Comercio, con una concentración de 35.46% (US\$1,028 miles) y 27.32% (US\$792 miles).

Por su parte, es necesario destacar que la cartera se encuentra con cero días mora; asimismo, como parte de las medidas para mitigar el riesgo crediticio, los préstamos se encuentran constituidas con garantía prendaria y fiduciaria.

#### Préstamos por cobrar a largo plazo

En noviembre de 2014, Inmobiliaria Mesoamericana otorgó a Cartonera Centroamericana, S.A. de C.V., un 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 sufriría 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.

#### 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.

Las políticas van orientadas a mitigar los riesgos asociados a las actividades de la entidad, adicionalmente, se han constituido comités que permitan identificar de forma temprana los factores que pudiesen afectar el desempeño de la Inmobiliaria. Algunas de las políticas aplicadas destacan la política contra el lavado de dinero y activos, la cual permite

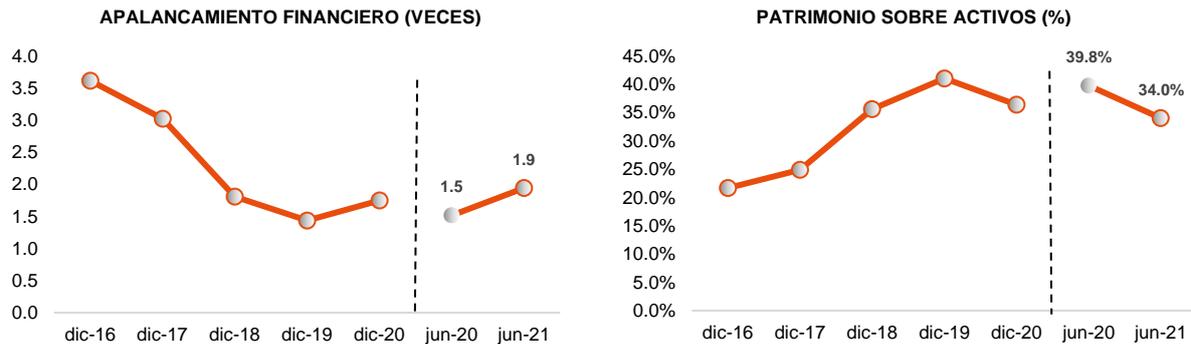
<sup>7</sup> Incremento en las utilidades retenidas estaría relacionado a la reclasificación de alguno activos que pasaron a ser reconocidos como propiedad de inversión, teniendo un efecto en los niveles de depreciación.

identificar cada nuevo cliente y proveedor, así como monitorear la actividad de los clientes existentes, con el único fin de evitar ser utilizada como medio para legitimar activos provenientes de actividades delictivas. Asimismo, se cuenta con políticas sobre personas expuestas políticamente (PEPs), lo cual permite contar con sistemas apropiados de manejo de riesgo para determinar si el cliente o beneficiario real es una persona políticamente expuesta, contando con una base de datos sobre la información de sus empresas, ingresos, cargo, lugar de trabajo.

### Riesgo de solvencia

A junio de 2021, el patrimonio mostró una tendencia positiva al incrementarse en 15.2% en términos interanuales, demostrando la capacidad de generación operativa del negocio de manera sostenida. El incremento estuvo explicado por las utilidades generadas durante el primer semestre de 2021 y de ejercicios anteriores.

Por su parte, ante el mayor incremento de los pasivos (+47.6%), los niveles de endeudamiento patrimonial de Inmobiliaria Mesoamericana mostraron un incremento al ubicarse en 1.94 veces (junio 2020: 1.52 veces), dicho comportamiento se debe al aumento en las colocaciones de emisión propia en el mercado de valores (PBIMSA01), como parte de su estrategia de fondeo. Asimismo, el indicador de Patrimonio sobre Activos se posicionó en 34.0%, inferior al 39.8% reportado en junio de 2020; dichos indicadores muestran un comportamiento estable.



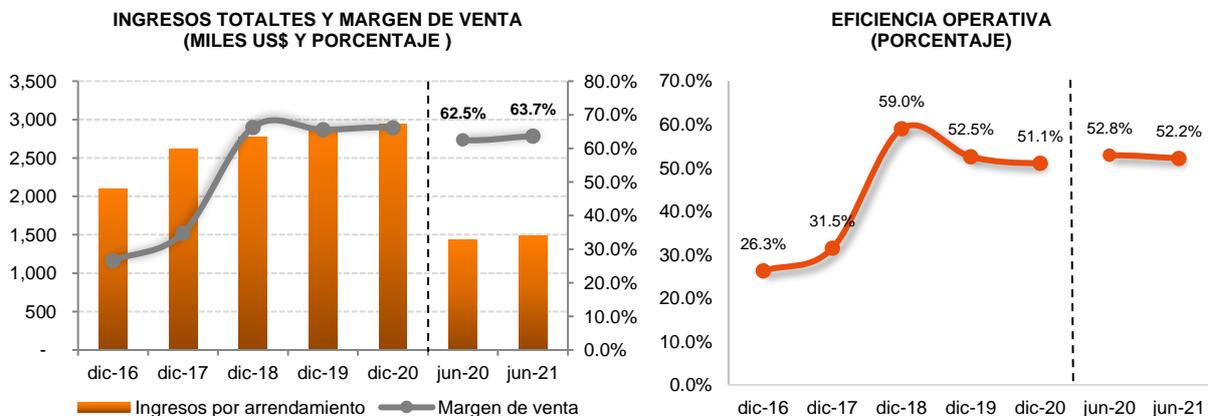
Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

### Resultados Financieros de Inmobiliaria Mesoamericana

Al 30 de junio 2021, los ingresos de Inmobiliaria Mesoamericana totalizaron los US\$1,482 miles, evidenciando un ligero incremento de 3.0% (US\$43.6 miles) respecto a junio 2020, provenientes de actividades de arrendamiento de inmuebles, maquinaria y vehículos. Cabe destacar que Inmobiliaria Mesoamericana tiene contrato de arrendamiento con empresas relacionadas, de las cuales percibe el 100% de sus ingresos, siendo los más representativos con CARSA, cuyos ingresos muestran una participación del 67.9%, y provienen de contratos de arrendamiento de maquinarias, montacargas e inmuebles.

