

Fondo de Titularización Ricorp Titularizadora Inmobiliaria Mesoamericana 01 Valores de Titularización

Comité No. 73/2022							
Informe con Estados Financieros Auditados al 31 de diciembre de 2021				Fecha de comité: miércoles 27 de abril de 2022			
Periodicidad de actualización: Semestral				Sector Inmobiliario, El Salvador			
Equipo de Análisis							
Gabriel Marín gmarin@ratingspcr.com		Elizabeth Martinez emartinez@ratingspcr.com		(503) 2266-9471			
HISTORIAL DE CLASIFICACIONES							
Fecha de información	jun-20	sep-20	dic-20	mar-21	jun-21	sep-21	dic-21
Fecha de comité	01/10/2020	03/12/2020	29/04/2021	26/06/2021	26/10/2021	28/01/2022	27/04/2022
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 mantener 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 la estrategia del originador con sus relacionadas que permite la estabilidad en sus márgenes de rentabilidad. 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.
- **Márgenes financieros de Inmobiliaria Mesoamericana (IME) muestran un comportamiento estable.** A la fecha de análisis, la utilidad bruta reflejó un leve crecimiento de 1.0% (US\$20 miles), lo cual generó un margen de venta¹ de 68.9%, superior al reportado en diciembre de 2021 (66.1%), comportamiento asociado a la reducción de los costos por arrendamiento. Por su parte, el indicador de eficiencia operativa se ubicó en 20.3%, por encima del presentado en diciembre 2020 (15.0%)², derivado de los mayores gastos operacionales de la compañía (+31.4%). No obstante, 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.
- **Niveles de rentabilidad favorecidos por el crecimiento sostenido de las utilidades.** Al cierre de 2021, la utilidad neta reportó un incremento de 23.5% (+US\$251 miles), soportado en el buen desempeño de las actividades de intermediación (+42.3%; US\$368 miles) y al incremento de la ganancia por ajuste al valor razonable (+181%; US\$151 miles) de la propiedad de inversión de la compañía. De acuerdo con lo anterior, el incremento de la utilidad del ejercicio favoreció al indicador de rendimiento sobre el patrimonio (ROE), el cual pasó de 12.8% a 13.7% a diciembre 2021. Finalmente, el retorno sobre activos (ROA) se posicionó en 4.1%, ligeramente inferior respecto al reportado el período pasado (4.7%), explicado por la menor rentabilización de los activos productivos.
- **Indicadores de solvencia ligeramente presionados ante mayores compromisos financieros.** Ante el crecimiento de las obligaciones de Inmobiliaria Mesoamericana (+55.0%), los niveles de endeudamiento patrimonial reflejan una tendencia alcista al pasar de 1.75 veces a 2.34 veces al período de análisis. Asimismo, los niveles de apalancamiento financieros reflejan el mismo comportamiento al reportar un índice de 70.1% al período de análisis (diciembre 2020: 63.6%), asociado los compromisos adquiridos, los cuales han permitido financiar en gran medida las operaciones de la entidad. A pesar del incremento en los índices de solvencia, PCR considera que los niveles reportados siguen siendo congruentes, lo que permite continuar expandiendo las operaciones de la Inmobiliaria.
- **Adecuados indicadores de liquidez y mejora en el ciclo de conversión del efectivo de Cartonera Centroamericana (CARSA).** Al cierre 2021, el índice de liquidez ácida fue de 1.88 veces, por debajo del 2.68 veces reportado el período anterior, lo cual obedece a la relevancia de los inventarios dentro de la composición de los activos corrientes. Por su parte, el ciclo de conversión del efectivo reporta una mejora en el indicador al pasar de 185 a 159 días, lo que demuestra una mayor rapidez por parte de CARSA para convertir el efectivo desde el proceso de adquisición de materias primas hasta la recuperación de créditos. En este sentido, la mejora en el ciclo obedece a la mayor agilidad de cobros de cuentas por cobrar el cual se ubicó en 108 días (diciembre 2020: 138 días). PCR destaca la holgada capacidad de liquidez de Cartonera Centroamericana para hacer frente a sus obligaciones de corto plazo ante cualquier eventualidad. Asimismo, se reconoce la eficiencia de la entidad a través del ciclo de conversión del efectivo, denotando una mayor velocidad en el proceso de recuperación de cuentas, principalmente a sus compañías relacionadas.
- **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.

¹ Margen de venta: Utilidad bruta/Ingresos por arrendamiento

² Eficiencia operativa: Utilidad operativa/Ingresos por arrendamiento.

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 25 de noviembre de 2021. 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.

Información utilizada para la clasificación

- **Información financiera:** Estados Financieros Auditados correspondientes del 31 de diciembre de 2017-2021; Estados Financieros Auditados del Fondo de Titularización del 31 de diciembre 2017-2021.
- **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 mitigar parcialmente la volatilidad de los precios de materia prima.

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)³ por un monto máximo de US\$1,200,000.00 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.

Panorama Internacional

Tras una recesión en el 2020 no vista en décadas (la peor desde la gran depresión de los años 1930 según el Fondo Monetario Internacional), que afectó principalmente en los sectores económico, social y salud, llegó el 2021 con una recuperación de la economía mundial a pesar del resurgimiento de la pandemia por el SARS-CoV-2 con las variantes Delta y Ómicron, a partir del acceso a las vacunas y de las diversas políticas monetarias y fiscales aplicadas por los bancos centrales de las economías, con el objetivo de proteger principalmente los mercados financieros.

Por lo anterior, en julio de 2021 se proyectó un crecimiento económico en el PIB mundial de 5% para el 2022; sin embargo, debido a un deterioro de las economías en general durante esa misma fecha, y de la rápida propagación de las nuevas variantes, se corrigió a un crecimiento de 4.9%. Con lo anterior, se estimarían importantes crecimientos para economías como la de Estados Unidos, la Eurozona y Japón en el orden de 5.2%, 4.3% y 3.2% respectivamente, mientras que China presentará un crecimiento del 5.6%, y las economías de bajos ingresos percibirán una expansión económica de 5.1%.

Por su parte, la pandemia y sus variantes han revelado las asimetrías existentes en la capacidad de respuesta de los distintos países. Por el lado de políticas fiscales, si bien es cierto han existido distintas maneras de mitigar los efectos de la crisis e iniciar la pronta recuperación, esto ha significado un mayor nivel de endeudamiento en los países que ya presentaban problemas fiscales. En cuanto a los suministros, estos han presentado un mayor estancamiento económico para la recuperación mundial esperada, pues dadas las restricciones por la pandemia, el flujo de transportes marítimos se ha visto limitado, generando escasez de contenedores, afectando importantes mercados como el automotriz, cuya producción en Europa cayó fuertemente dada la escasez de productos intermedios.

Por el lado del comercio, la Organización Mundial del Comercio (OMC) espera un crecimiento del 8% para el 2022, tras una buena recuperación en 2021, luego de la caída de 5.4% en el 2020. Esto, producto de los estímulos fiscales y monetarios aplicados por los gobiernos que fueron mucho mayores en magnitud y amplitud geográfica a los otorgados en la crisis mundial de 2008 los cuales ayudaron a evitar una mayor caída de la demanda mundial y el comercio. Al mismo tiempo, las restricciones impuestas en viajes y algunos cierres de fronteras generaron un efecto sustitución en el gasto de los hogares, los cuales destinaron mayores recursos para la compra de bienes. Asimismo, la adaptación en hogares y empresas al trabajo remoto fue acogida rápidamente y con ello hubo una recuperación en la producción que permitió mantener la generación de renta y la demanda.

Al recuperarse el comercio, aumentaron los precios de los productos primarios en 38% en 2021 respecto al 2020, mientras que el crecimiento registrado sin incluir la energía fue de 30%. Por su parte, la variación de los productos agroalimentarios, metales y minerales, y productos energéticos fue de 20%, 38% y 58% respectivamente. Lo anterior, generó un fuerte escenario inflacionario, donde países como Estados Unidos, China y de la zona euro han registrado tasas históricas, causando un aumento en las tasas de rendimiento de los bonos soberanos de largo plazo de los países considerados como refugio. Por último, aun cuando el empleo estuvo por debajo de los niveles previos a la pandemia en varias economías, la inflación aumentó y con ello, las disyuntivas en la toma de decisiones ante esta

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

situación, pues a medida se regulariza la actividad económica, existe un aumento de la demanda, cuya oferta no avanza con la misma velocidad.

Entorno económico

De acuerdo con la última información disponible en el Banco Central de Reserva (BCR) a noviembre 2021, la actividad productiva del país medida por la variación interanual del índice de Volumen a la Actividad Económica (IVAE) refleja una tasa de crecimiento del 4.24%, mostrando una desaceleración comparada con los niveles de crecimiento de los meses previos, influenciados por el efecto rebote. Tres de los nueve sectores económicos englobados dentro del IVAE reflejaron resultados contractivos, siendo los más relevantes el de las “Actividades Financieras y de Seguros” (-10.88%), “Construcción” (-5.30%) y “Actividades Inmobiliarias” (-5.64%). Mientras que los sectores que reflejaron mayores crecimientos fueron el de “Actividades Profesionales, Científicas, Técnicas y otros servicios” y el sector de “Actividades de Administración Pública y Defensa, Enseñanza, Salud y Asistencia Social” con un +14.24% y +10.38% respectivamente (mayo 2021: +40.07% y 10.74%).

Por otra parte, al analizar el PIB desde enfoque del gasto a precios corrientes, el consumo privado presenta un crecimiento del 21.82%, representando el 83.7% del PIB a septiembre 2021, lo cual fue influenciado por la mayor recepción de remesas que a la fecha de análisis reportaron un importante crecimiento de 26.77% (+US\$1,587 millones), incrementando su representación respecto del PIB estimado para diciembre 2021 con un porcentaje de 35.9% (dic-20: 24.1%), profundizando la dependencia del país a la recepción de remesas y reflejando la recuperación del mercado laboral de Estados Unidos que reporta una tasa de desempleo del 3.9%, siendo inferior a la del mismo período del año previo (6.7%).

El aumento en el consumo privado también benefició los ingresos fiscales del Sector Público No Financiero el cual reflejó un crecimiento de 23.4%, producto del alza en la recaudación tributaria del orden de 21.20% proveniente del impuesto al valor agregado y renta que se han visto favorecidos por la reactivación de los distintos sectores de la economía. A su vez, los gastos fiscales presentaron una desaceleración resultando en un déficit fiscal menor al reportado el período pasado, pero, manteniéndose en altos niveles al representar un 7.7% del PIB estimado a diciembre 2021, generando una mayor necesidad de financiamiento. El déficit fue financiado con una deuda externa neta de US\$795.23 millones y con US\$520.48 millones de deuda interna neta.

