

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

Comité No. 130 /2019	
Informe con EEFF No Auditados al 30 de junio de 2019	Fecha de comité: 29 de octubre de 2019
Periodicidad de actualización: Semestral	Sector Inmobiliario, El Salvador
Equipo de Análisis	
Alexis Figueroa afigueroa@ratingspcr.com	Isaura Merino imerino@ratingspcr.com (503) 2266-9471

HISTORIAL DE CLASIFICACIONES					
Fecha de información	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Jun-19
Fecha de comité	11/05/2016	25/04/2017	19/04/2018	30/04/2019	29/10/2019
Emisión de Certificados de Inversión (CIIMSA01)	A	A	A	A	A
Perspectiva	Estable	Estable	Estable	Estable	Estable

Significado de la Clasificación

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

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

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

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

Racionalidad

En Comité Ordinario de Clasificación de Riesgo, PCR decidió por unanimidad ratificar la clasificación de la emisión de certificados de inversión de Inmobiliaria Mesoamericana S.A de C.V en "A" con perspectiva "Estable".

La clasificación se fundamenta en la alta capacidad de pago de Inmobiliaria Mesoamericana, derivado de los cánones por arrendamiento con Cartonera Centroamericana (CARSA). Asimismo se toma en consideración los resguardos legales que garantizan el cumplimiento de pago. Adicionalmente se destaca la pertenencia de ambas compañías al Grupo Sigma Q.

Perspectiva

Estable

Resumen Ejecutivo

- **Desempeño financiero de CARSA y generación de flujos de caja.** Como fuente primaria de ingresos del Originador, CARSA muestra un ligero incremento de 2.12% en su nivel de EBITDA, derivado de la disminución en las ventas (-1.36%) hacia compañías relacionadas en Honduras y Panamá. No obstante el EBITDA sobre servicio de la deuda mostró un leve incremento al pasar de 3.11% en junio 2018 a 3.22% en junio 2019, debido a la reducción de pago de intereses y el moderado incremento del EBITDA.
- **Desempeño financiero de IMSA.** A junio de 2019 los ingresos totales de Inmobiliaria Mesoamericana reportaron un crecimiento de 4.43% respecto de junio 2018, mientras que los costos de la compañía reflejaron una reducción del 2.11%, dejando como resultado un incremento en el margen de venta que pasó de 34.31% en junio 2018 a 38.42% en junio 2019.
- **Adecuados niveles de solvencia de IMSA.** A junio de 2019 la estructura de capital de Inmobiliaria Mesoamericana muestra una reducción en sus niveles de apalancamiento, en este sentido el ratio entre deuda total y patrimonio se redujo, al pasar de 2.57 veces a 1.70 veces como resultado de la reducción de sus pasivos totales de (-11.05%), influenciados por la reducción de obligaciones financieras de largo plazo (-12.7%), mientras que el patrimonio total de la Inmobiliaria reflejó un aumento de (34.62%). Asimismo la razón de endeudamiento se ubicó en 0.63 veces, menor a la reportada en junio 2018 cuando fue de 0.72 veces.
- **Resguardos Legales.** IMSA se obliga a no vender, pignorar, dar en garantía o caución, y/o transferir bajo ningún título o modo, ni constituir derecho real o personal alguno a favor de terceros sobre los préstamos prendaos 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.

- **Respaldo del grupo corporativo.** Inmobiliaria Mesoamericana forma parte del grupo corporativo Casa de Oro Q, propiedad del grupo SIGMAQ PACKAGING, S.A, una empresa con más de cincuenta años de experiencia en el mercado de empaques. Actualmente cuenta con doce unidades de negocio, y ocho oficinas de venta y distribución localizadas en América, el Caribe y Asia.

Metodología utilizada

La opinión contenida en el informe se basó en la aplicación de la metodología para Metodología para calificación de riesgo de instrumentos de deuda de corto, mediano y largo plazo, acciones preferentes y emisores (PCR-SV-MET-O-012, El Salvador) vigente del Manual de Calificación de Riesgo aprobado en Comité de Metodologías con fecha 10 de noviembre de 2017. Normalizado bajo los lineamientos del Artículo 8 de "NORMAS TECNICAS SOBRE OBLIGACIONES DE LAS SOCIEDADES CLASIFICADORAS DE RIESGO" (NRP-07), emitidas por el Comité de Normas del Banco Central de Reserva de El Salvador.

Información utilizada para la clasificación

- **Información Financiera:** Estados Financieros No Auditados correspondientes al 30 de junio de 2019.
- **Riesgo Crediticio:** Política de crédito.
- **Riesgo Operativo:** Manual de políticas y procedimientos.
- **Riesgo de Liquidez:** Indicadores de Liquidez.
- **Riesgo de Solvencia:** Estructura de capital y razón de endeudamiento.

Limitaciones y Limitaciones Potenciales para la clasificación

Limitaciones potenciales: A la fecha de estudio no se encuentran limitantes para el proceso de análisis.

Hechos de Importancia de IMSA

- En febrero de 2019 Inmobiliaria Mesoamericana S.A. de C.V. adquirió un préstamo por un monto de US\$93,198.00 otorgado por el Banco de América Central S.A por un plazo de 5 años, con una tasa de interés efectiva de 7.00% para el financiamiento de maquinaria a la sociedad Sigma S.A. de C.V.
- En marzo de 2017 se adquirió arrendamiento de equipo firewalls por un monto de US\$61,536.00 otorgado por CSI Leasing de Centroamérica, S.R.L. por un plazo de 3 años, con una tasa de interés efectiva de 8.00% destinado a dar en arrendamiento estos mismos equipos a las sociedades relacionadas a Grupo SigmaQ.
- En marzo de 2017 Inmobiliaria Mesoamericana S.A de C.V. adquirió un préstamo por un monto de US\$700,000.00 otorgado por el Banco de América Central S.A, por un plazo de 5 años, con una tasa de interés efectiva de 7.00% para el financiamiento de maquinaria y equipo que se otorgaron en arrendamiento a sociedades relacionadas a Grupo SigmaQ en distintos plazos y tasas.
- El 28 de octubre de 2016, Inmobiliaria Mesoamericana, S.A. de C.V., lanza al mercado el tramo uno y dos de la emisión de Certificados de Inversión CIIMSA01, por un total negociado de US\$ 3.5 millones colocados. Los fondos fueron destinados para la cancelación de préstamos mercantiles de Inmobiliaria Mesoamericana S.A. de C.V. con la sociedad The Network Company Enterprises Inc.
- El 4 de diciembre de 2013 Inmobiliaria Mesoamericana, a través de Ricorp Titularizadora, lanza al mercado la su emisión de Valores de Titularización, FTRTIME 01, por un total de US\$9.3 millones. La cual representa la primera titularización en el mercado que tiene como activo los flujos provenientes de los cánones mensuales del contrato de arrendamiento operativo y sus derechos accesorios.