Por su parte, los costos de IME se ubicaron en US\$538 miles, con una leve disminución de 0.3% (US\$1.7 miles) respecto a junio de 2020, asociado a los gastos de mantenimiento y depreciación de bienes en arrendamiento. Alineado con lo anterior, la utilidad bruta se ubicó en US\$944 miles, reflejando un crecimiento interanual de 6.0% (US\$45 miles), lo cual generó un margen de venta<sup>8</sup> de 63.7%, ligeramente por encima respecto al reportado en junio de 2020 (62.5%), debido a la tendencia de los ingresos por arrendamiento.

El indicador de eficiencia operativa se ubicó en 52.2%, sin variaciones significativas respecto en junio 2020 (52.8%)<sup>9</sup>, como resultado de la estabilidad en los ingresos por arrendamiento de la compañía. En este sentido, PCR considera que los niveles de gastos operativos siguen siendo congruentes con los lineamientos estratégicos de Inmobiliaria Mesoamericana 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

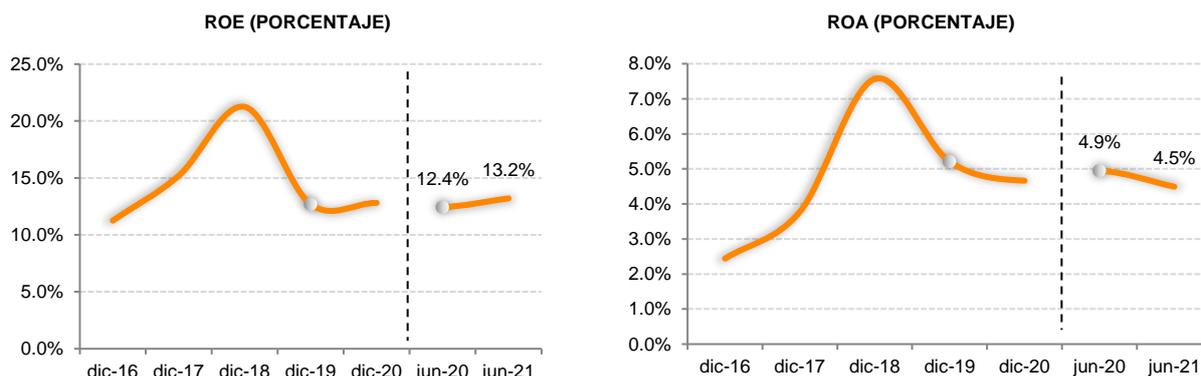
<sup>8</sup> Margen de venta: Utilidad bruta/Ingresos por arrendamiento

<sup>9</sup> Eficiencia operativa: Utilidad operativa/Ingresos por arrendamiento.

Como parte del enfoque estratégico de IME, las operaciones de intermediación financiera han cobrado mayor relevancia, a través de la colocación de créditos de capital de trabajo, líneas de crédito rotativas y factoraje, así como préstamos a compañías relacionadas. En este sentido, los ingresos financieros a junio de 2021 fueron US\$521 miles, evidenciando una tasa de crecimiento de 114.1% (+US\$278 miles). Dichas operaciones han sido financiadas a través de colocación de títulos valores y otras obligaciones financieras, lo cual registra US\$540 miles en gastos financieros, con una tasa de crecimiento de 33.3% (+US\$135 miles).

La utilidad neta reportó los US\$609 miles, con una tasa de crecimiento de 22.9% (+US\$113 miles) respecto a la reportada a junio de 2020, comportamiento explicado por la estabilidad en los ingresos por arrendamiento y por la mejora sustancial en los ingresos financieros.

Por su parte, al evaluar la utilidad de los últimos doce meses, la compañía muestra un aumento de 22.3% (+US\$215 miles), lo cual permitió que los indicadores de rentabilidad se mantuvieran estables. En este sentido, el indicador de rentabilidad sobre patrimonio (ROE) se ubicó en 13.2%, superior al 12.4% reportado en junio 2020. Finalmente, el rendimiento sobre activos (ROA) se posicionó en 4.5%, ligeramente inferior al reportado en junio 2020 (4.9%), como resultado del mayor incremento de activos menos productivos para la compañía.



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 SigmaQ, 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%
<b>Total Acciones Suscritas y Pagadas</b>	<b>600,000</b>	<b>100%</b>

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

La Sociedad es administrada por la Junta Directiva y cuenta con una plana gerencial con experiencia en el sector, las cuales se encuentran conformadas de la siguiente forma:

JUNTA DIRECTIVA		PLANA GERENCIAL	
Cargo	Nombre	Cargo	Nombre
Presidente	Ing. José Roberto Rivera Samayoa	Gerente CARSA	Mauricio Tapias
Secretario	Lic. Óscar Armando Calderón Arteaga	Gerente Comercial	Jaime Escalón
Director Suplente	Licda. Carmen Aída Hernández de Meardi	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 SigmaQ, las cuales procuran 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 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 que atiende son los alimentos, bebidas, agroindustria, cuidado personal, maquila, confección, comercio, entre otras. Por su parte, las líneas de producto que ofrece son cajas de corrugado y micro-corrugado, productos promocionales, exhibidores, cartón chip y cara blanca.

### Análisis cuantitativo de CARSA

#### Análisis Financiero

##### Activos

Al 30 de junio de 2021, los activos totales de Cartonera Centroamericana se ubicaron en US\$38,608 miles, registrando una leve disminución de 1.1% (-US\$423 miles), asociado a la disminución del efectivo 10.8% (-US\$960 miles). Pese a dicho comportamiento, CARSA sigue manteniendo los niveles de liquidez necesarios para hacer frente a las obligaciones más próximas de la compañía. Adicionalmente, los niveles de inventario muestran una reducción del 11.9% (-US\$739 miles). Por su parte, las cuentas por cobrar netas y a relacionadas muestran un crecimiento interanual de 14.9% (+US\$665 miles) y 6.0% (+US\$390 miles), respectivamente.