A diciembre de 2021, la deuda pública total se ubicó en US\$24,113.92 millones, reflejando un incremento interanual de US\$1,491 millones (+6.59%). La expansión de la deuda proviene del uso de diversos instrumentos financieros dentro de los cuales destacan la emisión de Certificados del Tesoro (CETES) y Letras del Tesoro (LETES), así como deuda adquirida con organismos multilaterales e inversionistas. Con el endeudamiento alcanzado a diciembre 2021 y considerando la proyección del PIB desarrollada por el BCR, el ratio Deuda/PIB se ubicó en 89%. Este contexto de las finanzas públicas ha generado una mayor percepción del riesgo soberano, ya que el EMBI al cierre del 2021 se ubicó en 14.91 puntos básicos, solo estando por debajo de Venezuela y Argentina.

Respecto a las variables externas, las exportaciones presentan un mayor dinamismo colocándose por encima del promedio regional. A diciembre de 2021, las exportaciones FOB totalizan en US\$6,629 millones, reflejando un efecto rebote de US\$1,600 millones (+31.8%), siendo las más dinámica de la región según el informe macroeconómico publicado por la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL). Lo anterior se refleja en un mayor dinamismo de la industria manufacturera del país, que según datos del BCR, presentó mejores resultados en los sectores de fabricación de prendas de vestir, productos textiles, fabricación de metales y fabricación de caucho y plástico, siendo el sector textil el más influyente con exportaciones que representan el 41% de las exportaciones totales a diciembre 2021.

Por otro lado, el índice de precios al consumidor (IPC) presentó una tasa de crecimiento del +6.11%, siendo superior al promedio de los últimos 10 años (+1.42%). Lo anterior se asocia con la recuperación de la demanda debido a la reactivación económica que ha generado un desequilibrio en el mercado. Los sectores que mayor impacto han reflejado son los de “Alimentos y Bebidas no alcohólicas” (+7.96%), “Transporte” (+9.45%) y “Alojamiento, Agua, Electricidad, Gas y otros Combustibles” (+6.97%). Las elevadas tasas inflacionarias también guardan relación con una alta dependencia del petróleo y sus derivados los cuales han presentado un incremento en su precio, al igual que el alza generalizada en los precios de los alimentos.

En lo referente al sistema financiero, al cierre de 2021 se observó una tendencia positiva en las tasas pasivas influenciadas por la desaceleración de la liquidez global del sector privado, así como el crecimiento en el riesgo soberano, por su parte, las tasas activas mantuvieron una tendencia negativa debido a la alta liquidez del sector privado, generando una reducción del spread bancario e impactando en los márgenes financieros y rentabilidad de las instituciones. Finalmente, el efecto de la inflación en el sistema financiero ha resultado en tasas pasivas reales negativas generando un deterioro en el valor debido a que estas no logran cubrir la cuota inflacionaria del país (6.11%).

De acuerdo con el Banco Mundial, para 2022 hay buenas expectativas de crecimiento para la economía salvadoreña estimando un crecimiento de 4.00% producto de la reactivación por completo de todas las actividades económicas y el nivel de avance de la población vacunada contra el COVID-19. Este crecimiento implica ciertos retos en materia de déficit fiscal, dinamización de la actividad económica, control de las presiones inflacionarias y estimulación en la generación de empleo formal para mejorar la actual vulnerabilidad de las finanzas públicas del país, el alza en el riesgo soberano y el consecuente incremento en los costos de financiamiento.

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.

Gobierno Corporativo

Inmobiliaria Mesoamericana 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%
Total Acciones Suscritas y Pagadas	23,017	100%

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.

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

Responsabilidad Social 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.

Por su parte, bajo la evaluación interna efectuada por PCR a través de la encuesta ESG⁴, se obtuvo un desempeño *Óptimo*⁵ en sus prácticas de Responsabilidad Ambiental, y un desempeño *Bueno*⁶, en cuanto a sus prácticas de Gobierno Corporativo, por lo que PCR considera que la entidad mantiene buenas prácticas gerenciales, de administración y conservación del medio ambiente en sus operaciones.

Estrategia y Operaciones

Inmobiliaria Mesoamericana está facultada para realizar actividades económicas de bienes raíces, de terrenos, de inmuebles, industrias, entre otras; para su compra, venta, arrendamiento y 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

⁴ Environmental, Social & Governance Assessment, por sus siglas en inglés. Encuesta que mide el nivel de desempeño de la entidad respecto a temas de Responsabilidad Ambiental y Gobierno Corporativo.

⁵ Resultado obtenido con base a encuesta realizada al cliente a la fecha de estudio.

⁶ Ibidem.

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.

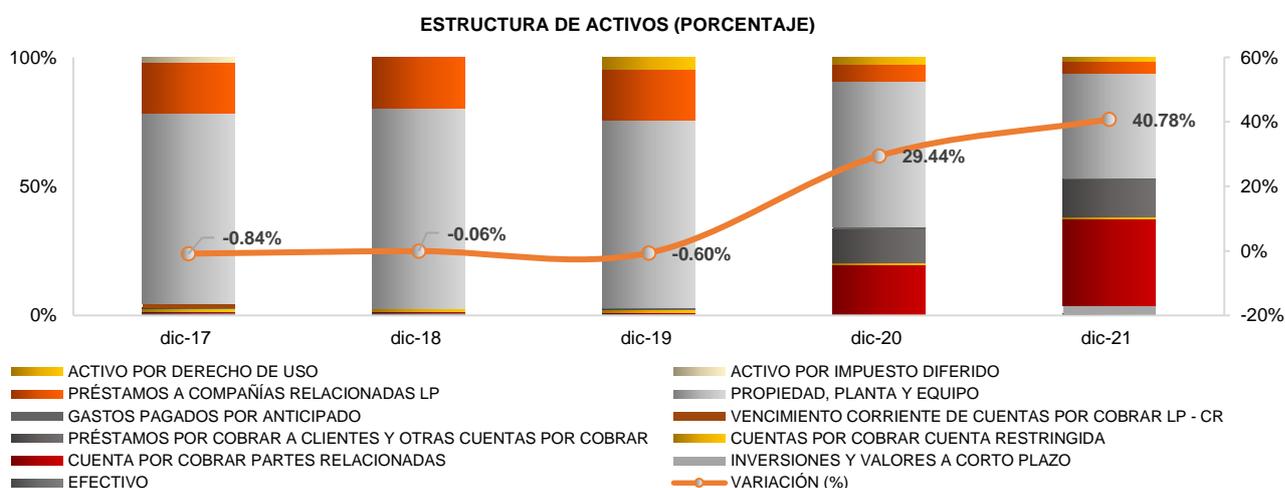
Actualmente, sus principales clientes son empresas relacionadas con las que posee contratos de arrendamiento de largo plazo y de las cuales obtiene todos sus ingresos. El mercado objetivo de la Inmobiliaria son todos aquellos sujetos de crédito que comprueben ventas anuales de más de US\$1,000 miles, 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

Al período de análisis, los activos de Inmobiliaria Mesoamericana (IMSA) totalizaron los US\$32,216 miles, reportando una tasa de crecimiento interanual de 40.8% y un crecimiento promedio ponderado de 12.41% respecto a los últimos cinco años. Dicho comportamiento se encuentra soportado en el modelo de negocios de la compañía, por medio de sus operaciones de arrendamiento e intermediación financiera a través del otorgamiento de créditos a sus relacionadas y terceros.

Por lo anterior, las cuentas de préstamos por cobrar a partes relacionadas y préstamos por cobrar a clientes denotan el mayor crecimiento de activos al registrar una tasa de 144.0% (+US\$6,341 miles) y 59.6% (+US\$ 1,791 miles), respectivamente. La primera variación obedece al otorgamiento de nuevas líneas de crédito a relacionadas, las cuales cuentan con garantía prendaria y de cesión de beneficios de póliza de seguros; la segunda variación corresponde a las líneas de crédito rotativas y de factoraje que posee la institución, cuyos plazos de vencimiento máximos son a 12 meses. Cabe señalar que ambas cuentas concentran el 48.24% del total de activos.



La compañía reflejó un ligero incremento de 0.4% (US\$49 miles) en la Propiedad planta y equipo, atribuido al aumento en la propiedad de inversión (+US\$233 miles), como parte de una ganancia neta por ajuste al valor razonable, con base en el valúo realizado por un perito valuador independiente. Por su parte, los activos fijos cobran mayor relevancia, ya que dentro de su estructura mantiene una participación de 40.33%, compuesto de la siguiente forma: maquinaria y equipo industrial: 38.10%, seguido del terreno y Edificio donde se encuentran ubicadas las oficinas de CARSA, cuyas participaciones son de 28.9% y 33.0%, respectivamente.

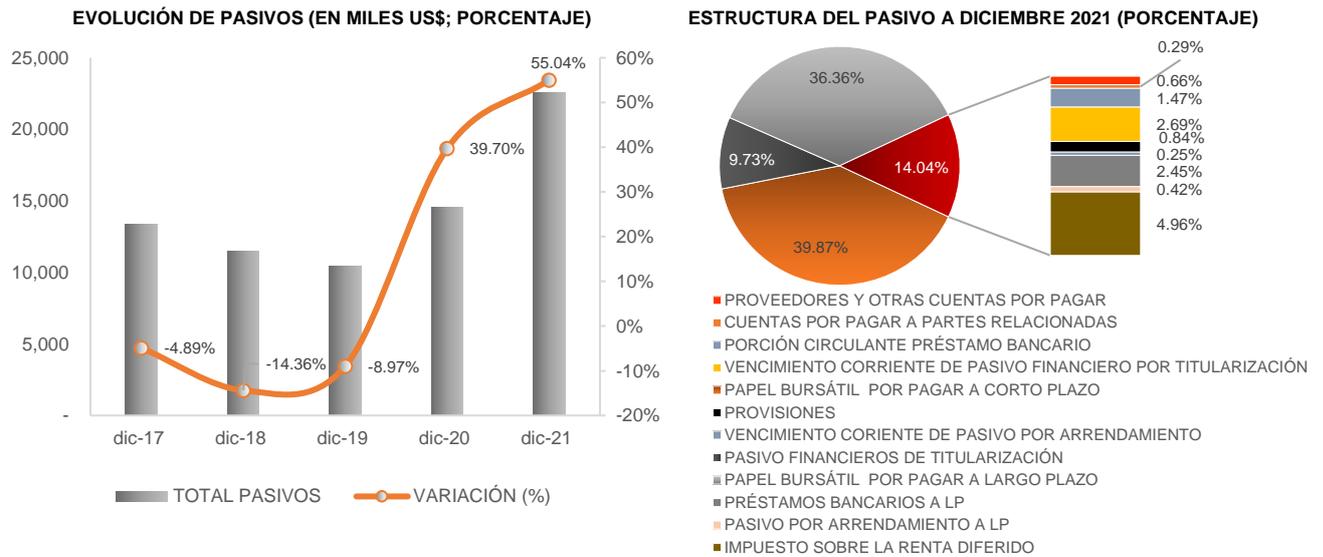
Pasivos

En el período de análisis, los pasivos reflejaron una tasa de crecimiento de 55.0% (+US\$8,014 miles), totalizando los US\$22,575 miles. Cabe destacar que durante los últimos cinco años los pasivos han reportado una tasa de crecimiento ponderada de 9.94%, dicha tendencia es explicada por su estrategia de diversificación en las fuentes de fondeo, ante la mayor dinámica en el mercado bursátil por medio de diversas emisiones de títulos valores.