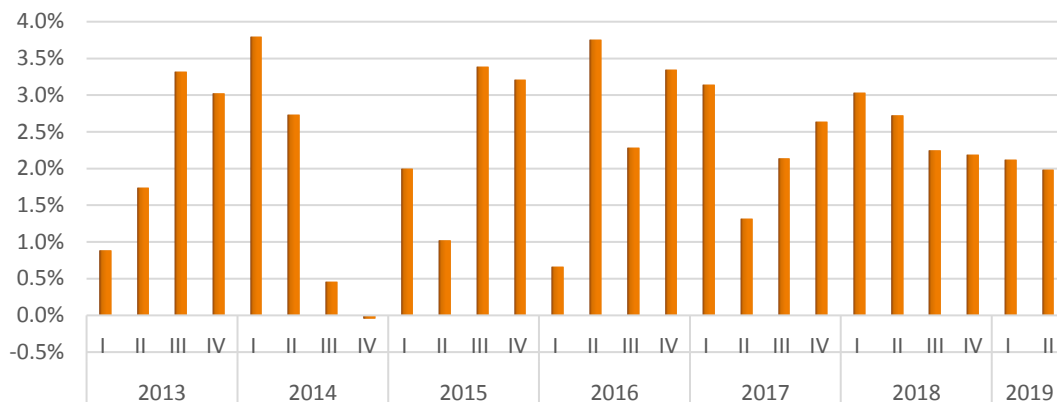
Contexto Económico

Al segundo trimestre de 2019, las cifras publicadas por el Banco Central de Reserva (BCR) muestran que la economía salvadoreña registró una tasa de crecimiento de 1.98%, menor al crecimiento de 2.72% registrado en el mismo periodo del año anterior. En este sentido, desde el enfoque de la demanda, el consumo privado reportó una contribución al crecimiento de 1.42%, menor al 3.15% reflejado en junio 2018, asimismo, la inversión tuvo un aporte del 0.08% (junio 2018: 1.65%). Cabe destacar que, durante los primeros meses del año 2019, El Salvador estuvo bajo un contexto de elecciones presidenciales, dejando como resultado un cambio en la estructuración política que había estado funcionando por diez años de gobierno del partido FMLN, por lo que la incertidumbre ante una nueva administración pudo haber influido en las decisiones de inversión del sector privado. Por otra parte, la contribución al crecimiento de las exportaciones fue de 2.02% (junio 2018: 0.85%). Asimismo, las importaciones contrarrestaron el crecimiento con 1.42% (junio 2018: 3.37%).

Por el lado de la oferta, los sectores que observaron un mayor aporte al crecimiento fueron: la Construcción (0.4%), Servicios financieros (0.33%), alojamiento y comidas (0.15%), agua y evacuación de aguas residuales (0.03%), electricidad (0.13%) y servicios de administración y apoyo (0.13%). En cuanto al sector construcción, el comportamiento positivo estaría relacionado a la ejecución de proyectos de infraestructura (residencial, comercial y corporativo), así como obras de ingeniería civil. Por su parte, el sector de servicios financiero se ha visto estimulado por el crecimiento en la cartera crediticia y depósitos, así como, el incremento de las primas de seguros. No obstante lo anterior, la Industria Manufacturera reflejó un aporte al crecimiento de 0.31%, levemente menor al 0.33% de junio 2018.

De acuerdo con las proyecciones del BCR, el crecimiento de la economía salvadoreña se ubicará en 2.3% al cierre del año 2019, mientras que para el año 2020 la entidad estima que la economía crezca un 2.6%, fundamentada en mayores expectativas de inversión pública y privada.

VARIACIONES ANUALES DEL PIB AL SEGUNDO TRIMESTRE 2019 (SERIE ENCADENADA Y DESESTACIONALIZADA)



Fuente: Banco Central de Reserva / Elaborado: PCR

Resumen de la emisión

DATOS BÁSICOS DE LA EMISIÓN

CONCEPTO	DETALLE
Nombre del emisor	: Inmobiliaria Mesoamericana S.A. de C.V.
Denominación	: CIIMSA01
Clase de Valor	: Certificados de Inversión representado por anotaciones electrónicas de valores en cuenta.
Definición del Instrumento	Son títulos que representan una parte de un crédito constituido a cargo de una sociedad registrada como Emisora de Valores. Por sus características, estos títulos son considerados de renta fija y equivalentes con un bono, con la diferencia que los tenedores de estos no forman Juntas de tenedores de Bonos y que pertenecen a la categoría de títulos no reglamentados
Monto máximo de la emisión	: De hasta cuatro millones de dólares de los Estados Unidos de América (\$4,000,000.00) que serán colocados en dos o más diferentes tramos de hasta dos millones de dólares de los Estados Unidos de América (\$2,000,000.00) cada uno.
Plazo de la emisión	: La emisión cuenta con un plazo desde uno hasta nueve años a partir de la fecha de colocación de cada tramo.
Transferencia de los valores	: Los traspasos de los valores representados por anotaciones electrónicas de valores en cuenta son por medio de transferencia contable en el Registro de Cuenta de Valores que lleva la Central de Depósito de Valores, S.A. DE C.V. (CEDEVAL, S.A. de C.V.) de forma electrónica.
Interés Moratorio	: En caso de mora en el pago de capital, el emisor reconocerá a los Tenedores de los valores, además, un interés del 5.00% anual sobre la porción del capital de la cuota correspondiente en mora.
Destino de los recursos:	: Los fondos que se obtengan por la negociación de la presente emisión serán destinados para la cancelación de préstamos mercantiles de Inmobiliaria Mesoamericana S.A. de C.V.

Fuente: The Network Co./ Elaboración: PCR

Características del instrumento clasificado

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

DETALLE DE LA EMISIÓN

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

Fuente: The Network Co./ Elaboración: PCR

Características de los Tramos

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

A opción de Inmobiliaria Mesoamericana S.A. de C.V., podrá haber redenciones anticipadas de capital, parciales o totales, a partir del décimo trimestre o en los trimestres sucesivos después de cada tramo de emisión, previo acuerdo de la Junta

Directiva de Inmobiliaria Mesoamericana S.A. de C.V., en el cual se establecerá el procedimiento respectivo y que oportunamente, con un plazo mínimo de 5 días hábiles, se hará del conocimiento de la Bolsa de Valores y CEDEVAL. La Bolsa de Valores hizo del conocimiento del mercado las condiciones de redención anticipada que le hayan sido comunicadas.

Obligaciones del emisor

El emisor hace constar que ha otorgado dos créditos prendarios a favor de la sociedad Cartonera Centroamericana S.A. de C.V., según constan en las Escrituras Públicas la primera por la suma de US\$ 2,000,000 para el plazo de siete años, contados a partir de su otorgamiento es decir el día doce de febrero del año dos mil catorce, al once punto cero por ciento (11%) de interés anual sobre saldos, durante los primeros cinco años del referido crédito y a partir del sexto año con un incremento anual y acumulativo de uno punto cinco cero por ciento sobre la tasa inicial establecida, con un techo máximo de catorce por ciento, cuyo destino sería el pago de deudas a favor de terceros, así mismo en el referido instrumento se hace constar que la sociedad Cartonera Centroamericana S.A. de C.V., prometió la constitución de prenda sin desplazamiento sobre una maquina Impresora troqueladora, la cual respaldaría las obligaciones contenidas en el referido crédito, y en los demás términos pactos y condiciones que constan en dicho instrumento;

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

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

Obligaciones de No Hacer

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

Obligaciones Hacer

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

En caso de Incumplimiento

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

Todo lo anterior, para seguir el proceso ejecutivo regulado en los artículos cuatrocientos cincuenta y siete y siguientes del Código Procesal Civil y Mercantil. También se cuantificará el incumplimiento de la obligación de hacer por medio de certificaciones de saldo extendidas por los contadores de cada uno de los tenedores de los certificados de inversión que

desearen iniciar las acciones legales correspondientes, debiendo contar con el visto bueno del gerente de cada tenedor de certificado de inversión, que pretenda iniciar el proceso ejecutivo, todo ello según lo establecido en el artículo un mil ciento trece del Código de Comercio, la disposición anterior aplica si el tenedor de los certificados de inversión fuera persona jurídica, ya que para el caso de las personas naturales no es necesario presentar las certificaciones de saldo para promover la acción ejecutiva que se menciona.