ACTIVOS (EN MILES US\$)						
Componente	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-20	jun-21
Efectivo	6,555.7	3,785.3	5,011.0	9,024.4	8,873.5	7,913.3
Cuentas por cobrar Netas	4,897.4	6,090.1	6,868.6	4,818.6	4,726.1	5,391.8
Cuentas por cobrar – CR	5,838.0	5,601.2	6,593.1	7,915.7	6,539.0	6,929.2
Inventarios netos	5,675.6	7,147.9	6,213.8	5,158.0	6,226.8	5,487.5
Gastos Pagados por anticipado	479.2	472.5	378.5	385.6	289.1	206.5
Propiedad, planta y equipo neto	12,246.4	12,561.3	12,460.9	12,052.7	12,376.2	12,679.3
Activos intangibles y otros	3.7	-	-	334.7	-	-
<b>Total de Activos</b>	<b>35,696.0</b>	<b>35,658.3</b>	<b>37,525.9</b>	<b>39,689.7</b>	<b>39,030.6</b>	<b>38,607.6</b>

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

En cuanto a la estructura de los activos de la compañía, el 32.8% lo componen la propiedad, planta y equipo, superior al 31.7% reportado en junio 2020, mientras que el efectivo concentró el 20.5% del total de los estos, inferior al 22.7% reportado en junio 2020; mientras que las cuentas por cobrar a relacionadas presentan una participación del 17.9%, superior al 16.8% del periodo pasado.

##### Pasivos

Al período de análisis, los pasivos totales de Cartonera Centroamericana fueron de US\$18,062 miles, registrando una disminución del 7.2% (US\$1,403 miles) respecto al reportado en junio de 2020, asociado a la reducción de los préstamos bancarios de corto plazo de la compañía (-US\$4,411 miles). La contracción de dicha cuenta fue compensada por el comportamiento de los préstamos bancarios de Largo Plazo, los cuales mostraron un crecimiento de 104.1% (+US\$3,327 miles). A junio 2021, CARSA 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-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-20	jun-21
Proveedores y otras cuentas por pagar	3,949.3	1,540.3	1,649.2	1,179.9	1,363.8	1,228.9
Cuentas por pagar - CR	407.2	203.1	208.8	553.9	304.6	983.2
Préstamos bancarios a CP	8,042.6	6,804.8	6,239.7	5,576.2	9,550.0	5,138.9
Provisiones	351.4	475.5	1,213.4	963.2	1,273.0	313.0
Préstamo fiduciario	3,500.0	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	3,195.0	6,522.5
Obligaciones laborales	-	-	302.1	302.1	279.0	375.8
ISR Diferido	320.4	302.1	-	-	-	-
<b>Total Pasivos</b>	<b>16,570.9</b>	<b>15,656.6</b>	<b>16,179.0</b>	<b>19,669.5</b>	<b>19,465.4</b>	<b>18,062.3</b>

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

##### Patrimonio

A junio de 2021, el patrimonio de Cartonera Centroamericana se ubicó en US\$20,545 miles, con una tasa de crecimiento de 5.0% (+US\$980 miles), producto del incremento en las utilidades acumuladas y las utilidades del presente ejercicio, ante la recuperación gradual de las operaciones de la compañía.

**PATRIMONIO (EN MILES US\$)**

Componente	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-20	jun-21
Capital social	7,200.0	7,392.1	7,392.1	7,392.1	7,392.1	7,392.1
Reserva Legal	1,151.0	1,265.7	1,381.0	1,431.3	-	-
Superávit por revaluación	9,278.8	9,959.2	11,228.6	2,436.5	-	-
<b>Utilidades retenidas y revaluaciones</b>	<b>7,907.6</b>	<b>8,620.5</b>	<b>9,994.0</b>	<b>8,760.3</b>	<b>12,173.1</b>	<b>13,153.2</b>
Utilidades Retenidas	6,412.3	7,236.0	8,648.8	7,615.9	11,954.8	12,628.1
Utilidad del ejercicio	1,495.3	1,384.5	1,345.2	1,144.4	218.3	525.1
<b>Total Patrimonio</b>	<b>17,629.8</b>	<b>18,617.0</b>	<b>21,346.9</b>	<b>20,020.2</b>	<b>19,565.2</b>	<b>20,545.3</b>

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

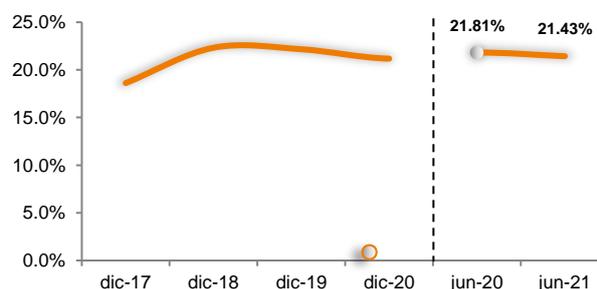
**Análisis de Resultados**

Al 30 de junio 2021, los ingresos de CARSA totalizaron los US\$18,049 miles, reflejando una disminución interanual de 2.9%, comportamiento que se encuentra asociado a la dinámica económica de los países donde CARSA posee operaciones. En este sentido, Costa Rica presenta la mayor contracción (-51.8%), caída que fue compensada por la mayor demanda de El Salvador (+26.5%) y Guatemala (+27.6%). Es necesario destacar que dichos países concentran el 70.1% de las ventas de Cartonera Centroamericana.

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

País	jun-20	jun-21	Variaciones
El Salvador	6,022.1	7,616.9	26.5%
Costa Rica	6,062.3	2,920.7	-51.8%
Honduras	2,429.3	2,475.0	1.9%
Guatemala	1,652.5	2,109.0	27.6%
Nicaragua	1,165.0	1,292.3	10.9%
México	455.5	82.6	-81.9%
Rep. Dominicana	617.4	949.5	53.8%
Caimán (Islas)	118.7	468.9	295.1%
Panamá	35.4	108.6	207.0%
Belice	13.9	4.4	-68.1%
EE. UU.	7.5	21.7	189.2%
<b>TOTAL</b>	<b>18,579.5</b>	<b>18,049.5</b>	<b>-2.9%</b>

**MARGEN DE VENTA  
(PORCENTAJE)**



Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

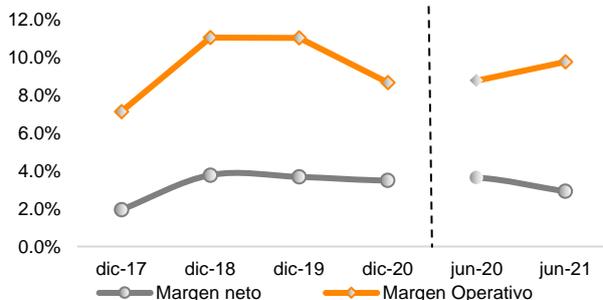
En línea con lo anterior, el margen de venta de Cartonera Centroamericana se ubicó en 21.4%, ligeramente inferior al 21.8% registrado en junio de 2020, como resultado de la mayor contracción de las ventas respecto a los costos. La reducción observada en los costos (-2.38%) estaría asociada en parte a 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.