Cabe precisar que la entidad presenta un saldo de US\$17,208 miles en sus obligaciones, derivado del comportamiento de sus líneas de papel bursátil las cuales muestran un incremento interanual de 164.1% (US\$10,693 miles), asociado a la autorización de la segunda emisión de papel bursátil (PBIMSA02) por parte de la Superintendencia del Sistema Financiero (SSF) durante el segundo semestre de 2021, convirtiéndose en la principal fuente de fondeo de la institución, concentrando el 76.25% del total de pasivos (Corto plazo: 39.87%; Largo plazo: 36.26%).

Por su parte, el pasivo financiero de largo plazo de titularización, muestra una reducción de 21.7% (US\$607 miles), lo cual corresponde a la amortización de capital del Fondo de Titularización Ricorp Titularizadora – Inmobiliaria Mesoamericana Cero Uno (FRTIME01), el cual fue 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%. En este sentido, la cuenta representa el 9.73% dentro de la estructura de los pasivos.

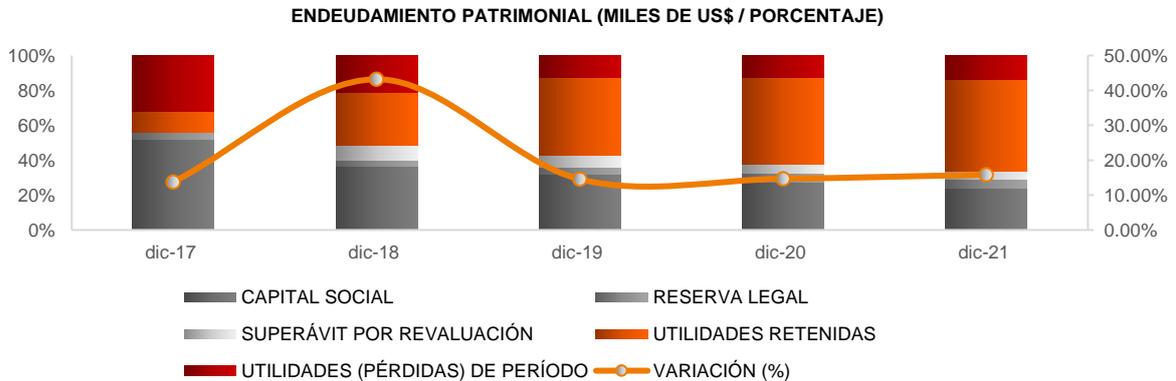
Finalmente, los Certificados de Inversión de Deuda de Largo Plazo muestran una reducción del 100% (US\$1,500 miles), como resultado de la redención anticipada de tramo II, cuyo plazo de vencimiento estaba pactado hasta en noviembre de 2024.



Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

Patrimonio

A diciembre 2021, Inmobiliaria Mesoamericana registró un patrimonio de US\$9,641 miles, con una variación positiva interanual de 15.8% (+US\$1,318 miles), como resultado de la capitalización de utilidades (+24.5%; US\$1,003 miles) y a la mejora en el resultado del ejercicio (+23.5%; US\$251 miles). Es necesario destacar que durante los últimos cinco años el patrimonio ha mostrado un crecimiento ponderado de 19.9%, soportado en la generación de utilidades derivado de su enfoque estratégico en las actividades de arrendamiento e intermediación.



Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

Riesgos financieros

Los riesgos financieros se refieren a la probabilidad de ocurrencia de un evento que tenga consecuencias negativas derivado del transcurso normal de las operaciones de la entidad. Para una adecuada administración de riesgos, la institución ha definido políticas, comités y procesos que le permiten una adecuada gestión.

Riesgo de crédito

La administración de Inmobiliaria Mesoamericana ha desarrollado políticas para el otorgamiento de créditos, de tal forma que la exposición al riesgo crediticio es monitoreada constantemente de acuerdo con el comportamiento de pago de los deudores, la antigüedad de los saldos y las garantías que presenten.

El crédito está sujeto a evaluaciones en las que se considera la capacidad de pago, el historial y las referencias del cliente. Asimismo, la Inmobiliaria cuenta con un comité de aprobación integrado por el Presidente de la Junta Directiva, el Representante Legal, el Director Legal y el Ejecutivo Financiero, los cuales determinan la aprobación de cualquier operación que tenga que ver con la adquisición, arrendamiento o venta de bienes inmuebles.

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

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\$16,428 miles, evidenciando una tasa de crecimiento interanual de 46.46% (+US\$5,211 miles), producto de mayores colocaciones en la compañía controladora y créditos a terceros. Cabe destacar que la cartera se encuentra concentrada con 74.2% en créditos otorgados a compañías relacionadas y el 25.8% restante se encuentra destinado a terceros.

De acuerdo con lo anterior, se observa un mayor otorgamiento de préstamos a la compañía controladora (+52.9%; US\$4,336 miles), los cuales han sido pactados a corto plazo y con una tasa de interés promedio de 8.46%. En cuanto a las líneas de crédito rotativas otorgadas a terceros, estas muestran un incremento de 18.4% (+US\$1,050 miles) y cuentan con plazos de vencimiento hasta de 12 meses a una tasa de interés entre 10.75% y 12.0% anual. Por su parte, las operaciones de factoraje presentan un ligero crecimiento de 7.4% (US\$625 miles), con una tasa de interés promedio anual de 15%, y plazos de vencimiento de hasta 12 meses las cuales se encuentran garantizadas con pagarés.

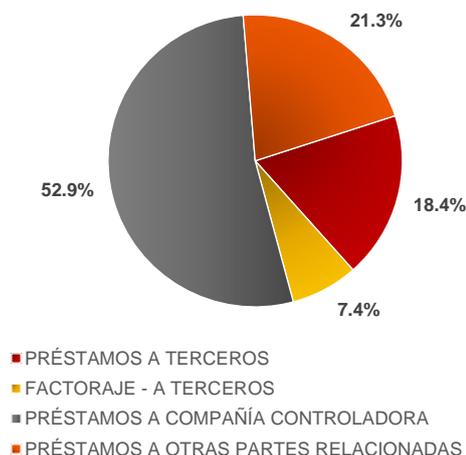
Finalmente, la cartera de préstamos de largo plazo está destinada a compañías relacionadas, registrando un saldo de US\$ 3,500, con plazos de vencimiento entre 7 y 10 años, con una tasa de intereses de 11.5% y 12%, respectivamente al período de análisis. Dichos créditos se encuentran garantizados con una prenda sin desplazamiento sobre una impresora troqueladora y Cesión de beneficios de la póliza de seguros por la suma de US\$3,600 miles.

PCR destaca la evolución y calidad de la cartera de préstamos de la institución, la cual se encuentra con cero días mora. Asimismo, se observa una adecuada gestión del riesgo crediticio con una cartera de préstamos respaldada con garantía prendaria y fiduciaria.

DETALLE DE CARTERA NETA (EN MILES US\$)

COMPONENTE	dic-21
PRÉSTAMOS NETOS POR COBRAR A CLIENTES	4,797
LÍNEA DE CRÉDITO ROTATIVA	3,027
A CLIENTES TERCEROS	3,027
FACTORAJE	1,216
A CLIENTES TERCEROS	1,216
OTRAS CUENTAS POR COBRAR (INTERESES)	555
PRÉSTAMOS NETOS POR COBRAR A RELACIONADAS	12,305
COMPAÑÍA CONTROLADORA	8,751
PRÉSTAMO POR COBRAR A CORTO PLAZO	8,686
CUENTAS POR COBRAR (INTERESES)	66
OTRAS PARTES RELACIONADAS	2,054
PRÉSTAMO POR COBRAR PORCIÓN LARGO PLAZO	2,000
PRÉSTAMO POR COBRAR - LINEA DE CRÉDITO ROTATIVA	-
CUENTAS POR COBRAR (INTERESES)	54
PRÉSTAMO POR COBRAR DE LARGO PLAZO	1,500
TOTAL CARTERA NETA	17,102

COMPOSICIÓN DE LA CARTERA BRUTA A DICIEMBRE 2021 (PORCENTAJE)



Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

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.

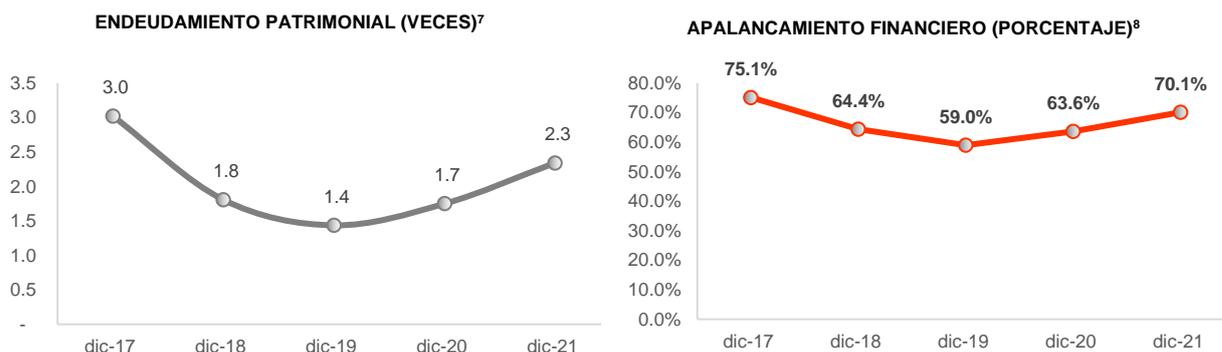
Las políticas van orientadas a mitigar los riesgos asociados a las actividades de la entidad, adicionalmente, se han constituido comités que permitan identificar de forma temprana los factores que pudiesen afectar el desempeño de la Inmobiliaria. Entre algunas de las políticas aplicadas destacan la política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

En los últimos años la compañía ha demostrado su capacidad de crecimiento de forma sostenida, la cual es evidenciada en el comportamiento del patrimonio (+15.8%), gracias a la generación operativa del negocio. Por su parte, los pasivos reflejan un mayor incremento (+55.0%), afectados por el aumento en las colocaciones de títulos de emisión propia en el mercado de valores (PBIMSA01-02) como parte de su estrategia de fondeo.