Destino de los Fondos

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

Análisis del Originador

Reseña

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

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 (US\$2,301.7 miles), 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.	23,017	99.995%
Ing. José Roberto Rivera Samayoa	1	0.0043%
Total Acciones Suscritas y Pagadas	23,017	100%

Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

Principales Accionistas

- **Casa de Oro Q**

Casa de Oro Q es un corporativo integrado por tres empresas dedicadas a actividades relacionadas a descuento de documentos, arrendamiento de activos fijos, leasing, proyectos de energía renovable, entre otros. Detallándose continuación:

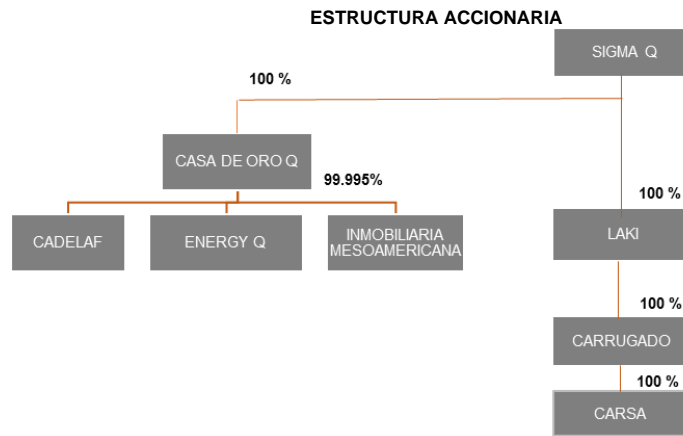
Nombre	Cobertura	Servicio
Casa de Oro Q (CADELAF)	Regional El Salvador, Guatemala y Honduras	Descuento de cuentas por cobrar Arrendamiento de activos fijos, leasing, entre otros.
Inmobiliaria Mesoamericana S.A de C.V. ENERGY Q	El Salvador	Proyectos de energía renovable

Fuente: Casa de Oro Q / Elaboración: PCR

Casa de Oro Q es propiedad de SIGMAQ PACKAGING, S.A, de nacionalidad panameña, la cual cuenta con una experiencia de cincuenta años en el mercado de empaques. A lo largo de su historia ha mostrado una expansión en Centroamérica, México, Estados Unidos y Asia, por medio de las diferentes adquisiciones y apertura de oficinas de distribución. Actualmente cuenta con doce unidades de negocio, y ocho oficinas de venta y distribución localizadas en América, el Caribe y Asia.

- **Ing. José Roberto Rivera Samayoa,**

Ingeniero Industrial, graduado en BS Industrial Eng. Dean List. Georgia Institute of Technology en Atlanta, en su carrera profesional cuenta con seminarios en habilidades gerenciales, administración de negocios y procesos en INCAE y la Universidad de Harvard, respectivamente. Actualmente funge como presidente de Inmobiliaria Mesoamericana S.A de C.V y como vicepresidente Corporativo de Operaciones del grupo SigmaQ.



Fuente: Casa de Oro Q y SIGMA Q / Elaboración: PCR

Junta Directiva

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

JUNTA DIRECTIVA

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

Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / **Elaboración:** PCR

Plana Gerencial

En opinión de PCR, la sociedad posee personal capacitado y con experiencia en la dirección de las diferentes áreas estratégicas. A continuación se detalla la estructura gerencial:

PLANA GERENCIAL

Cargo	Nombre
Gerente General	Lic. Alexis Henri Weill Sussmann

Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana/ **Elaboración:** PCR

El Gerente General de Inmobiliaria Mesoamericana es Licenciado en Economía de la University of Pennsylvania, con Máster en Administración de Empresas (MBA) del MIT Sloan School of Management, en Cambridge Massachusetts. A lo largo de su trayectoria profesional, se ha desempeñado en distintas empresas privadas con cargos de Vicepresidente de Banca de inversión, Gerente de Planificación y Desarrollo, Asociado Fondo de Capital Privado y Analista de Banca de Inversión de Instituciones Financieras. Actualmente, también funge como Gerente General de Casa de Oro Q, brazo financiero de Grupo SigmaQ.

Productos y estrategia corporativa

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

- Arrendamiento de Inmuebles
- Arrendamiento de Maquinaria y Equipo
- Arrendamiento de vehículos automotores
- Estructuración de modelos financieros

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.

Análisis financiero de Inmobiliaria Mesoamericana

Activos

A junio de 2019 Inmobiliaria Mesoamericana presentó activos totales por US\$17,567.2 miles, reflejando un crecimiento interanual de 1.7% (US\$301.90 miles). El aumento de los activos totales estuvo asociado al incremento interanual de US\$670.40 millones (5.26%) de la propiedad, planta y equipo, específicamente por adquisiciones de maquinaria y equipo que reflejaron un crecimiento de 11.8%. Por su parte las cuentas por cobrar a compañías relacionadas mostraron una reducción interanual de 85.73%.

ESTRUCTURA DEL ACTIVO (MILES DE US\$)

Componente	dic-16	dic-17	dic-18	jun-18	jun-19
Activos					
Efectivo	0.1	0.1	-	0.1	0.2
Caja y Bancos	67.2	201.8	177.4	125.1	142.4
Cuenta por cobrar CR	100.0	62.9	53.7	307.7	43.9
Cuentas por cobrar cuenta restringida	219.9	219.9	219.9	219.5	219.9
Cuenta por cobrar fondo de titularización	-	-	-	61.0	57.0
Propiedad, planta y equipo	12,874.4	13,172.1	13,763.7	12,733.5	13,403.9
Préstamos a compañías relacionadas LP	3,500.0	3,500.0	5,500.0	3,500.0	3,500.0
Activo por impuesto diferido	384.0	318.4	199.9	318.4	199.9
Total activos	17,946.9	17,795.7	17,961.2	17,265.3	17,567.2

Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

Por otra parte la composición de los activos corresponde a la actividad de la Inmobiliaria ya que la propiedad, planta y equipo representa el primer lugar con una participación del 76.30%, dichos activos mostraron un aumento de 2.55 p.p. respecto a lo reportado en junio de 2018. El segundo lugar en participación fue para los préstamos a compañías relacionadas a largo plazo, los cuales comprendieron el 19.92% y corresponden a dos préstamos mercantiles otorgados a Cartonera Centroamericana S.A de C.V, el primero por un monto de US\$2,000 miles, con vencimiento en el año 2021 y otro por US\$1,500 miles, con vencimiento en el año 2022.

Pasivos

A junio de 2019, los pasivos totales de la Inmobiliaria fueron de US\$11,053.7 miles, equivalente a una reducción interanual de US\$1,373.1 miles (-11.05%) respecto a junio de 2018. Esta disminución estuvo relacionada al decremento de US\$1,179.50 miles (-12.71%) de las obligaciones financieras de largo plazo, específicamente por la disminución de los pasivos financieros por titularización. Asimismo las cuentas por pagar proveedores y préstamos a compañías relacionadas reflejaron disminuciones del orden del 49.78% y 21.26%.