**Análisis de Rentabilidad y Cobertura**

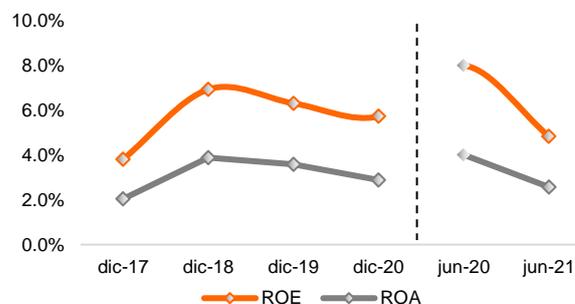
Al período de estudio, el margen operativo se ubicó en 9.8%, evidenciando una menor posición respecto a junio 2020 (8.8%), como resultado del comportamiento de los gastos operacionales (-13.0%), ante la disminución de los gastos de distribución y ventas (-21.3%). Asimismo, el margen neto sobre ventas muestra una ligera disminución, pasando de 3.6% en junio de 2020 a 2.9% a junio de 2021, a consecuencia del incremento de los gastos financieros de la entidad (+12.7%).

Por su parte, al período de análisis se observa una mayor rotación de los activos en 2.47 veces al compararlos con el registrado en junio de 2020 (2.38 veces), producto de la reducción de los inventarios. Pese a la mayor rotación de los activos, el rendimiento sobre activos (ROA) se vio mermado por el deterioro de los principales márgenes de rentabilidad ante la disminución de las ventas de CARSA, lo cual ha evidenciado un indicador de 2.57%, inferior al reportado en junio de 2020 (4.0%). Alineado con lo anterior, el rendimiento patrimonial (ROE) se posicionó en 4.8%, menor en 3.2 p.p. reportado el período pasado (8.0%).

**MÁRGENES DE RENTABILIDAD**



**ROA Y ROE**

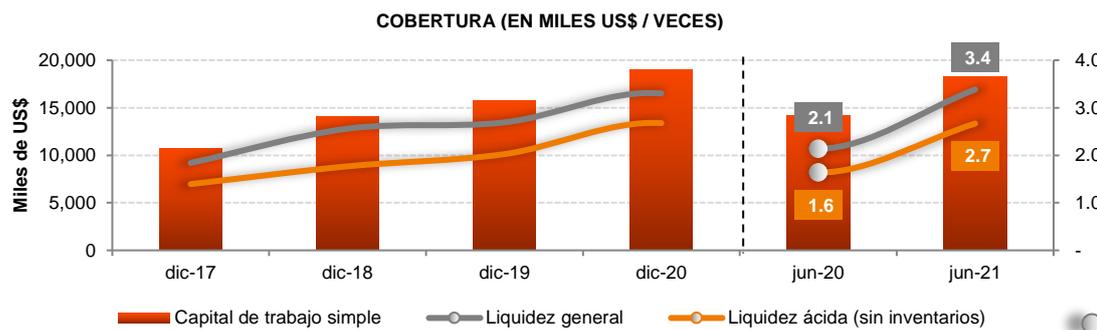


Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

**Liquidez**

A junio 2021, la liquidez general de CARSA se ubicó en 3.4 veces, superior a la reportada en junio de 2020 (2.1 veces), como resultado de la ligera disminución de los activos corrientes 2.7% (-US\$ 726 miles), respecto a la mayor contracción de los pasivos corrientes 38.6% (-US\$4,827 miles), ante la reducción de los préstamos bancarios de corto

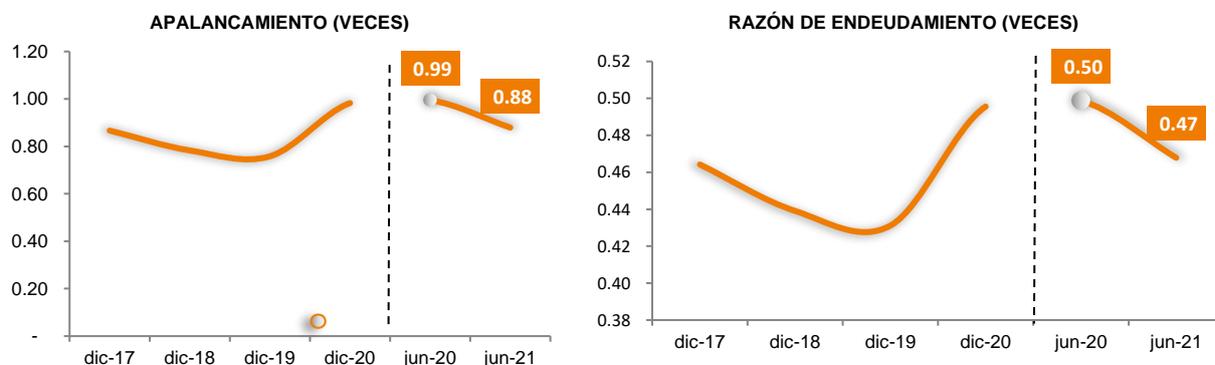
plazo. Asimismo, el índice de liquidez ácida fue de 2.7 veces, superior al 1.6 veces reportado en junio 2020, favorecido por la disminución de los inventarios (-11.9%). Los índices de liquidez muestran una holgada capacidad para hacer frente a sus obligaciones de corto plazo ante cualquier eventualidad.



Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

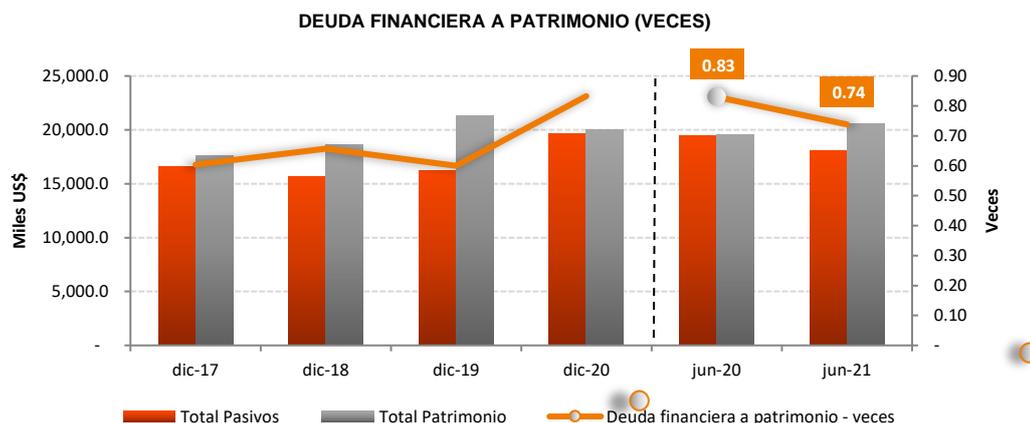
### Endeudamiento y solvencia

Al 30 junio de 2021, el ratio de deuda total a patrimonio se ubicó en 0.88 veces, reflejando una tendencia decreciente (junio 2020: 0.96 veces), derivado de la disminución de los préstamos bancarios de corto plazo, lo cual influyó en la reducción de los pasivos totales (-7.2%). Por su parte, los niveles de endeudamiento se ubicaron en 0.47 veces, por debajo del reportado en junio de 2020 (0.50 veces), producto del comportamiento de los activos (-1.08%), los cuales mostraron una menor contracción respecto a los pasivos (-7.2%).



Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

Asimismo, la razón de deuda financiera frente al patrimonio presentó una disminución al ubicarse en 0.74 veces, respecto al 0.83 veces reportado en junio 2020, como resultado de la disminución de los préstamos de corto plazo.



Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

### Perfil de la Titularizadora

RICORP Titularizadora, Sociedad Anónima, fue constituida en 2011, con el objetivo 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		JUNTA DIRECTIVA	
ACCIONISTA	PARTICIPACIÓN	Nombre	Cargo
RICORP S.A. de C.V.	99.9999 %	Rolando Arturo Duarte Schlageter	Presidente
Remo José Martín Bardi	0.0001 %	Manuel Roberto Vieytes Valle*	Vicepresidente
<b>Total</b>	<b>100%</b>	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 Muyshondt	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

Ricorp Titularizadora 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, a junio de 2021 la razón corriente de liquidez se ubicó en 40.6 veces (junio 2020: 10.8 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	jun-20	jun-21
Liquidez Corriente	15.2	12.8	11.8	10.3	29.8	10.8	40.6
Liquidez General	15.5	13.0	12.0	10.8	30.8	11.3	41.5

Fuente: SSF / **Elaboración:** PCR

Asimismo, se observó una recuperación importante en la rentabilidad de la Titularizadora gracias al crecimiento de las utilidades del ejercicio (+152.8%).

Componentes	ROA Y ROE ANUALIZADO (%)						
	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-20	jun-21
ROA	10.7%	13.2%	16.9%	23.4%	3.0%	23.4%	8.3%
ROE	11.5%	14.3%	18.5%	22.0%	3.1%	24.0%	9.1%

Fuente: SSF / **Elaboración:** PCR

## Instrumento Clasificado (FTRTIME 01)

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". (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.
<b>Garantías de la Emisión</b>	: (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.

<p><b>Mecanismos de Cobertura</b></p>	<p>(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.</p>
<p><b>Negociabilidad</b></p>	<p>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.</p>
<p><b>Custodia y Depósito:</b></p>	<p>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.</p>
<p><b>Redención anticipada</b></p>	<p>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.</p>
<p><b>Destino de los fondos de la emisión:</b></p>	<p>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.</p>
<p><b>Forma y lugar de pago</b></p>	<p>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.</p>
<p><b>Prelación de pagos</b></p>	<p>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: <b>Primero</b>, se pagarán las obligaciones a favor de los Tenedores de Valores. <b>Segundo</b>, las comisiones a la Titularizadora. <b>Tercero</b>, el saldo de costos y gastos adeudados a terceros, de conformidad a lo previsto en el presente Contrato. <b>Cuarto</b>, abonar a la Cuenta de Reserva las cantidades correspondientes para la acumulación de fondos para el pago de capital al vencimiento de la Emisión. <b>Quinto</b>, 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.</p> <p>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: <b>En primer lugar</b>, el pago de Deuda Tributaria; <b>En segundo lugar</b>, se pagarán las obligaciones a favor de Tenedores de Valores emitidos con cargo al Fondo FTRTIME Cero Uno; <b>En tercer lugar</b>, se imputará a otros saldos adeudados a terceros. <b>En cuarto lugar</b>, se pagarán las Comisiones de gestión a favor de la Titularizadora; y <b>en quinto lugar</b>, cualquier excedente se devolverá al Originador.</p>
<p><b>Procedimiento en caso de mora.</b></p>	<p>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.</p>
<p><b>Mecanismo de transferencia de los cánones</b></p>	<p><b>Mecanismo acelerado de transferencia de los cánones</b>  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.</p> <p><b>Mecanismo preventivo de transferencia de los cánones</b>  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.</p>
<p><b>Destino de los fondos obtenidos de la cesión de derechos sobre flujos financieros futuros:</b></p>	<p>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.</p>

Fuente: RICORP Titulizadora / Elaboración: PCR

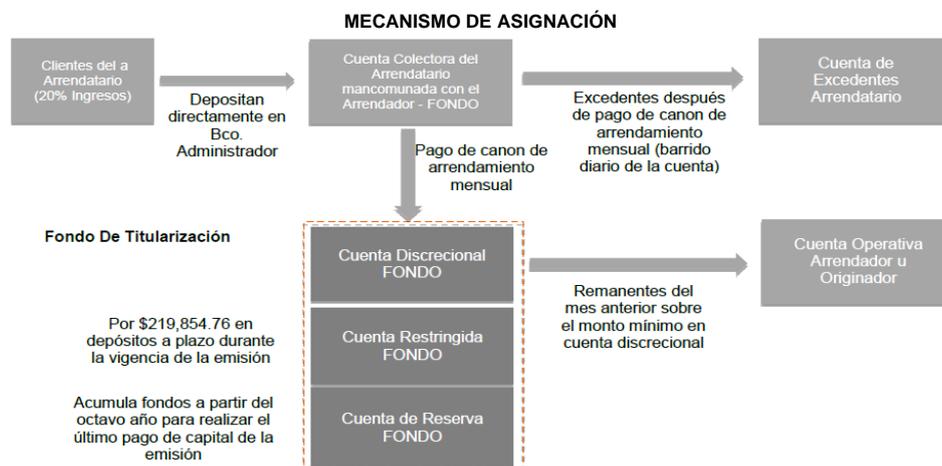
## VTRTIME01

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.