Ante el crecimiento de las obligaciones de Inmobiliaria Mesoamericana, los niveles de endeudamiento patrimonial reflejan una tendencia alcista al pasar de 1.75 a 2.34 veces al período de análisis. Asimismo, los niveles de apalancamiento financiero reflejan el mismo comportamiento al reportar un índice de 70.1% al período de análisis (diciembre 2020: 63.6%), asociado a los compromisos adquiridos, los cuales han permitido financiar en gran medida las operaciones de la entidad.

A pesar del incremento en los índices de solvencia, PCR considera que los niveles reportados siguen siendo congruentes, lo que permite continuar expandiendo las operaciones de la Inmobiliaria.



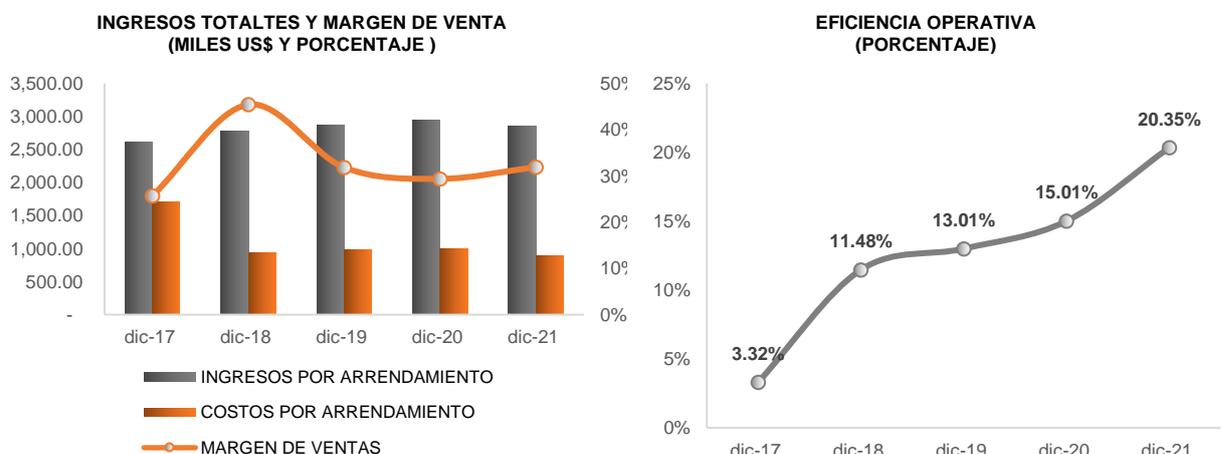
Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

Resultados Financieros de Inmobiliaria Mesoamericana

Al cierre de 2021, los ingresos por arrendamiento de Inmobiliaria Mesoamericana totalizaron US\$2,854 miles, evidenciando una ligera disminución de 3.0% (US\$89 miles). La fuente principal de ingresos de la compañía proviene 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 flujos muestran una participación del 61.8%, y provienen de contratos de arrendamiento de maquinarias, montacargas e inmuebles.

Por su parte, los costos de IME se ubicaron en US\$889 miles, con una disminución de 10.9% (US\$108 miles) respecto a diciembre 2020, asociado al comportamiento de la depreciación de bienes en arrendamiento. Alineado con lo anterior, la utilidad bruta se ubicó en US\$1,965 miles, reflejando un leve crecimiento de 1.0% (US\$20 miles), lo cual generó un margen de venta⁹ de 68.9%, superior al reportado en diciembre de 2020 (66.1%), debido a la reducción de los costos por arrendamiento.

El indicador de eficiencia operativa se ubicó en 20.3%, por encima del presentado en diciembre 2020 (15.0%)¹⁰, como resultado del aumento en los gastos operacionales de la compañía (+31.4%). A pesar de dicho comportamiento, 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

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 diciembre 2021 alcanzaron los US\$1,275 miles, evidenciando una tasa de crecimiento de 85.4% (+US\$587 miles). Dichas operaciones han sido financiadas a través de la colocación de títulos valores y otras obligaciones financieras, representando US\$1,239 miles en gastos financieros, los cuales muestran un incremento de 42.3% (+US\$368 miles).

La utilidad neta reportó US\$ 1,318 miles, presentando un incremento de 23.5% (+US\$251 miles), soportadas en el buen desempeño de las actividades de intermediación (+42.3%; US\$368 miles) y al incremento de la ganancia por ajuste al valor razonable (+181%; US\$151 miles) de la propiedad de inversión de la compañía. De acuerdo con lo

⁷ Endeudamiento patrimonial: Pasivos/ Patrimonio

⁸ Apalancamiento financiero: Pasivos/Activos

⁹ Margen de venta: Utilidad bruta/Ingresos por arrendamiento

¹⁰ Eficiencia operativa: Utilidad operativa/Ingresos por arrendamiento.

anterior, el incremento de la utilidad del ejercicio favoreció al indicador de rendimiento sobre el patrimonio (ROE), el cual pasó de 12.8% a 13.7% a diciembre 2021, y el retorno sobre activos (ROA) se posicionó en 4.1%, ligeramente inferior respecto al reportado el período pasado (4.7%), explicado por la menor rentabilización de los activos productivos.

UTILIDAD DEL EJERCICIO E INDICADORES DE RENTABILIDAD (MILES US\$ Y PORCENTAJE)



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.	461,884	74.98%
Cajas y Empaque de Guatemala, S.A.	154,126	25.02%
Total Acciones Suscritas y Pagadas	616,010	100%

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

Gobierno Corporativo

La Sociedad es administrada por la Junta Directiva y cuenta con una plana gerencial con experiencia en el sector, la cual se encuentra conformada de la siguiente forma:

JUNTA DIRECTIVA		PLANA GERENCIAL	
Cargo	Nombre	Cargo	Nombre
Presidente	Ing. José Roberto Rivera Samayoa	Director de Operaciones	Mauricio Tapias
Secretario	Lic. Óscar Armando Calderón Arteaga	Director Comercial	Jaime Escalón
Director Suplente	Licda. Carmen Aída Hernández de Meardi	Gerente Técnico	Rafael Rodríguez
		Gerente de Producción	Diana Gómez
		Gerente de Ventas	Andrea Sola
		Gerente Administrativo	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

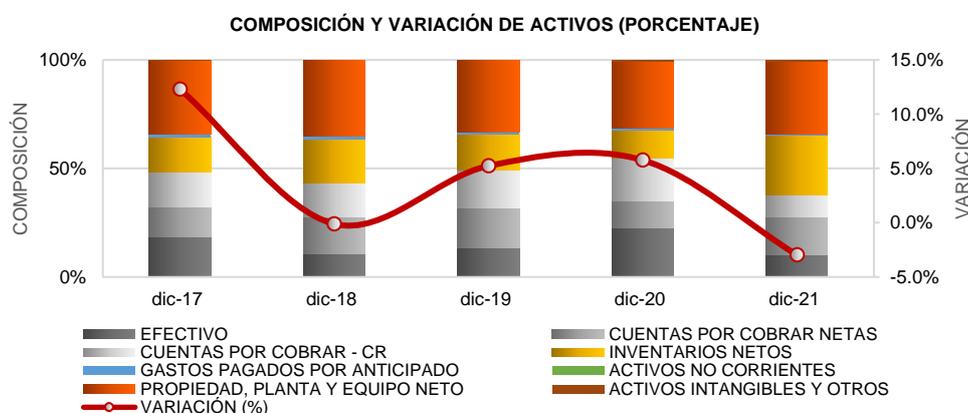
CARSA es una compañía dedicada a la producción de cajas y productos de cartón y papel, la cual cuenta con una plaza industrial de 15,000 metros cuadrados. A la fecha de análisis, los segmentos que atiende son: alimentos, bebidas, agroindustria, cuidado personal, maquila, confección, comercio, entre otras. 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

A la fecha de análisis, los activos totales de CARSA se ubicaron en US\$38,514 miles, registrando una leve disminución 3.0% (US\$1,176 miles), asociado a la mayor contracción de cuentas por cobrar a relacionadas (-51.6%; US\$4,088 miles), cuyo comportamiento se vio parcialmente amortiguado ante el aumento en las cuentas comerciales por cobrar (+41.7%; US\$2,011 miles). Por su parte, se observa una reducción en los fondos disponibles de la compañía (-56.6%; US\$5,171 miles), producto de la expansión en los inventarios (+104.7%; US\$5,398 miles) lo cual demanda mayores recursos.



Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

En cuanto a la estructura de activos de la compañía, el 33.3% lo componen la propiedad planta y equipo, superior al 30.4% reportado en diciembre 2020, mientras que las cuentas por cobrar¹¹ e inventarios representan el 27.7% y 13.0%, respectivamente (diciembre 2020: 32.1% y 13.0%, respectivamente).

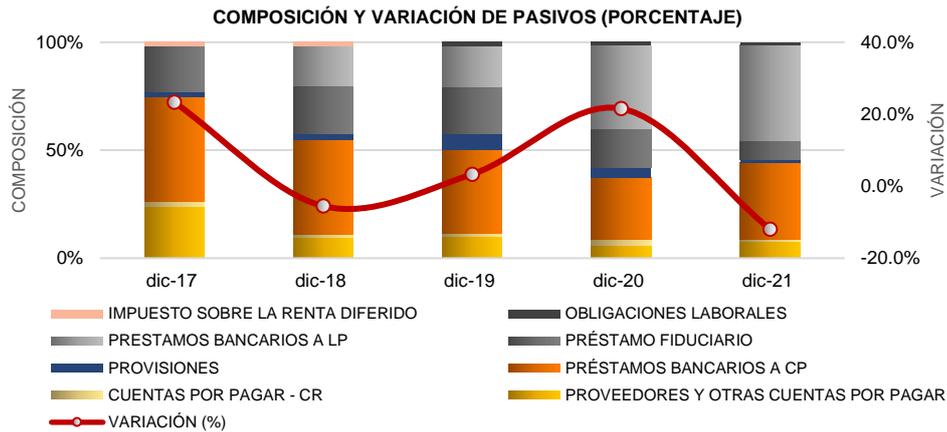
Pasivos

Al cierre 2021, los pasivos evidenciaron una reducción interanual del 12.0% (-US\$2,353 miles), totalizando los US\$17,317 miles; como efecto de la mayor disminución de los pasivos de largo plazo, debido a la amortización de uno de los créditos fiduciarios (-57.1%; US\$2,000 miles) contraídos con su empresa relacionada, Inmobiliaria Mesoamericana¹².

Cabe destacar que el 88.7% de los pasivos se encuentra compuesto por obligaciones financieras, dentro de las cuales se destacan los compromisos con entidades bancarias (77.2%; US\$11,865 miles), el 23.8% restante (US\$3,500 miles) han sido otorgados por su empresa relacionada, Inmobiliaria Mesoamericana, cabe destacar que estos compromisos son respaldados con garantía fiduciaria y prendaria. Finalmente, el 11.3% del resto de pasivos se encuentran distribuidos entre cuentas por pagar a proveedores y compañías relacionadas (8.5%), provisiones (1.5%) y obligaciones laborales (1.3%).