ESTRUCTURA DEL PASIVO (MILES DE US\$)

Componente	dic-16	dic-17	dic-18	jun-18	jun-19
Pasivos					
Proveedores y otras cuentas por pagar	64.9	81.3	247.5	412.0	206.9
Préstamos y obligaciones financieras CP	1,975.2	2,234.6	1,566	1,606.4	1,264.8
Préstamos - CR	478.1	509.6	197.4	-	-
Vencimiento corriente de arrendamiento financiero LP	326.9	395.2	239.8	-	-
Provisiones	50.0	70.9	91.6	153.1	135.7
Préstamos y obligaciones financieras LP	11,069.3	10,010.0	10,649.6	9,281.1	8,101.6
ISR Diferido	898.5	974.2	1,344.7	974.2	1,344.7
Total Pasivos	14,057.9	13,371.0	13,899.4	12,426.8	11,053.7

Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

En cuanto a la composición de los pasivos, el 73.29% de sus pasivos son préstamos y obligaciones de largo plazo, compuestos por préstamos bancarios, arrendamientos financieros de maquinaria, y obligaciones financieras por titularización.

Patrimonio

A junio de 2019, Inmobiliaria Mesoamericana reportó un patrimonio de US\$6,513.5 miles, equivalente a un incremento de US\$1,675 miles (+34.62%) respecto a junio de 2018, este comportamiento obedece al incremento de utilidades retenidas y revaluaciones que reflejaron un aumento de US\$1,637.10 miles (+77.11%). En cuanto a las revaluaciones, estas se vieron influenciadas positivamente debido a las revaluaciones de edificios y terrenos que posee la compañía.

ESTRUCTURA DEL PATRIMONIO (MILES DE US\$)

Componente	dic-16	dic-17	dic-18	jun-18	jun-19
Patrimonio					
Capital social	2,301.7	2,301.7	2,301.7	2,301.7	2,301.7
Reserva Legal	103.5	163.3	231.2	-	-
Utilidades retenidas y revaluaciones	557.9	536.6	1,511.5	2,123.0	3,760.1
Utilidades (Pérdidas) de Período	925.9	1,423.1	2,017.3	413.8	451.7
Instrumento financiero de patrimonio	-	-	-	-	-
Total patrimonio	3,889.0	4,424.7	6,061.8	4,838.5	6,513.5

Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

Riesgos financieros

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

Además, la compañía cuenta con una política sobre la administración y segmentación del riesgo, la cual permite categorizar a sus clientes en base a su nivel de riesgo, tomando en cuenta las recomendaciones del Grupo de Acción Financiera Internacional (GAFI)¹ contra el lavado de dinero, el financiamiento del terrorismo y el financiamiento de la proliferación de armas de destrucción masiva.

Bajo esta línea Inmobiliaria cuenta con una política de adquisición de bienes muebles e inmuebles, la cual establece el proceso a seguir antes de formalizar cualquier contrato de arrendamiento

Política de arrendamiento de bienes muebles e inmuebles

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

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

Riesgo Operativo

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

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

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

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

- Establecer y modificar las disposiciones internas de la institución, para prevenir y detectar actos u operaciones sospechosas de lavado de dinero y financiamiento del terrorismo.
- Vigilar el debido y oportuno cumplimiento de la Ley, Reglamento y las Disposiciones del Instructivo de la Unidad de Investigación Financiera para la Prevención del Lavado de Dinero y el Financiamiento al Terrorismo.
- Analizar casos de operaciones sospechosas, y determinar si procede o no elaborar el reporte de operación sospechosa, en caso afirmativo dicho reporte debe enviarse a La UIF.

¹ Grupo de Acción Financiera Internacional (GAFI). Es un ente intergubernamental establecido en 1989, cuyo objetivo es fijar estándares y promover la implementación efectiva de medidas legales, regulatorias y operativas para combatir el lavado de activos, el financiamiento del terrorismo y el financiamiento de la proliferación de armas de destrucción masiva, y otras amenazas a la integridad del sistema financiero internacional.

- Definir la política que incluya procedimientos reforzados para el control de las Personas Expuestas Políticamente.
- Emisión de alertas y actualización constante de los parámetros de inusuales de conformidad a cambios en los patrones de conducta delincuenciales o del tipo de clientes que poseen.
- Control sobre la integridad del personal de la institución, etc.

Política sobre Personas Expuestas Políticamente (PEPs)

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

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

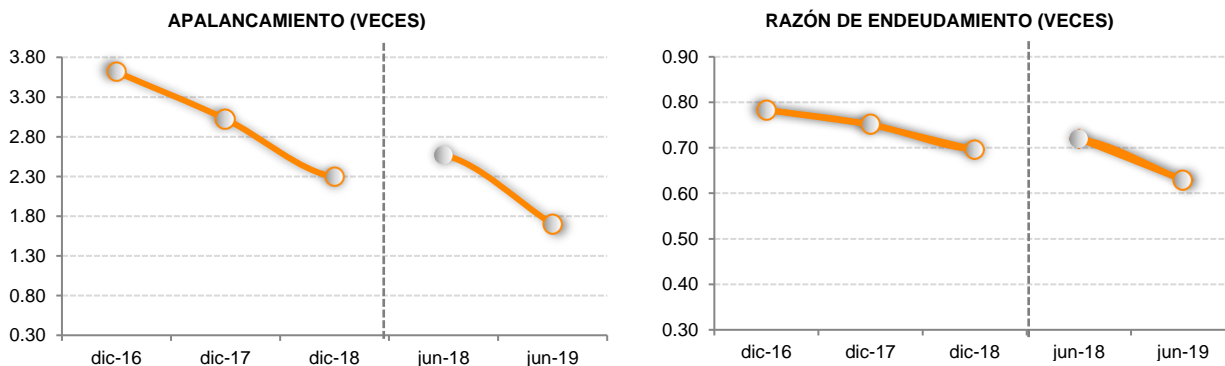
Supervisión y Control

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

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

Riesgo de solvencia

Se refiere a la probabilidad de incurrir en pérdidas derivado de grandes desequilibrios en la estructura de capital de la compañía. En este sentido la estructura de capital de Inmobiliaria Mesoamericana muestra una reducción en sus niveles de apalancamiento, de tal forma que a junio de 2019 el ratio entre deuda total y patrimonio se redujo al pasar de 2.57 veces a 1.70 veces como resultado de la reducción de sus pasivos totales de (-11.05%), influenciados por la reducción de obligaciones financieras de largo plazo (-12.7%), mientras que el patrimonio total de la Inmobiliaria reflejó un aumento de (34.62%) derivado del aumento de las utilidades retenidas y revaluaciones. Asimismo la razón de endeudamiento se ubicó en 0.63 veces, menor a la reportada en junio 2018 cuando fue de 0.72 veces, este comportamiento estaría asociado a la disminución de los pasivos y al incremento de los activos de la inmobiliaria (1.7%), específicamente de maquinaria y equipo que registraron un crecimiento de 5.3%.