### 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	\$3,092,973	\$3,417,027	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



Fuente: RICORP Titularizadora / Elaboración: PCR

### Dictamen de Valuación de los Flujos Financieros Futuros

En cumplimiento a lo establecido en el artículo 51 de la Ley de Titularización de Activos, los flujos financieros futuros de la emisión fueron sometidos al dictamen de la firma 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.

### 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>10</sup> al suceder cualquiera de los supuestos descritos en el contrato.

### Cobertura de titularización (VTRTIME01)

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.

A junio de 2021 se han pagado 91 cuotas equivalentes a un monto de cesión de US\$12,424.23 miles, con una cuota de cesión mensual de U\$143.531 miles, la cual se estima se mantengan constante hasta el vencimiento. Por su parte, la cesión acumulada a junio de 2021 fue de US\$861.18 miles, similar al monto cedido en junio de 2020.

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

Escenario	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	jun-20	jun-21
Cesión	1,560	1,591	1,623	1,655	1,689	1,722	1,722	861	861
Egresos	1,428	1,425	1,419	1,413	1,406	1,399	1,411	681	681
Cobertura de cesión por arrendamiento (veces)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Cobertura de egresos por arrendamiento (veces)	1.09	1.12	1.14	1.17	1.2	1.23	1.24	1.26	1.25

Fuente: RICORP Titularizadora - Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

### Resguardos financieros

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

#### RAZONES FINANCIERAS (VECES)

Ratio	Componente	jun-21	Límite
<b>Cartonera Centroamericana</b>			
1	EBITDA/Servicio de Deuda	2.91	1.6 Resguardo mínimo
2	Deuda/Patrimonio	0.79	0.85 Resguardo máximo
3	Deuda neta /EBITDA	2.18	3.25 Resguardo máximo
4	Utilidad bruta/Gastos de Operación	2.01	1.4 Resguardo mínimo
5	Cuentas por cobrar a relacionadas/Patrimonio	0.34	0.35 Resguardo máximo
<b>Inmobiliaria Mesoamericana</b>			
1	EBITDA/Gastos financieros netos	11.44	3.0 Resguardo mínimo
2	Pasivo ajustado/Patrimonio	0.45	4.0 Resguardo máximo
3	Pasivo ajustado/EBITDA	1.26	6.0 Resguardo máximo

Fuente: RICORP Titularizadora Inmobiliaria Mesoamericana / 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. Midlline 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

<sup>10</sup> El Fondo de Titularización se encuentra sujeto a condición resolutoria de acuerdo con lo establecido en los artículos mil trescientos cincuenta y mil trescientos cincuenta y ocho del Código Civil.

## Resumen de Estados Financieros no Auditados

### Inmobiliaria Mesoamericana

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

Componente	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-20	jun-21
<b>Activos</b>							
Efectivo	67	202	177	139	49	163	431
Cuenta por cobrar- CR	100	63	54	54	4,404	1,673	3,419
Cuentas por cobrar cuenta restringida	220	220	220	220	220	220	220
Inversiones y valores a corto plazo	-	-	-	-	-	-	2,283
Préstamos por cobrar a clientes y otras ctas. por cobrar	39	37	39	35	3,006	36	4,777
Gastos pagados por anticipado	-	-	8	84	141	269	282
Propiedad, planta y equipo	12,874	13,172	13,788	12,828	12,944	13,636	13,354
Préstamos a compañías relacionadas LP	3,500	3,500	3,500	3,500	1,500	3,500	1,500
Activo por impuesto diferido	384	318	-	-	-	-	-
Activo por derecho de uso	-	-	-	820	621	-	-
<b>Total activos</b>	<b>17,947</b>	<b>17,796</b>	<b>17,786</b>	<b>17,680</b>	<b>22,884</b>	<b>19,497</b>	<b>26,265</b>
<b>Pasivos</b>							
<b>Préstamos y obligaciones financieras CP</b>	<b>2,090</b>	<b>2,387</b>	<b>1,905</b>	<b>2,026</b>	<b>8,756</b>	<b>5,730</b>	<b>8,538</b>
Proveedores y otras cuentas por pagar	65	81	247	75	117	87	681
Préstamos – CR	478	510	197	485	437	514	346
Porción circulante préstamo bancario	62	193	203	190	860	3,800	827
Vencimiento corriente de pasivo financiero por titularización	838	858	926	996	562	1,141	-
Vencimiento corriente de pasivo por arrendamiento	-	-	-	177	103	-	-
Papel Bursátil por pagar a corto plazo	-	-	-	-	6,515	-	6,500
Provisiones	50	71	92	103	162	189	184
<b>Préstamos y obligaciones financieras LP</b>	<b>11,968</b>	<b>10,984</b>	<b>9,545</b>	<b>8,397</b>	<b>5,805</b>	<b>6,015</b>	<b>8,796</b>
Pasivo financiero de titularización	6,262	5,279	4,365	3,366	2,804	3,586	2,756
Papel Bursátil por pagar a largo plazo	-	-	-	-	-	-	3,500
Préstamos bancarios a LP	137	564	358	379	341	-	-
Pasivo por arrendamiento a LP	-	-	-	223	120	-	-
Certificados de inversión de deuda a LP	3,500	3,500	3,500	3,500	1,500	1,500	1,500
ISR Diferido	898	974	896	929	1,040	929	1,040
<b>Total Pasivos</b>	<b>14,058</b>	<b>13,371</b>	<b>11,450</b>	<b>10,423</b>	<b>14,561</b>	<b>11,745</b>	<b>17,334</b>
<b>Patrimonio</b>							
Capital social	2,302	2,302	2,302	2,302	2,302	2,302	2,302
Reserva Legal	103	163	231	302	395	-	-
Superávit por revaluación	-	-	544	499	463	-	-
Utilidades retenidas	558	537	1,913	3,233	4,097	4,955	6,021
Utilidades (Pérdidas) de Período	926	1,423	1,346	921	1,067	495	609
<b>Total patrimonio</b>	<b>3,889</b>	<b>4,425</b>	<b>6,335</b>	<b>7,256</b>	<b>8,323</b>	<b>7,752</b>	<b>8,932</b>
<b>Total patrimonio + pasivo</b>	<b>17,947</b>	<b>17,796</b>	<b>17,786</b>	<b>17,680</b>	<b>22,884</b>	<b>19,497</b>	<b>26,265</b>

Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

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

Componente	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-20	jun-21
Ingresos por arrendamiento	2,099	2,615	2,777	2,873	2,943	1,439	1,482
Costo de Venta	1,539	1,704	937	990	997	540	538
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>560</b>	<b>911</b>	<b>1,840</b>	<b>1,883</b>	<b>1,946</b>	<b>899</b>	<b>944</b>
Otros Ingresos - Ganancia por ajuste al valor razonable	-	-	116	-	-	-	-
Gastos de administración	8	87	141	239	284	139	170
Otros Gastos	-	-	178	135	158	-	-
Total de Gastos de operación	8	87	319	374	442	139	170
<b>Utilidad de Operación</b>	<b>552</b>	<b>824</b>	<b>1,638</b>	<b>1,509</b>	<b>1,504</b>	<b>760</b>	<b>774</b>
Otros Ingresos (gastos) netos	70	31	82	-	-	4	(2)
Ingresos Financieros	-	-	461	443	189	243	521
Gastos Financieros	0	-	914	836	289	405	540
<b>Utilidad Antes de ISR</b>	<b>621</b>	<b>855</b>	<b>1,185</b>	<b>1,116</b>	<b>1,404</b>	<b>603</b>	<b>753</b>
ISR	184	182	383	195	337	108	145
<b>Utilidad Neta</b>	<b>438</b>	<b>672</b>	<b>802</b>	<b>921</b>	<b>1,067</b>	<b>495</b>	<b>609</b>
Revaluación de maquinaria, neto de impuestos sobre la renta diferido	-	-	544	-	-	-	-
<b>Resultado Integral del ejercicio</b>	<b>438</b>	<b>672</b>	<b>1,346</b>	<b>921</b>	<b>1,067</b>	<b>495</b>	<b>609</b>

Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

#### INDICADORES FINANCIEROS

Componentes	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-20	jun-21
Liquidez general	9.6%	12.2%	12.5%	11.2%	85.2%	32.7%	127.8%
Margen bruto	26.7%	34.8%	66.3%	65.5%	66.1%	62.5%	63.7%
Margen Operativo	26.3%	31.5%	59.0%	52.5%	51.1%	52.8%	52.2%
Patrimonio sobre Activos	21.7%	24.9%	35.6%	41.0%	36.4%	39.8%	34.0%
Apalancamiento financiero (veces)	3.6	3.0	1.8	1.4	1.7	1.5	1.9
ROE Anualizado	11.3%	15.2%	21.2%	12.7%	12.8%	12.4%	13.2%
ROA Anualizado	2.4%	3.8%	7.6%	5.2%	4.7%	4.9%	4.5%

Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

## Cartonera Centroamericana

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

Componente	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-20	jun-21
Efectivo	6,556	3,785	5,011	9,024	8,873	7,913
Cuentas por cobrar Netas	4,897	6,090	6,869	4,819	4,726	5,392
Cuentas por cobrar – CR	5,838	5,601	6,593	7,916	6,539	6,929
Inventarios netos	5,676	7,148	6,214	5,158	6,227	5,488
Gastos Pagados por anticipado	479	473	379	386	289	207
Propiedad, planta y equipo neto	12,246	12,561	12,461	12,053	12,376	12,679
Activos intangibles y otros	4	-	-	335	-	-
<b>Total de Activos</b>	<b>35,696</b>	<b>35,658</b>	<b>37,526</b>	<b>39,690</b>	<b>39,031</b>	<b>38,608</b>
Proveedores y otras cuentas por pagar	3,949	1,540	1,649	1,180	1,364	1,229
Cuentas por pagar – CR	407	203	209	554	305	983
Préstamos bancarios a CP	8,043	6,805	6,240	5,576	9,550	5,139
Provisiones	351	476	1,213	963	1,273	313
Préstamo fiduciario	3,500	3,500	3,500	3,500	3,500	3,500
Préstamos bancarios a LP	-	2,831	3,066	7,594	3,195	6,523
Obligaciones laborales	-	-	302	302	279	376
ISR Diferido	320	302	-	-	-	-
<b>Total Pasivos</b>	<b>16,571</b>	<b>15,657</b>	<b>16,179</b>	<b>19,670</b>	<b>19,465</b>	<b>18,062</b>
Capital social	7,200	7,392	7,392	7,392	7,392	7,392
Reserva Legal	1,151	1,266	1,381	1,431	-	-
Utilidades Retenidas y revaluaciones	9,279	9,959	11,229	2,437	-	-
Utilidad del ejercicio actual	1,495	1,385	1,345	1,144	218	525
<b>Total Patrimonio</b>	<b>17,630</b>	<b>18,617</b>	<b>21,347</b>	<b>20,020</b>	<b>19,565</b>	<b>20,545</b>
<b>Total Pasivos + Patrimonio</b>	<b>34,201</b>	<b>34,274</b>	<b>37,526</b>	<b>39,690</b>	<b>39,031</b>	<b>38,608</b>

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

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

Componente	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-20	jun-21
Ingresos	37,398	36,666	36,546	32,774	18,580	18,050
Costo de Venta	30,437	28,481	28,446	25,833	14,528	14,182
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>6,961</b>	<b>8,185</b>	<b>8,100</b>	<b>6,942</b>	<b>4,052</b>	<b>3,868</b>
Gastos de Distribución y venta	2,609	2,410	2,265	2,226	1,481	1,166
Gastos de administración	1,683	1,725	1,803	1,877	941	940
<b>Utilidad de Operación</b>	<b>2,669</b>	<b>4,050</b>	<b>4,032</b>	<b>2,839</b>	<b>1,630</b>	<b>1,762</b>
Depreciaciones y amortizaciones	-	689	778	-	396	424
Gastos Financieros	1,258	1,467	1,258	1,342	618	696
Operaciones no recurrentes	-	-	-	-	(1)	-
Otros ingresos (gastos) netos	(252)	(198)	(353)	(345.9)	103.2	27.1
<b>Utilidad Antes de ISR</b>	<b>1,159</b>	<b>1,696</b>	<b>1,626</b>	<b>1,151</b>	<b>713</b>	<b>666</b>
Partidas no recurrentes y extraordinarias	-	-	-	-	250.9	15.8
Impuesto contribución especial	45	33	29	-	18	-
ISR	385	279	251	7	18	125
<b>Utilidad Neta</b>	<b>729</b>	<b>1,385</b>	<b>1,345</b>	<b>1,144</b>	<b>677</b>	<b>525</b>