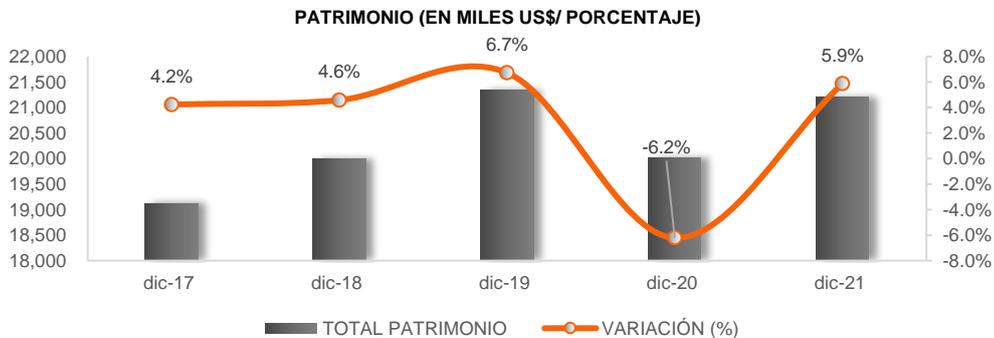
¹¹ Cuentas comerciales y a relacionadas.

¹² Contrato celebrado entre ambas partes el 10 de mayo 2014, bajo 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.



Patrimonio

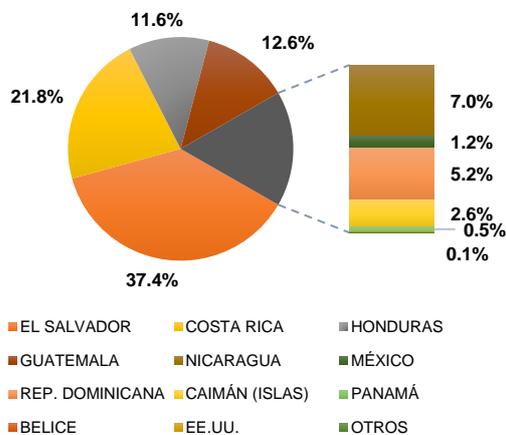
Al período de análisis, el patrimonio de Cartonera Centroamericana se ubicó en US\$21,198 miles, con una tasa de crecimiento de 5.9% (US\$1,177 miles), producto del crecimiento orgánico evidenciado durante los últimos años ante la capitalización de utilidades (+10.6%; US\$855 miles) y el resultado del presente ejercicio (+62.2%; US\$419 miles), éste último ante la recuperación de las operaciones de la compañía.



Análisis de Resultados

Al cierre 2021, los ingresos de CARSA totalizaron los US\$41,348 miles, reflejando la mayor tasa de crecimiento interanual (+26.2%; US\$8,574 miles) respecto a los últimos cinco años, lo cual obedece a la dinámica económica de los países donde CARSA opera. Alineado con lo anterior, los países que más destacaron en el crecimiento en ventas son: Republica Dominicana (+95.0%), Guatemala (+79.1%) y El Salvador (+15.2%). Cabe precisar que dichos países representan el 55.2% de los ingresos totales de Cartonera Centroamericana.

VENTAS POR PAÍS A DICIEMBRE 2021 (PORCENTAJES)



MÁRGENES FINANCIEROS (PORCENTAJE)



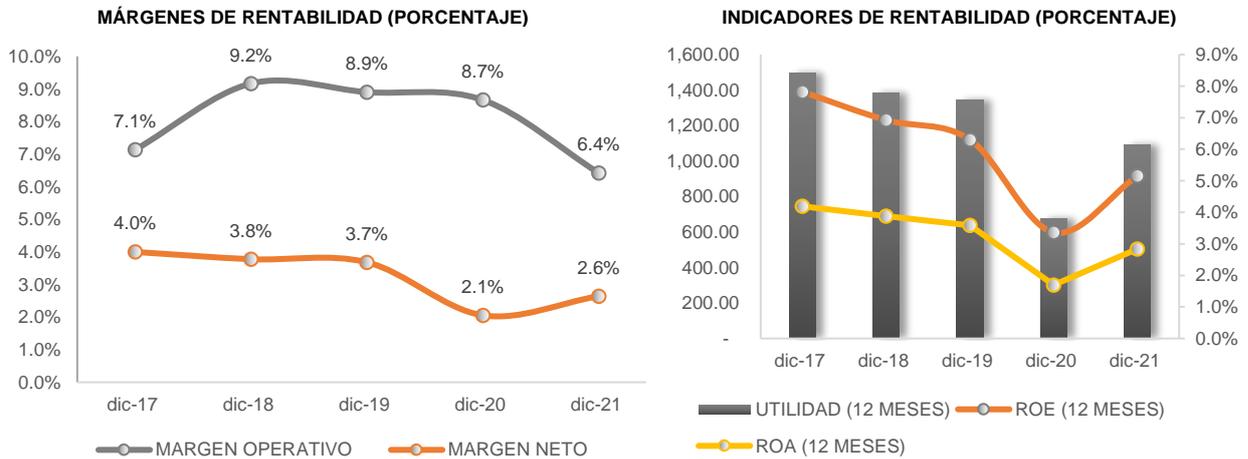
Fuente: Cartonera Centroamericana / **Elaboración:** PCR

El margen de venta de Cartonera Centroamericana se ubicó en 17.2%, por debajo del 21.2% reportado en diciembre 2020, como resultado del mayor crecimiento de los costos (+32.6%) respecto a la tendencia de los ingresos. No obstante, la entidad mantiene un enfoque de protección de sus márgenes a pesar de la ligera disminución del EBITDA

(-4.9%). Por su parte, el margen operativo mostró una desmejora al pasar de 8.7% a 6.4% al período de análisis, afectado por el comportamiento de los gastos operacionales (+8.3%), principalmente por la tendencia de los gastos por distribución y ventas.

Finalmente, el margen neto resultó en 2.6%, ligeramente superior al 2.1% reportado el período anterior, derivado del comportamiento de la reducción de otros gastos netos y de operaciones no recurrentes, lo cual minimizó los efectos de la utilidad operativa.

A la fecha de análisis, se observa una mejora en la rotación de activos al pasar de 0.84 a 1.06 veces, derivado de la mayor dinámica en los inventarios de la entidad, como respuesta ante el incremento de la fuerte demanda de sus clientes. Por su parte, el crecimiento interanual de la utilidad neta (+62.2%; US\$419 miles), provocó una mejora en el retorno sobre activos (ROA) al pasar de 1.7% a 2.8% al período de análisis. Asimismo, el rendimiento patrimonial (ROE) presentó la misma tendencia al ubicarse en 5.2%, por encima del reportado en diciembre 2020 (3.4%).



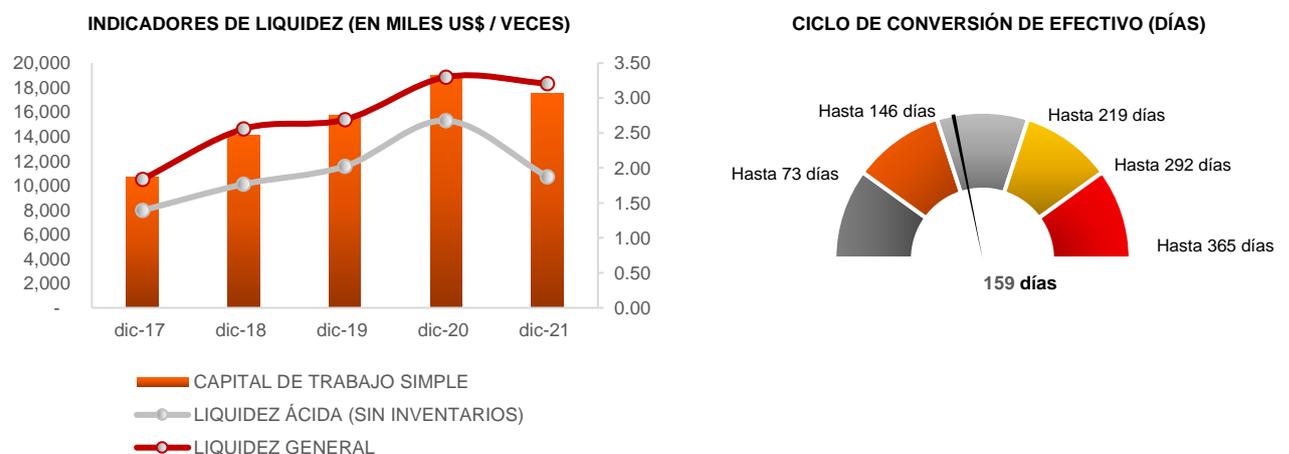
Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

Análisis de Liquidez

A diciembre 2021, la liquidez de CARSA se ubicó en 3.2 veces, levemente por debajo de la reportada el período anterior (3.3 veces), como resultado de la mayor contracción de los activos corrientes (6.9%; US\$1,881 miles) respecto a la reducción de los pasivos corrientes (-4.2%; US\$346 miles). En cuanto al índice de liquidez ácida, este fue de 1.88 veces, por debajo del 2.68 veces reportado el período anterior, lo cual obedece a la relevancia de los inventarios dentro de la composición de los activos corrientes.

En cuanto al ciclo de conversión del efectivo, este indicador muestra una mejora al pasar de 185 a 159 días, es decir, el ciclo de CARSA ha mostrado una mayor rapidez para convertir el efectivo desde el proceso de adquisición de materias primas hasta la recuperación de créditos. Por lo anterior, su comportamiento obedece a la mayor agilidad de las cuentas por cobrar, la cual se ubicó en 108 días (diciembre 2020: 138 días), derivado de la recuperación de cuentas a compañías relacionadas.

PCR destaca la holgada capacidad de liquidez de Cartonera Centroamericana para hacer frente a sus obligaciones de corto plazo ante cualquier eventualidad. Asimismo, se reconoce la eficiencia de la entidad a través del ciclo de conversión del efectivo, denotando una mayor velocidad en el proceso de recuperación de cuentas, principalmente a sus compañías relacionadas.