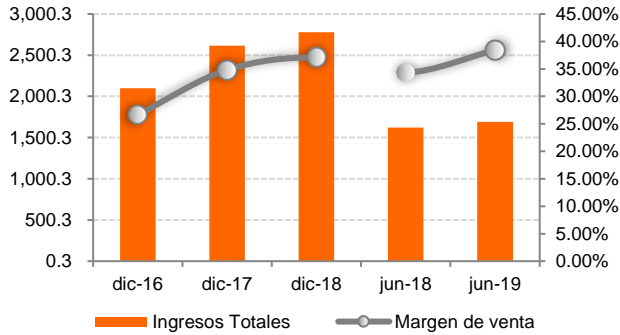
Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

Resultados Financieros de Inmobiliaria Mesoamericana

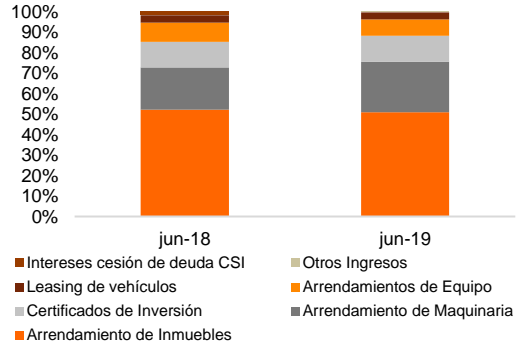
A junio de 2019 los ingresos totales reportados por Inmobiliaria Mesoamericana ascienden a US\$1,693 miles, equivalente a un incremento de US\$71.70 miles (4.42%) como resultado de mayores ingresos por arrendamiento de maquinaria, los cuales evidenciaron una tasa de crecimiento de 24.3%, ubicándose como la segunda fuente principal de ingresos de Inmobiliaria. Cabe destacar que a la fecha de análisis la entidad cuenta con contratos de largo plazo con compañías relacionadas, específicamente con Cartonera Centroamericana de la cual provienen el 70% de sus ingresos.

Por su parte, los costos de la Inmobiliaria reflejaron una disminución del 2.11%, dejando como resultado una mejora en el margen de venta, el cual pasó de 34.31% en junio 2018 a 38.42% en junio 2019.

INGRESOS TOTALES Y MARGEN DE VENTA (MILES Y PORCENTAJE)

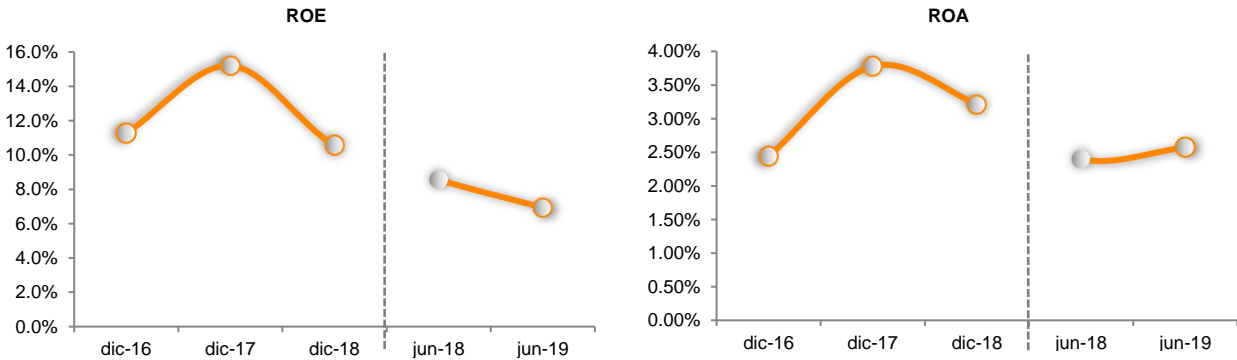


COMPOSICIÓN DE INGRESOS (PORCENTAJE)



Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

A junio 2019 la utilidad neta de Inmobiliaria Mesoamericana ascendió a US\$451.7 miles, reflejando una tasa de crecimiento de 9.16% respecto de junio 2018. Por su parte el ROE se ubicó en 6.9%, levemente menor al 8.6% de junio 2018, este comportamiento obedece al incremento en el patrimonio derivado del aumento en revaluaciones. Por su parte el ROA pasó de 2.4% a 2.57% en junio 2019.



Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

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

Reseña

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

A continuación se presenta la estructura accionaria de la sociedad:

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

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

Gobierno Corporativo

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

JUNTA DIRECTIVA	
Cargo	Nombre
Presidente	Ing. José Roberto Rivera Samayoa

Vicepresidente	Lic. Álvaro Ernesto Guatemala Cortez
Secretario	Lic. Óscar Armando Calderón Arteaga
Director Suplente	Lic. Alejandra Yarhi Deneke

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

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

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

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

Gestión Integral de Riesgo

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

Riesgo crediticio

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

Riesgo de tipo de cambio e interés

La compañía se ve expuesta al riesgo de tipo de cambio en las cuentas por pagar específicamente 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, préstamos bancarios que se encuentran sujetas a variaciones en la tasa de interés.

Riesgo tecnológico

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

Productos y estrategias

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

Segmentos

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

Líneas de productos

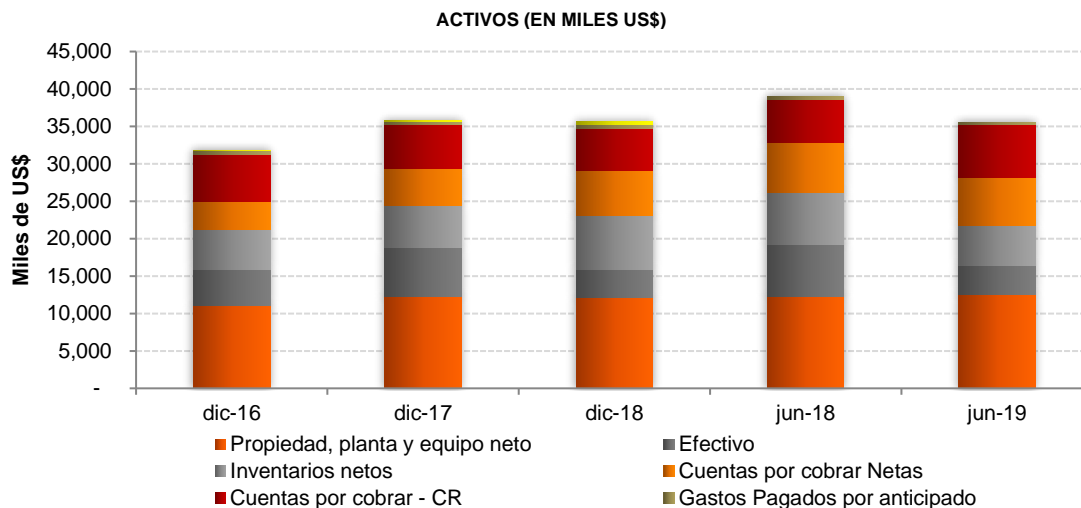
- Cajas de corrugado y microcorrugado
- Productos promocionales
- Exhibidores
- Cartón chip y cara blanca

Análisis cuantitativo de CARSA

Análisis Financiero

Activos

A junio de 2019 Cartonera Centroamericana registró activos totales por US\$35,563 miles, observando una disminución interanual de 8.77% (US\$3,420 miles). La disminución de los activos estuvo influenciada por la caída del efectivo, la cual disminuyó 43.90% (-US\$3,076 miles), asimismo los inventarios de la compañía se redujeron en 23.39%. Por su parte las cuentas por cobrar a compañías relacionadas mostraron un crecimiento interanual de 20.99%, permitiendo atenuar la caída del efectivo y el inventario.



Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

De acuerdo con las variaciones observadas a junio 2019, la composición de activos de CARSA refleja que el efectivo tiene una participación de 11.05% respecto de los activos totales, menor a la reportada en junio 2018, cuando fue de 17.97%, asimismo los inventarios reflejaron una menor participación al ubicarse en 14.97% (17.82% en junio 2018). Por su parte, las cuentas por cobrar mostraron una participación de 35.18%, mayor a la registrada en junio 2018 (31.49%).

Pasivos

A junio de 2019 los pasivos totales de Cartonera Centroamericana fueron de US\$15,101 miles, observando una reducción interanual de US\$4,304 miles (-22.18%) respecto a junio de 2018. Esta disminución estuvo relacionada al decremento de US\$1,179.50 miles (-47.74%) de los préstamos y obligaciones financieras de largo plazo. Asimismo los préstamos bancarios de corto plazo se redujeron en 10.29% (-US\$1,021 miles).

PASIVOS (EN MILES US\$)					
Componente	dic-16	dic-17	dic-18	jun-18	jun-19
Proveedores y otras cuentas por pagar	1,856	3,949	1,540	1,448	1,110
Cuentas por pagar – CR	389	407	203	383	358
Provisiones	610	351	476	649	918
Préstamos bancarios CP	6,764	8,043	9,636	9,921	8,900
Préstamo y otras obligaciones a LP	3,500	3,500	3,500	6,697	3,500
Otros	320	320	302	307	315
Total	13,438	16,571	15,657	19,405	15,101

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

Patrimonio

Al periodo de análisis el patrimonio de Cartonera Centroamericana se ubicó en US\$20,461 miles, equivalente a un incremento de US\$884 miles (+4.52%) respecto a junio de 2018, este comportamiento obedece al incremento de utilidades retenidas, que observaron un aumento de US\$3,993 miles (+46.34%). Asimismo el capital social de la compañía reflejó un crecimiento interanual de 2.67% (+US\$192 miles), como resultado del incremento en el capital realizado en diciembre de 2018.

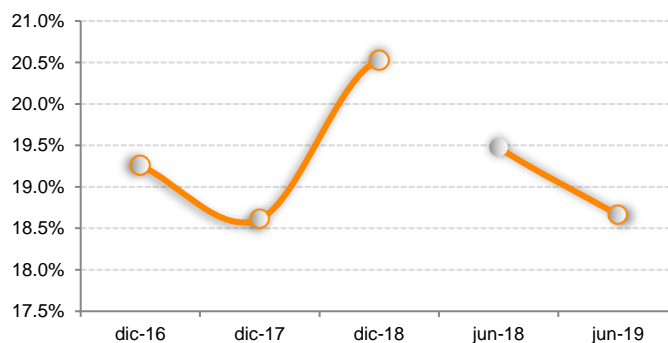
PATRIMONIO (EN MILES US\$)					
Componente	dic-16	dic-17	dic-18	jun-18	jun-19
Capital social	7,200	7,200	7,392	7,200	7,392
Reserva Legal	1,070	1,151	1,266	-	-
Utilidades Retenidas y Revaluaciones	10,077	10,774	11,340	11,925	12,610
Utilidad del ejercicio	-	-	-	452	460
Total Patrimonio	18,347	19,125	19,998	19,577	20,461

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

Análisis de Resultados

A junio de 2019 las ventas totales de Cartonera Centroamericana ascendieron a US\$20,231.9 miles, mostrando una reducción interanual de US\$335.4 miles (-1.63%), como resultado de la disminución de las ventas comerciales a Panamá (-93.01%) y a compañías relacionadas en Costa Rica (-10.32%). Por su parte los costos de ventas se redujeron en 0.64% equivalente a un decremento de US\$106 miles respecto a junio 2018. En este sentido, derivado de una mayor caída en los ingresos respecto de los costos, el margen de venta se ubicó en 18.66%, menor a lo reportado en junio 2018 (19.47%).

MARGEN DE VENTA

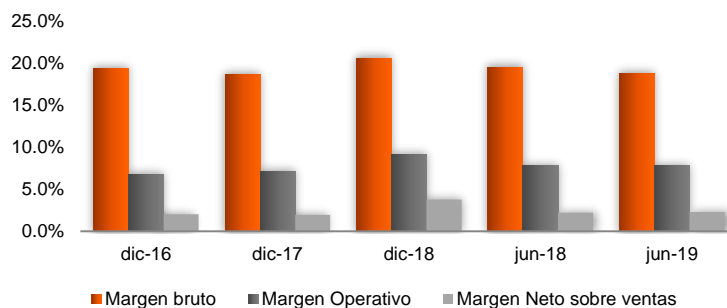


Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

Análisis de Rentabilidad y Cobertura

Al periodo de estudio el margen operativo se mantuvo estable respecto a junio 2018, al ubicarse en 7.8%. Por su parte la utilidad neta reportada por la compañía fue de US\$459.50 miles, mostrando un incremento interanual de 1.7% respecto de junio 2018, resultando de una ligera mejora en el margen neto sobre ventas, el cual pasó de 2.2% a 2.3% en junio 2019, este incremento estuvo relacionado a un menor pago de impuesto sobre la renta que tuvo una reducción de 46.45%.

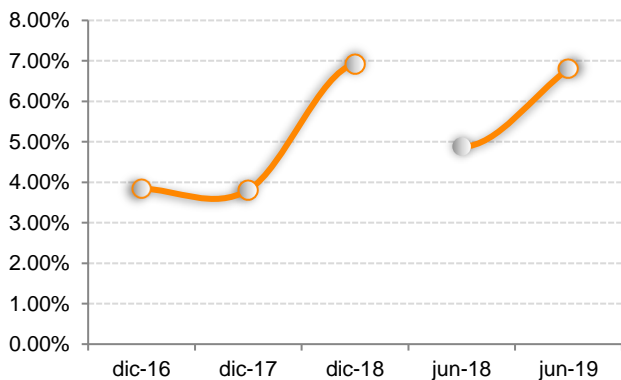
MARGENES DE RENTABILIDAD



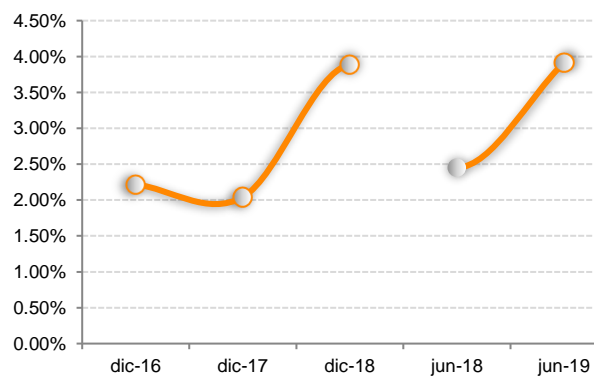
Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

A junio 2019 la utilidad neta sobre el patrimonio mostró una mejora al pasar de un ROE de 4.88% a junio 2018 a 6.80% en junio 2019. Asimismo el ROA aumentó de 2.45% en junio 2018 a 3.91% en junio 2019, como resultado del incremento en la utilidad neta y la disminución del 8.8% en sus activos.