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

### INDICADORES FINANCIEROS

Componente	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-20	jun-21
Margen bruto	18.6%	22.3%	22.2%	21.2%	21.8%	21.4%
Margen Operativo	7.1%	11.0%	11.0%	8.7%	8.8%	9.8%
Margen Neto sobre ventas	1.9%	3.8%	3.7%	3.5%	3.6%	2.9%
ROE Anualizado	3.8%	6.9%	6.3%	5.7%	8.0%	4.8%
ROA Anualizado	2.0%	3.9%	3.6%	2.9%	4.0%	2.6%
Liquidez general	1.8	2.6	2.7	3.3	2.1	3.4
Liquidez ácida (sin inventarios)	1.4	1.8	2.0	2.7	1.6	2.7
Liquidez Inmediata (sin inventarios y cxc)	0.6	0.5	0.6	1.1	0.7	1.1
Capital de trabajo simple	10,695	14,073	15,754	19,029	14,163	18,264
Rotación de inventarios (veces)	5.51	4.35	4.56	4.39	2.38	2.47
Cobertura de Intereses (veces)	2.12	2.76	3.20	2.12	2.64	2.53
Cobertura EBITDA/Intereses (veces)	3.19	3.23	3.82	2.12	4.08	1.81
Cobertura de Cargos fijos (veces)	1.59	2.35	2.24	1.51	1.73	1.87

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

## Fondo de Titularización

### BALANCE GENERAL (MILES US\$)

Componentes	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-20	jun-21
Bancos	192	191	204	212	221	199
Cartera de inversiones	220	220	220	220	220	481
Activos en titularización	1,691	1,722	1,722	1,722	1,722	1,722
Rendimientos por cobrar	1	0	0	0	0	0
<b>Total Activo Corriente</b>	<b>2,104</b>	<b>2,133</b>	<b>2,147</b>	<b>2,154</b>	<b>2,164</b>	<b>2,403</b>
Activos en titularización largo plazo	8,468	6,746	5,024	3,301	4,162	2,440
<b>Total Activo No corriente</b>	<b>8,468</b>	<b>6,746</b>	<b>5,024</b>	<b>3,301</b>	<b>4,162</b>	<b>2,440</b>
<b>Total Activo</b>	<b>10,572</b>	<b>8,879</b>	<b>7,170</b>	<b>5,455</b>	<b>6,326</b>	<b>4,843</b>
Honorarios profesionales por pagar	0	0	12	0	12	0
Obligaciones por titularización de activos-corto plazo	911	971	1,036	593	818	613
Impuestos y retenciones por pagar	0	0	0	0	0	0
<b>Total Pasivo Corriente</b>	<b>911</b>	<b>971</b>	<b>1,048</b>	<b>593</b>	<b>830</b>	<b>613</b>
Obligaciones por titularización de activos-largo plazo	5,366	4,407	3,381	2,796	3,093	2,487
Ingresos diferidos	4,038	3,246	2,483	1,786	2,126	1,472
<b>Total Pasivo no corriente</b>	<b>9,404</b>	<b>7,653</b>	<b>5,864</b>	<b>4,582</b>	<b>5,219</b>	<b>3,959</b>
<b>Total Pasivo</b>	<b>10,315</b>	<b>8,624</b>	<b>6,912</b>	<b>5,175</b>	<b>6,049</b>	<b>4,571</b>
Reservas de excedentes anteriores	25	25	25	25	25	25
Excedentes del ejercicio	13	10	14	35	32	27
Aportes adicionales	220	220	220	220	220	220
Total excedente acumulado del fondo de titularización	258	255	259	280	277	272
<b>Total Pasivo</b>	<b>10,572</b>	<b>8,879</b>	<b>7,170</b>	<b>5,455</b>	<b>6,326</b>	<b>4,843</b>
Cuentas de orden y de control deudoras	11,430	11,296	11,152	10,997	11,152	10,997
<b>Garantías recibidas</b>	<b>11,430</b>	<b>11,296</b>	<b>11,152</b>	<b>10,997</b>	<b>11,152</b>	<b>10,997</b>
Cuentas de orden y de control acreedoras	0	0	0	0	0	0
<b>Responsabilidad por garantías recibidas</b>	<b>11,430</b>	<b>11,296</b>	<b>11,152</b>	<b>10,997</b>	<b>11,152</b>	<b>10,997</b>

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

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

Componentes	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-20	jun-21
<b>Ingresos</b>						
Ingresos de operación y administración	817	792	763	697	357	52
Ingresos por inversiones	9	8	8	8	4	1
<b>Total Ingresos</b>	<b>826</b>	<b>800</b>	<b>772</b>	<b>704</b>	<b>361</b>	<b>54</b>
<b>Egresos</b>						
Gastos de administración y operación						
Por administración y custodia	2	2	2	31	1	2
Por clasificación de riesgo	24	24	24	0	6	6
Por auditoría externa y fiscal	3	3	4	3	2	0
Por pago de servicio de la deuda	0	0	0	0	0	0
Por servicios de valuación	4	0	7	7	4	0
Por honorarios profesionales	0	0	0	21	0	0
<b>Total gastos de administración y operación</b>	<b>33</b>	<b>29</b>	<b>36</b>	<b>63</b>	<b>12</b>	<b>8</b>
<b>Gastos financieros</b>	<b>461</b>	<b>402</b>	<b>339</b>	<b>272</b>	<b>144</b>	<b>18</b>
Intereses valores titularización	461	402	339	272	144	18
Otros gastos	0	0	0	0	0	0
Otros gastos	76	70	63	4	21	0
<b>Total gastos</b>	<b>570</b>	<b>501</b>	<b>438</b>	<b>340</b>	<b>177</b>	<b>26</b>
Excedente del ejercicio	256	300	333	365	184	27
Constitución de reservas de excedentes	0	0	0	0	0	0
Remanentes devueltos al originador	-244	-289	-320	-329	-151	0
<b>Excedente del ejercicio</b>	<b>256</b>	<b>300</b>	<b>333</b>	<b>365</b>	<b>184</b>	<b>27</b>

Fuente: RICORP Titularizadora S.A. / 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

### **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.