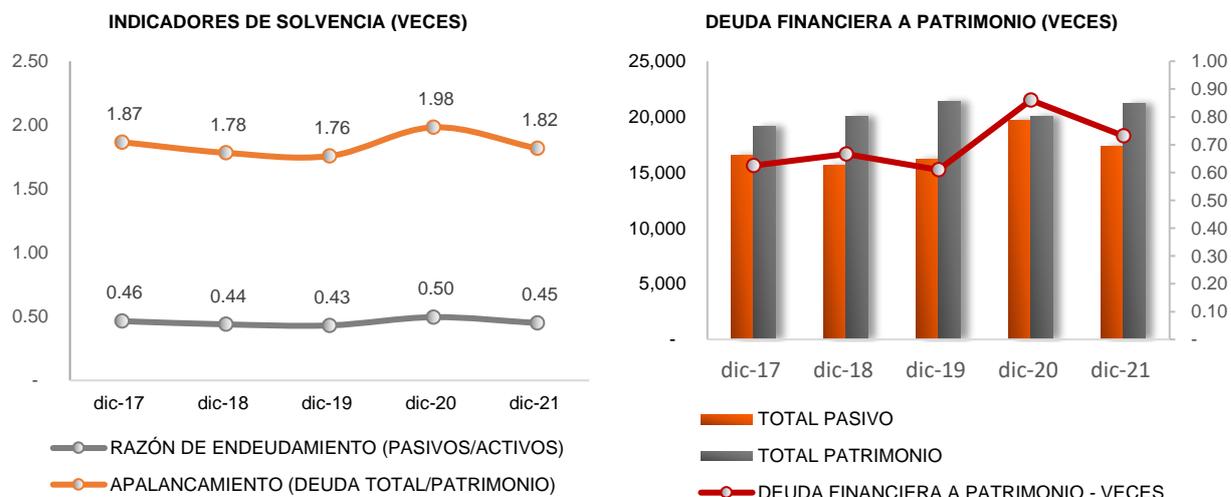
Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

Endeudamiento y solvencia

Al cierre 2021, el ratio de deuda total a patrimonio se ubicó en 0.82 veces, reflejando una tendencia decreciente respecto al período anterior (0.98 veces), derivado de la disminución de préstamos fiduciarios de largo plazo (-57.1%), lo cual influyó en la reducción de pasivos totales (-12.0%). Por su parte, ante la reducción de los pasivos, los niveles

de endeudamiento de CARSA reflejan un indicador de 0.45 veces, por debajo del 0.50 veces reportado en el período anterior, evidenciando niveles óptimos de financiamiento respecto a sus operaciones los cuales permiten mantener holgados indicadores de solvencia.

Finalmente, la razón de deuda financiera frente al patrimonio presentó una disminución al ubicarse en 0.73 veces (0.86 veces a diciembre 2020), como resultado de la disminución de préstamos.



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 Vieytez Valle*	Vicepresidente
Total	100%	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, la cual a la fecha de estudio, contó con una liquidez corriente de 9.6 veces (diciembre 2020: 29.8 veces), donde a pesar de que se observó una reducción ante el mayor pago de obligaciones tributarias, continuó conservando holgura en su capacidad financiera para responder a sus obligaciones de corto plazo.

LIQUIDEZ (VECES)					
COMPONENTES	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21
LIQUIDEZ CORRIENTE	12.8	11.8	10.3	29.8	9.6
LIQUIDEZ GENERAL	13.0	12.0	10.8	30.8	9.7

Fuente: SSF / Elaboración: PCR

Por su parte, gracias a la buena dinámica registrada en los ingresos de la Titularizadora (+71.2%), se observó una recuperación importante en las utilidades del negocio, mejorando el margen neto el cual aumentó la rentabilidad de la entidad sustancialmente.

ROA Y ROE ANUALIZADO (%)					
COMPONENTES	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21
ROA	13.2%	16.9%	23.4%	3.0%	18.4%
ROE	14.3%	18.5%	22.0%	3.1%	20.6%

Instrumento Clasificado (FTRTIME 01)

DETALLE DE LA EMISIÓN

CONCEPTO	DETALLE
Emisor	: Fondo de Titularización Ricorp Titularizadora Inmobiliaria Mesoamericana 01.
Originador	: Inmobiliaria Mesoamericana Sociedad Anónima de Capital Variable, que puede abreviarse Inmobiliaria Mesoamericana, S.A. de C.V.
Emisión	: Valores de Titularización – Títulos de Deuda con cargo al Fondo de Titularización – Ricorp Titularizadora – Inmobiliaria Mesoamericana 01, cuya abreviación es VTRTIME 01.
Sociedad de Titularización	: Ricorp Titularizadora, S.A. (en adelante también referida como la Titularizadora).
Clase de Valor	: 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.
Monto de la Emisión	: Hasta US\$9,300,000.00
Plazo de la Emisión	: 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).
Respaldo de la Emisión	: 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. (ii) Fianza Solidaria: Cartonera Centroamericana, S.A. de C.V. otorgó fianza solidaria, a efecto de garantizar todas y cada una de las obligaciones que adquirió el Fondo FTRTIME Cero Uno hacia los Tenedores de Valores emitidos con cargo al mismo. La fianza solidaria fue otorgada a favor los Tenedores de Valores por medio del Representante de los Tenedores de Valores, hasta por la cantidad equivalente en cada inicio de año al 15% del saldo de capital de la emisión, cantidad que inicialmente equivale a US\$1,395,000.00. (iii) Prenda sobre cuentas por cobrar de Cartonera Centroamericana: Debido a la cesión de derechos del Contrato de Arrendamiento, el Originador cedió el derecho que Cartonera Centroamericana le otorgó de una prenda sin desplazamiento sobre cuentas por cobrar a clientes clase “A” por un monto de US\$600,000 dólares de los Estados Unidos de América. (iv) Cuenta Restringida: se tiene acumulado un saldo mínimo de US\$219,853.76; equivalentes a dos cuotas de cesión. (v) Convenio de Administración de cuentas - Orden Irrevocable de Transferencias (OIT): Como respaldo operativo de la emisión, el Originador, Cartonera Centroamericana y la Titularizadora suscribieron un Convenio de Administración de Cuentas – OIT, con el Banco Administrador. (vi) Cuenta discrecional: se cuenta un saldo mínimo de US\$25,000 proveniente de los excedentes generados por los flujos cedidos al Fondo; y será devuelto al originador al final de la vida de la emisión. (vii) Cesión de beneficios de póliza de Lucro Cesante. Cesión de beneficios de póliza de Lucro Cesante a favor de la Arrendataria, o a cualquier tercero a quien los derechos del contrato de arrendamiento operativo le hayan sido legalmente cedidos, por seis meses de canon de arrendamiento. (viii) Cesión de beneficios de póliza de seguro contra todo riesgo sobre construcciones, mobiliario y equipo. Cesión de beneficios de póliza de seguro contra todo riesgo sobre construcciones, mobiliario y equipo, a favor de la Arrendataria, o a cualquier tercero a quien los derechos del contrato de arrendamiento operativo le hayan sido legalmente cedidos, hasta por US\$12,337,290.30.
Garantías de la Emisión	: 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.
Mecanismos de Cobertura	: 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.
Negociabilidad	: 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.
Custodia y Depósito:	: 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.
Redención anticipada	: 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.
Destino de los fondos de la emisión:	: 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.
Forma y lugar de pago	: Todo pago se hará por la Titularizadora, con cargo al Fondo de Titularización, a través de la cuenta de depósito bancaria denominada Cuenta Discrecional, en cada fecha de pago en el siguiente orden: Primero , se pagarán las obligaciones a favor de los Tenedores de Valores. Segundo , las comisiones a la Titularizadora. Tercero , el saldo de costos y gastos adeudados a terceros, de conformidad a lo previsto en el presente Contrato. Cuarto , abonar a la Cuenta de Reserva las cantidades correspondientes para la acumulación de fondos para el pago de capital al
Prelación de pagos	

Procedimiento en caso de mora.	<p>vencimiento de la Emisión. Quinto, cualquier Remanente generado durante el mes, de conformidad a las definiciones establecidas en el Contrato de Titularización, se devolverá al Originador en el mes siguiente.</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: En primer lugar, el pago de Deuda Tributaria; En segundo lugar, se le pagarán las obligaciones a favor de Tenedores de Valores emitidos con cargo al Fondo FTRTIME Cero Uno; En tercer lugar, se imputará a otros saldos adeudados a terceros. En cuarto lugar, se pagarán las Comisiones de gestión a favor de la Titularizadora; y en quinto lugar, cualquier excedente se devolverá al Originador.</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>
Mecanismo de transferencia de los cánones	<p>Mecanismo acelerado de transferencia de los cánones</p> <p>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>Mecanismo preventivo de transferencia de los cánones</p> <p>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>
Destino de los fondos obtenidos de la cesión de derechos sobre flujos financieros futuros:	<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>

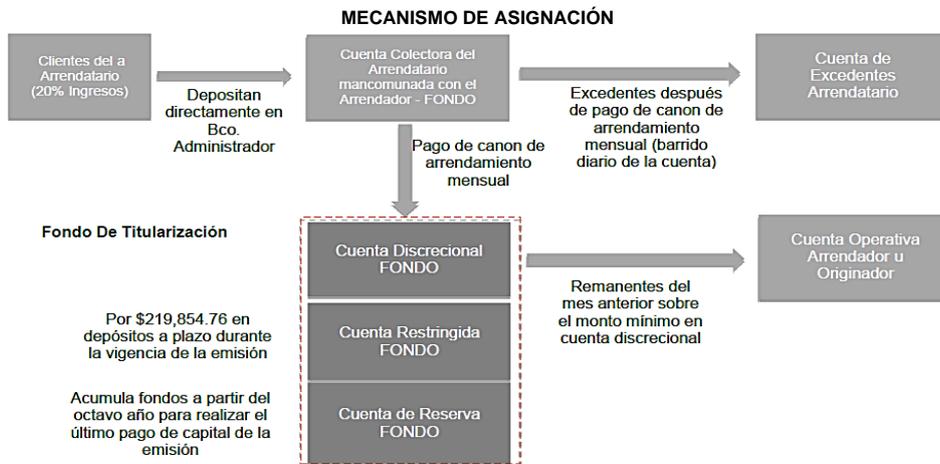
Fuente: RICORP Titularizadora / Elaboración: PCR

VRTIME01

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 a través de 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								
TRAMOS VIGENTES	MONTO COLOCADO	SALDO CAPITAL	CAPITAL PAGADO	FECHA DE COLOCACIÓN	FECHA DE VENCIMIENTO	PLAZO	TASA	PAGO CUPÓN
TRAMO 1-VIGENTE	6,510,000.00	2,803,905.00	3,706,095.00	20/12/2013	20/12/2023	120	7.00%	MENSUAL
TRAMO 2- PAGADO	2,790,000.00	-	2,790,000.00	29/5/2013	20/12/2020	90	6.50%	MENSUAL
TOTAL	9,300,000.00	2,803,905.00	3,706,095.00				6.8%	

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 posibilitar que estos sigan 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 resolutoria¹³ 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, constituye 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 la fecha de análisis, se han pagado 96 cuotas equivalentes a un monto de cesión de US\$13,285.40 miles, con una cuota de cesión mensual de US\$143.531 miles, la cual se estima se mantengan constante hasta el vencimiento. Por su parte, la cesión acumulada a diciembre 2021 fue de US\$1,8722.37 miles, similar al monto cedido en diciembre 2020.