ROE

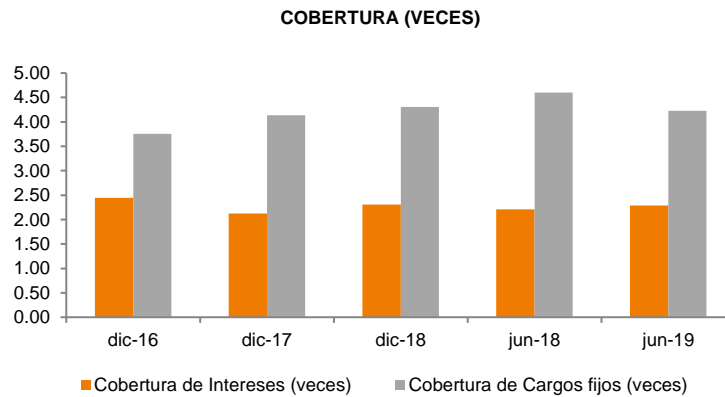


ROA



Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

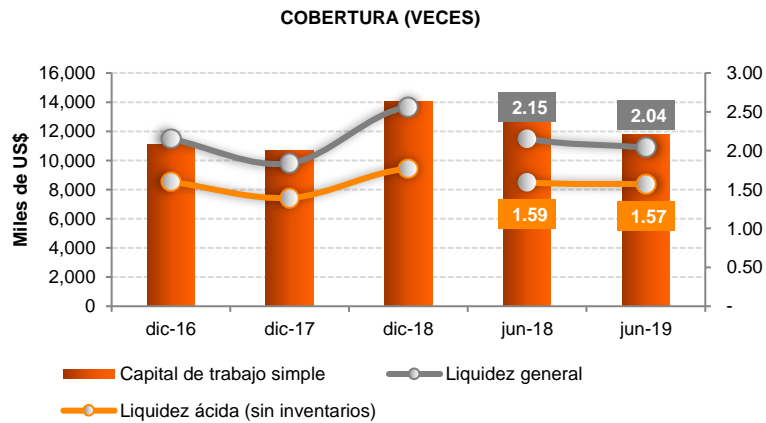
A junio 2019 la cobertura EBITDA/ cargos fijos reflejó una disminución al pasar de 4.60% en junio 2018 a 4.23% en junio 2019, como resultado del incremento de 3.8% en los gastos de administración. Por su parte la cobertura de intereses reflejó una ligera mejora derivado del incremento del 2.1% en la EBITDA y a la reducción del 4.8% en el pago de intereses.



Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

Liquidez

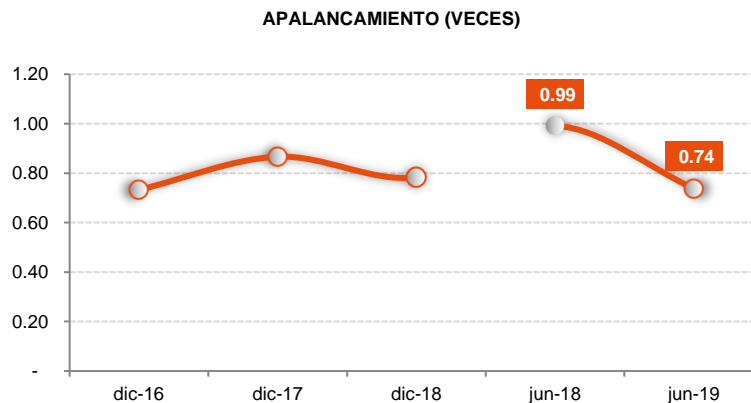
Al periodo de análisis la liquidez de CARSA se mantuvo relativamente estable, reflejando la capacidad de la entidad para hacer frente a sus obligaciones de corto plazo ante cualquier eventualidad, en este sentido la liquidez general se ubicó en 2.04 veces (junio 2018: 2.15 veces). Por su parte la prueba ácida que excluye los inventarios fue de 1.57 veces, levemente menor al 1.59 veces de junio 2018.



Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

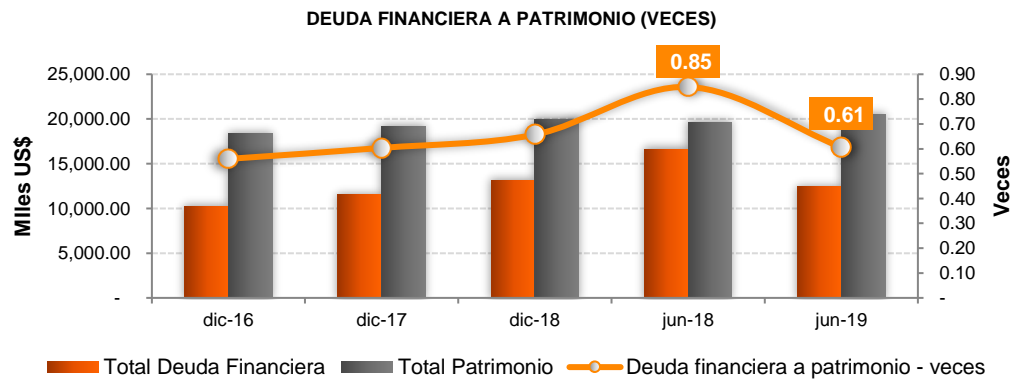
Endeudamiento y solvencia

A junio de 2019 el ratio entre deuda total y patrimonio disminuyó, al pasar de 0.99 veces a 0.74 veces como resultado de la variación interanual de los pasivos totales (-22.2%), como resultado de la cancelación de préstamos bancarios a largo plazo, así como por el moderado crecimiento del patrimonio total (4.5%) derivado del aumento de las utilidades retenidas y el capital social.



Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

Asimismo la razón de deuda financiera frente al patrimonio presentó una disminución al ubicarse en 0.61 veces a junio 2019 versus 0.85 veces a junio 2018, como resultado de la disminución de los préstamos bancarios a largo plazo.



Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

Resumen de Estados Financieros

Inmobiliaria Mesoamericana

BALANCE GENERAL (MILES DE US\$)					
Componente	dic-16	dic-17	dic-18	jun-18	jun-19
Activos					
Efectivo	0.1	0.1	-	0.1	0.2
Disponible restringido	67.2	201.8	177.4	125.1	142.4
Cuenta por cobrar deuda subordinada	100.0	62.9	53.7	307.7	43.9
Cuentas por cobrar cuenta restringida	219.9	219.9	219.9	219.5	219.9
Cuenta por cobrar fondo de titularización	-	-	-	61.0	57.0
Otras cuentas por cobrar	39.2	36.6	46.7	-	-
Vencimiento corriente de cuentas por cobrar LP - CR	269.7	284.0	-	-	-
Costo amortizable por titularización	208.4	-	-	-	-
Cuentas por cobrar LP - CR	284.0	-	-	-	-
Propiedad, planta y equipo	12,874.4	13,172.1	13,763.7	12,733.5	13,403.9
Préstamos a compañías relacionadas LP	3,500.0	3,500.0	5,500.0	3,500.0	3,500.0
Activo por impuesto diferido	384.0	318.4	199.9	318.4	199.9
Total activos	17,946.9	17,795.7	19,961.2	17,265.3	17,567.2
Pasivos					
Proveedores y otras cuentas por pagar	64.9	81.3	247.5	412.0	206.9
Préstamos - CR	478.1	509.6	197.4	1,606.4	1,264.8
Porción circulante préstamo bancario	62.4	193.4	203.2	-	-
Vencimiento corriente de pasivo financiero por titularización	838.0	857.9	925.6	-	-
Vencimiento corriente de cuentas por pagar a largo plazo	269.8	278.5	-	-	-
Vencimiento corriente de arrendamiento financiero de LP	326.9	395.2	239.8	-	-
Provisiones	50.0	70.9	91.6	153.1	135.7
Pasivo financiero de titularización	6,262.1	5,279.3	4,364.8	-	-
Préstamos a LP deuda subordinada	-	-	-	-	-
Préstamos bancarios a LP	136.6	564.5	358.3	9,281.1	8,101.6
Cuentas por pagar a largo plazo menos vencimiento corriente	278.5	-	-	-	-
Arrendamiento financiero a LP menos circulante	892.2	666.3	426.5	-	-
Certificados de inversión de deuda a LP	3,500.0	3,500.0	5,500.0	-	-
ISR Diferido	898.5	974.2	1,344.7	974.2	1,344.7
Total Pasivos	14,057.9	13,371.0	13,899.4	12,426.8	11,053.7
Patrimonio					
Capital social	2,301.7	2,301.7	2,301.7	2,301.7	2,301.7
Reserva Legal	103.5	163.3	231.2	-	-
Utilidades retenidas y revaluaciones	557.9	536.6	1,511.5	2,123.0	3,760.1
Utilidades (Pérdidas) de Período	925.9	1,423.1	2,017.3	413.8	451.7
Instrumento financiero de patrimonio	-	-	-	-	-
Total patrimonio	3,889.0	4,424.7	6,061.8	4,838.5	6,513.5
Total patrimonio + pasivo	17,946.9	17,795.7	19,961.2	17,265.3	17,567.2

Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

ESTADO DE RESULTADOS (MILES DE US\$)					
Componente	dic-16	dic-17	dic-18	jun-18	jun-19
Ingresos	2,098.6	2,615.0	2,777.0	1,621.3	1,693.0
Costo de Venta	1,539.1	1,704.2	1,747.7	1,065.0	1,042.5
Utilidad Bruta	559.5	910.8	1,029.4	556.3	650.5
Gastos de administración	7.8	86.8	140.6	-	109.1
Total de Gastos de operación	7.8	86.8	140.6	1.5	-
Utilidad de Operación	551.7	824.0	888.8	490.0	541.4
Gastos Financieros	0.1	-	-	-	-
Operaciones no recurrentes	-	-	-	-	-
Otros ingresos (gastos) netos	69.9	30.6	81.7	-	(11.0)
Utilidad Antes de ISR	621.5	854.5	970.5	490.0	530.4
ISR	183.5	182.1	329.7	76.2	78.7
Utilidad Neta	438.0	672.4	640.8	413.8	451.7

Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

INDICADORES FINANCIEROS					
Componentes	dic-16	dic-17	dic-18	jun-18	jun-19
Liquidez general	11.12%	25.74%	27.37%	6.20%	9.69%
Margen bruto	26.66%	34.83%	37.07%	34.31%	38.42%
Margen Operativo	26.29%	31.51%	32.00%	30.22%	31.98%
Cobertura de pasivo ajustado / patrimonio	1.42	1.82	1.07	1.50	0.88
Cobertura de pasivo ajustado / EBITDA	2.33	3.05	1.96	2.63	2.06
Razón de Endeudamiento (veces)	0.70	0.72	0.63	0.72	0.63

Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

Cartonera Centroamericana

BALANCE GENERAL (MILES DE US\$)

Componente	dic-16	dic-17	dic-18	jun-18	jun-19
Efectivo	4,805	6,556	3,785	7,007	3,931
Cuentas por cobrar Netas	3,819	4,897	6,090	6,591	6,453
Cuentas por cobrar - CR	6,232	5,838	5,601	5,794	7,010
Inventarios netos	5,310	5,676	7,148	6,948	5,323
Gastos Pagados por anticipado	547	479	473	369	333
Propiedad, planta y equipo neto	11,065	12,246	12,092	12,274	12,512
Activos intangibles y otros	8	4	469	-	-
Total de Activos	31,785	35,696	35,658	38,982	35,563
Proveedores y otras cuentas por pagar	1,856	3,949	1,540	1,448	1,110
Cuentas por pagar - CR	389	407	203	383	358
Arrendamiento financiero a CP	-	-	-	-	-
Cuentas por pagar a largo plazo	-	-	-	-	-
Préstamos bancarios a CP	6,764	8,043	6,805	9,921	8,900
Provisiones	610	351	476	649	918
Préstamo fiduciario	3,500	3,500	3,500	3,500	3,500
Arrendamiento financiero a LP	-	-	-	-	-
Cuentas por pagar a largo plazo	-	-	-	-	-
Préstamos bancarios a LP	-	-	2,831	3,197	-
ISR Diferido	320	320	302	-	-
Total Pasivos	13,438	16,571	15,657	19,405	15,101
Capital social	7,200	7,200	7,392	7,200	7,392
Reserva Legal	1,070	1,151	1,266	-	-
Utilidades Retenidas y revaluaciones	10,077	10,774	11,340	11,925	12,610
Utilidad del ejercicio actual	-	-	-	452	460
Total Patrimonio	18,347	19,125	19,998	19,577	20,461
Total Pasivos + Patrimonio	31,785	35,696	35,658	38,982	35,563

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

ESTADO DE RESULTADO (MILES DE US\$)

Componente	dic-16	dic-17	dic-18	jun-18	jun-19
Ingresos	34,806	37,398	36,666	20,567	20,232
Costo de Venta	28,103	30,437	29,142	16,562	16,456
Utilidad Bruta	6,703	6,961	7,525	4,005	3,776
Gastos de Distribución y venta	2,563	2,609	2,417	1,536	1,308
Gastos de administración	1,785	1,683	1,747	870	893
Utilidad de Operación	2,355	2,669	3,361	1,600	1,575
Gastos Financieros	964	1,258	1,458	724	689
Operaciones no recurrentes	-	-	-	-	-
Otros ingresos (gastos) netos	(348)	(252)	207	2.9	13.9
Utilidad AISR	1,043	1,159	1,696	550	518
Impuesto contribución especial	37	45	33	23	18
ISR	302	385	279	76	41
Utilidad Neta	705	729	1,385	452	460
Resultados por revaluación P&E	-	766	-	-	-

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

INDICADORES FINANCIEROS

Componente	dic-16	dic-17	dic-18	jun-18	jun-19
EBITDA/Servicio de la Deuda	4.40	3.53	2.96	3.11	3.22
Mínimo (1.60)	1.60	1.60	1.60	1.60	1.60
EBITDA/ Servicio de Deuda (PCPLP)*		2.30	2.51	2.43	2.62
Deuda Financiera/Patrimonio	0.56	0.60	0.66	0.85	0.61
Máximo (0.85)	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85
DEUDA /Patrimonio*		0.47	0.41	0.43	0.38
Deuda/EBITDA	2.92	2.87	3.24	4.16	3.04
Máximo (3.25)	3.75	3.75	3.25	3.25	3.25
Deuda/EBITDA*		2.39	2.07	2.21	1.91
Utilidad Bruta/Gastos de Operación	1.81	1.94	1.97	2.00	2.03
Mínimo (1.40)	1.40	1.40	1.40	1.40	1.40
Utilidad Bruta/Gastos Operativos*		1.65	1.66	1.66	1.67
CxC Relacionadas/Patrimonio	0.34	0.31	0.28	0.30	0.34
Máximo (0.35)	0.35	0.35	0.35	0.35	0.35
CxC Relacionadas / Patrimonio*		0.18	0.17	0.21	0.20

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

Nota sobre información empleada para el análisis

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

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