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

Escenario	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Cesión	1,560	1,591	1,623	1,655	1,689	1,722	1,722	1,722
Egresos	1,428	1,425	1,419	1,413	1,406	1,399	1,411	1,411
Cobertura de cesión por arrendamiento (veces)	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	1.24

Fuente: RICORP Titularizadora - Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

¹³ 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.

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 segundo trimestre. Dichos parámetros se consideran adecuados al compararlos con las razones financieras establecidas para la emisión, según se detalla en el siguiente cuadro:

RAZONES FINANCIERAS (VECES)						
REGUARDOS FINANCIEROS – FT	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	LÍMITE	
CARTONERA CENTROAMERICANA						
EBITDA/SERVICIO DE DEUDA	3.46	3.55	2.95	2.78	1.60	Resguardo mínimo
DEUDA/PATRIMONIO	2.77	3.19	2.10	0.72	0.85	Resguardo máximo
DEUDA NETA /EBITDA	3.46	3.55	2.95	3.25	3.25	Resguardo máximo
UTILIDAD BRUTA/GASTOS DE OPERACIÓN	2.77	3.19	2.10	1.81	1.40	Resguardo mínimo
CUENTAS POR COBRAR A RELACIONADAS/PATRIMONIO	0.28	0.31	0.40	0.18	0.35	Resguardo máximo
INMOBILIARIA MESOAMERICANA						
EBITDA/GASTOS FINANCIEROS NETOS	6.16	7.18	10.07	7.69	3.00	Resguardo mínimo
PASIVO AJUSTADO/PATRIMONIO	1.06	0.71	0.55	0.36	4.00	Resguardo máximo
PASIVO AJUSTADO/EBITDA	2.31	1.81	1.57	1.02	6.00	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
Arrendador	Sociedad Inmobiliaria Mesoamericana S.A. de C.V.
Arrendatario	Cartonera Centroamericana S.A. de C.V.
Activos Arrendados	<ul style="list-style-type: none"> • Terrenos y Edificaciones • Maquina Troqueladora Rotativa DRO 1628, con un valor de • Maquina Impresora Flexo Folder G. Midlline 924
Duración del Contrato	10 años
Garantías¹⁴ y Respaldos	<ul style="list-style-type: none"> • Prenda sin desplazamiento sobre cartera de Cuentas por Cobrar por un monto de \$600,000 • 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. • 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 • Cumplimiento de covenants por el arrendatario • Cesión de pólizas de seguro sobre los activos arrendados y seguro de lucro cesante

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

¹⁴ Al período de análisis, las pólizas de seguro han sido renovadas de acuerdo con lo establecido en el contrato de titularización.

Resumen de Estados Financieros Auditados
Inmobiliaria Mesoamericana

BALANCE GENERAL (MILES DE US\$)					
COMPONENTE	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21
ACTIVOS					
EFFECTIVO	202	177	139	49	246
INVERSIONES Y VALORES A CORTO PLAZO	-	-	-	-	1,031
PRÉSTAMOS POR COBRAR PARTES RELACIONADAS	63	54	54	4,404	10,745
CUENTAS POR COBRAR CUENTA RESTRINGIDA	220	220	220	220	220
PRÉSTAMOS POR COBRAR A CLIENTES Y OTRAS CUENTAS POR COBRAR	37	39	35	3,006	4,797
VENCIMIENTO CORRIENTE DE CUENTAS POR COBRAR LP – CR	284	-	-	-	-
GASTOS PAGADOS POR ANTICIPADO	-	8	84	141	140
ACTIVOS CORRIENTES	805	498	531	7,819	17,178
PROPIEDAD, PLANTA Y EQUIPO	13,172	13,788	12,828	12,944	12,993
PRÉSTAMOS A COMPAÑÍAS RELACIONADAS LP	3,500	3,500	3,500	1,500	1,500
ACTIVO POR IMPUESTO DIFERIDO	318	-	-	-	-
ACTIVO POR DERECHO DE USO	-	-	820	621	544
ACTIVOS NO CORRIENTES	16,991	17,288	17,149	15,066	15,037
TOTAL ACTIVOS	17,796	17,786	17,680	22,884	32,216
PASIVOS					
PROVEEDORES Y OTRAS CUENTAS POR PAGAR	81	247	75	117	150
CUENTAS POR PAGAR A PARTES RELACIONADAS	510	197	485	437	66
PORCIÓN CIRCULANTE PRÉSTAMO BANCARIO	193	203	190	860	332
VENCIMIENTO CORRIENTE DE PASIVO FINANCIERO POR TITULARIZACIÓN	858	926	996	562	607
VENCIMIENTO CORRIENTE DE CUENTAS POR PAGAR A LARGO PLAZO	278	-	-	-	-
VENCIMIENTO CORRIENTE DE ARRENDAMIENTO FINANCIERO DE LP	395	240	-	-	-
PAPEL BURSÁTIL POR PAGAR A CORTO PLAZO	-	-	-	6,515	9,000
PROVISIONES	71	92	103	162	189
VENCIMIENTO CORRIENTE DE PASIVO POR ARRENDAMIENTO	-	-	177	103	57
PASIVO CORRIENTE	2,387	1,905	2,026	8,756	10,401
PASIVO FINANCIEROS DE TITULARIZACIÓN	5,279	4,365	3,366	2,804	2,197
PAPEL BURSÁTIL POR PAGAR A LARGO PLAZO	-	-	-	-	8,208
PRÉSTAMOS BANCARIOS A LP	564	358	379	341	553
ARRENDAMIENTO FINANCIERO A LP MENOS CIRCULANTE	666	427	-	-	-
PASIVO POR ARRENDAMIENTO A LP	-	-	223	120	96
CERTIFICADOS DE INVERSIÓN DE DEUDA A LP	3,500	3,500	3,500	1,500	-
IMPUESTO SOBRE LA RENTA DIFERIDO	974	896	929	1,040	1,121
TOTAL PASIVO NO CORRIENTE	10,984	9,545	8,397	5,805	12,174
TOTAL PASIVOS	13,371	11,450	10,423	14,561	22,575
PATRIMONIO					
CAPITAL SOCIAL	2,302	2,302	2,302	2,302	2,302
RESERVA LEGAL	163	231	302	395	494
SUPERÁVIT POR REVALUACIÓN	-	544	499	463	427
UTILIDADES RETENIDAS	537	1,913	3,233	4,097	5,100
UTILIDADES (PÉRDIDAS) DE PERÍODO	1,423	1,346	921	1,067	1,318
TOTAL PATRIMONIO	4,425	6,335	7,256	8,323	9,641
TOTAL PASIVO MAS PATRIMONIO	17,796	17,786	17,680	22,884	32,216

Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

ESTADO DE RESULTADOS (MILES DE US\$)					
COMPONENTE	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21
INGRESOS	2,615	2,777	2,873	2,943	2,854
COSTO DE VENTA	1,704	937	990	997	889
UTILIDAD BRUTA	911	1,840	1,883	1,946	1,965
GASTOS DE OPERACIÓN					
GASTOS DE ADMINISTRACIÓN	87	319	374	442	581
OTROS GASTOS	-	141	239	284	333
	-	178	135	158	248
UTILIDAD DE OPERACIÓN	824	1,700	1,644	1,504	1,385
INGRESOS FINANCIEROS	-	578	443	687	1,275
GASTOS FINANCIEROS	-	914	836	871	1,239
GANANCIA POR AJESTE AL VALOR RAZONABLE	-	-	-	83	234
OTROS INGRESOS (GASTOS) NETOS	31	82	-	-	-
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS	855	1,363	1,251	1,404	1,654
IMPUESTO SOBRE LA RENTA	182	383	195	337	337
UTILIDAD NETA	672	980	1,056	1,067	1,318
RESULTADOS POR REVALUACION P&E	-	544	-	-	-
RESULTADO INTEGRAL DEL EJERCICIO	672	1,524	1,056	1,067	1,318

Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

INDICADORES FINANCIEROS

COMPONENTE	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21
LIQUIDEZ					
LIQUIDEZ GENERAL	0.25	0.15	0.15	0.87	1.63
LIQUIDEZ INMEDIATA (SIN INVENTARIOS Y CXC)	0.20	0.10	0.11	0.02	0.14
CAPITAL DE TRABAJO SIMPLE	-1581.64	-1407.52	-1495.25	-937.62	6777.40
RENTABILIDAD					
MARGEN BRUTO	34.8%	66.3%	65.5%	66.1%	68.9%
MARGEN OPERATIVO	31.5%	61.2%	57.2%	51.1%	48.5%
MARGEN NETO SOBRE INGRESOS	25.7%	45.4%	31.8%	29.4%	31.9%
ROE (12 MESES)	15.2%	24.1%	14.5%	12.8%	13.7%
ROA (12 MESES)	3.8%	8.6%	6.0%	4.7%	4.1%
EFICIENCIA					
GASTOS OPERACIONALES/INGRESOS DE OPERACIÓN	3.3%	11.5%	13.0%	15.0%	20.3%
MARGEN BRUTO/GASTOS DE OPERACIÓN (VECES)	10.49	5.77	5.04	4.40	3.38
ENDEUDAMIENTO/APALANCAMIENTO					
RAZON DE ENDEUDAMIENTO	0.75	0.64	0.59	0.64	0.70
DEUDA TOTAL A PATRIMONIO – VECES	3.02	1.81	1.44	1.75	2.34
DEUDA FINANCIERA A PATRIMONIO – VECES	2.59	1.58	1.19	1.53	2.18
ACTIVOS/PATRIMONIO	4.02	2.81	2.44	2.75	3.34
PATRIMONIO A ACTIVO TOTAL	24.9%	35.6%	41.0%	36.4%	29.9%
COBERTURA DE INTERESES		1.86	1.97	1.73	1.12

Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

Cartonera Centroamericana
BALANCE GENERAL (MILES DE US\$)

COMPONENTE	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21
ACTIVOS					
EFFECTIVO	6,556	3,785	5,011	9,024	3,915
CUENTAS POR COBRAR NETAS	4,897	6,090	6,869	4,819	6,829
CUENTAS POR COBRAR – CR	5,838	5,601	6,593	7,916	3,827
INVENTARIOS NETOS	5,676	7,148	6,214	5,158	10,557
GASTOS PAGADOS POR ANTICIPADO	479	473	379	386	294
ACTIVO CORRIENTE	23,446	23,097	25,065	27,302	25,422
PROPIEDAD, PLANTA Y EQUIPO NETO	12,246	12,561	12,461	12,053	12,831
ACTIVOS INTANGIBLES Y OTROS	4	-	-	335	262
ACTIVO NO CORRIENTE	12,250	12,561	12,461	12,387	13,093
TOTAL ACTIVOS	35,696	35,658	37,526	39,690	38,514
PASIVOS					
PROVEEDORES Y OTRAS CUENTAS POR PAGAR	3,949	1,540	1,649	1,180	1,323
CUENTAS POR PAGAR – CR	407	203	209	554	157
PRÉSTAMOS BANCARIOS A CP	8,043	6,805	6,240	5,576	6,193
PROVISIONES	351	476	1,213	963	254
PASIVO CORRIENTE	12,751	9,024	9,311	8,273	7,928
PRÉSTAMO FIDUCIARIO	3,500	3,500	3,500	3,500	1,500
PRÉSTAMOS BANCARIOS A LP	-	2,831	3,066	7,594	7,672
OBLIGACIONES LABORALES	-	-	302	302	217
IMPUESTO SOBRE LA RENTA DIFERIDO	320	302	-	-	-
PASIVO NO CORRIENTE	3,820	6,633	6,868	11,396	9,389
TOTAL PASIVOS	16,571	15,657	16,179	19,670	17,317
PATRIMONIO					
CAPITAL SOCIAL	7,200	7,392	7,392	7,392	7,392
RESERVA LEGAL	1,151	1,266	1,381	1,431	1,478
SUPERAVIT POR REVALUACION	2,867	2,723	2,580	2,437	2,293
UTILIDADES RETENIDAS	7,908	8,621	9,994	8,760	10,034
UTILIDADES RETENIDAS Y REVALUACIONES	6,412	7,236	8,649	8,087	8,942
RESULTADO DEL EJERCICIO ACTUAL	1,495	1,385	1,345	673	1,092
TOTAL PATRIMONIO	19,125	20,002	21,347	20,020	21,198
PASIVO MAS PATRIMONIO	35,696	35,658	37,526	39,690	38,514

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

ESTADO DE RESULTADO (MILES DE US\$)

COMPONENTE	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21
INGRESOS	37,398	36,666	36,546	32,774	41,348
COSTO DE VENTA	30,437	28,481	28,446	25,833	34,250
UTILIDAD BRUTA	6,961	8,185	8,100	6,942	7,098
GASTOS DE OPERACIÓN	4,292	4,824	4,847	4,103	4,443
GASTOS DE DISTRIBUCIÓN Y VENTA	2,609	2,410	2,265	2,226	2,487
GASTOS DE ADMINISTRACION	1,683	2,414	2,582	1,877	1,956
UTILIDAD DE OPERACIÓN	2,669	3,361	3,254	2,839	2,655
INVERSIÓN EN GASTOS	-	-	17	-	-
GASTOS FINANCIEROS	1,258	1,467	1,258	1,342	1,360
OPERACIONES NO RECURRENTES	-	-	-	- 471	-
OTROS INGRESOS (GASTOS) NETOS	-252	-198	-353	- 346	- 56
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS	1,159	1,696	1,626	680	1,238
OPERACIONES NO RECURRENTES COVID-19	-	-	-	-	-
IMPUESTO CONTRIBUCIÓN ESPECIAL	45	33	29	-	-
IMPUESTO SOBRE LA RENTA	385	279	251	7	146
UTILIDAD NETA	729	1,385	1,345	673	1,092
RESULTADOS POR REVALUACIÓN P&E	766	-	-	-	-
RESULTADO INTEGRAL DEL EJERCICIO	1,495	1,385	1,345	673	1,092

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

INDICADORES FINANCIEROS

COMPONENTE	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21
LIQUIDEZ					
LIQUIDEZ GENERAL	1.84	2.56	2.69	3.30	3.21
LIQUIDEZ ÁCIDA (SIN INVENTARIOS)	1.39	1.77	2.02	2.68	1.88
CAPITAL DE TRABAJO SIMPLE	10,695	14,073	15,754	19,029	17,494
LIQUIDEZ INMEDIATA (SIN INVENTARIOS Y CXC)	0.55	0.47	0.58	1.14	0.53
RENTABILIDAD					
MARGEN BRUTO	18.6%	22.3%	22.2%	21.2%	17.2%
MARGEN OPERATIVO	7.1%	9.2%	8.9%	8.7%	6.4%
MARGEN NETO SOBRE VENTAS	4.0%	3.8%	3.7%	2.1%	2.6%
ROE (12 MESES)	7.8%	6.9%	6.3%	3.4%	5.2%
ROA (12 MESES)	4.2%	3.9%	3.6%	1.7%	2.8%
EBITDA (12 MESES)	4,013	4,004	4,032	3,627	3,449
EFICIENCIA					
GASTOS OPERACIONALES/INGRESOS DE OPERACIÓN	11.5%	13.2%	13.3%	12.5%	10.7%
MARGEN BRUTO/GASTOS DE OPERACIÓN (VECES)	1.62	1.70	1.67	1.69	1.60
SOLVENCIA Y COBERTURA					
RAZÓN DE ENDEUDAMIENTO	0.46	0.44	0.43	0.50	0.45
DEUDA TOTAL A PATRIMONIO – VECES	0.87	0.78	0.76	0.98	0.82
DEUDA FINANCIERA A PATRIMONIO – VECES	0.62	0.67	0.61	0.86	0.73
ACTIVOS/PATRIMONIO	1.87	1.78	1.76	1.98	1.82
PATRIMONIO A ACTIVO TOTAL	53.6%	56.1%	56.9%	50.4%	55.0%
COBERTURA 1: MARGEN OPERACIONAL/GASTOS FINANCIEROS	2.12	2.29	2.59	2.12	1.95
COBERTURA 2: EBITDA/INTERESES	3.19	2.73	3.20	2.70	2.53
DEUDA /EBITDA (12 MESES)	2.98	3.33	3.23	4.75	4.50
INDICADORES DE ACTIVIDAD					
ROTACIÓN CUENTAS POR COBRAR (VECES)	3.37	3.86	2.82	2.64	3.39
DÍAS DE RECUPERACIÓN DE CUENTAS POR COBRAR	108	95	129	138	108
ROTACIÓN DE ACTIVOS (VECES)	1.10	1.25	1.01	0.84	1.06
ROTACIÓN DE INVENTARIOS (VECES)	6.8	7.0	5.9	5.6	5.6
DÍAS DE INVENTARIOS	54	52	62	66	65
ROTACIÓN DE CUENTAS POR PAGAR	11	17	20	19	28
DÍAS DE PAGO CUENTAS POR PAGAR	33	21	19	19	13
CICLO OPERATIVO	162	147	192	204	172
CICLO DE CONVERSIÓN DEL EFECTIVO	129	126	173	185	159

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

Fondo de Titularización

BALANCE GENERAL (MILES US\$)

COMPONENTE	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21
BANCOS	192	191	204	212	196
CARTERA DE INVERSIONES	220	220	220	220	743
ACTIVOS EN TITULARIZACIÓN	1,691	1,722	1,722	1,722	1,722
RENDIMIENTOS POR COBRAR	1	0	0	0	1
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	2,104	2,133	2,147	2,154	2,662
ACTIVOS EN TITULARIZACIÓN LARGO PLAZO	8,468	6,746	5,024	3,301	1,579
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	8,468	6,746	5,024	3,301	1,579
TOTAL ACTIVO	10,572	8,879	7,170	5,455	4,241
COMISIONES POR PAGAR	0	0	0	0	0
HONORARIOS PROFESIONALES POR PAGAR	-	-	12	-	-
OTRAS CUENTAS POR PAGAR	0	0	0	-	-
OBLIGACIONES POR TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS-CORTO PLAZO	911	971	1,036	593	634
IMPUESTOS Y RETENCIONES POR PAGAR	0	0	0	0	0
TOTAL PASIVO CORRIENTE	911	971	1,048	593	634
OBLIGACIONES POR TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS-LARGO PLAZO	5,366	4,407	3,381	2,796	2,168
INGRESOS DIFERIDOS	4,038	3,246	2,483	1,786	1,167
TOTAL PASIVO NO CORRIENTE	9,404	7,653	5,864	4,582	3,335
TOTAL PASIVO	10,315	8,624	6,912	5,175	3,969
EXCEDENTE ACUMULADO DEL FONDO DE TITULARIZACIÓN	-	-	-	-	-
RESERVAS DE EXCEDENTES ANTERIORES	25	25	25	25	25
EXCEDENTES DEL EJERCICIO	13	10	14	35	27
APORTES ADICIONALES	220	220	220	220	220
TOTAL EXCEDENTE ACUMULADO DEL FONDO DE TITULARIZACIÓN	258	255	259	280	272
TOTAL PASIVO	10,572	8,879	7,170	5,455	4,241
CUENTAS DE ORDEN Y DE CONTROL DEUDORAS	-	-	-	-	-
GARANTÍAS RECIBIDAS	11,430	11,296	11,152	10,997	10,909
CUENTAS DE ORDEN Y DE CONTROL ACREEDORAS	-	-	-	-	-
RESPONSABILIDAD POR GARANTÍAS RECIBIDAS	11,430	11,296	11,152	10,997	10,909

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

ESTADO DE RESULTADOS (MILES US\$)

COMPONENTE	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21
INGRESOS	-	-	-	-	-
INGRESOS DE OPERACIÓN Y ADMINISTRACIÓN	817	792	763	697	619
INGRESOS POR INVERSIONES	9	8	8	8	17
TOTAL INGRESOS	826	800	772	704	637
EGRESOS	-	-	-	-	-
GASTOS DE ADMINISTRACIÓN Y OPERACIÓN	-	-	-	-	-
POR ADMINISTRACIÓN Y CUSTODIA	2	2	2	31	25
POR CLASIFICACIÓN DE RIESGO	24	24	24	-	12
POR AUDITORÍA EXTERNA Y FISCAL	3	3	4	3	4
POR PAGO DE SERVICIO DE LA DEUDA	0	0	0	0	0
POR SERVICIOS DE VALUACIÓN	4	-	7	7	-
POR HONRARIOS PROFESIONALES	-	-	-	21	21
TOTAL GASTOS DE ADMINISTRACIÓN Y OPERACIÓN	33	29	36	63	62
GASTOS FINANCIEROS	461	402	339	272	217
INTERESES VALORES TITULARIZACIÓN	461	402	339	272	217
OTROS GASTOS	-	-	-	-	-
OTROS GASTOS	76	70	63	4	4
TOTAL GASTOS	570	501	438	340	283
EXCEDENTE DEL EJERCICIO	256	300	333	365	353
CONSTITUCIÓN DE RESERVAS DE EXCEDENTES	-	-	-	-	-
REMANENTES DEVUELTOS AL ORIGINADOR	244	289	320	329	326
EXCEDENTE DEL EJERCICIO	13	10	14	35	27

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
Total:	US\$16,730,132.64						

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.