

## FONDO DE TITULARIZACIÓN RICORP TITULARIZADORA INMOBILIARIA MESOAMERICANA 01 VALORES DE TITULARIZACIÓN

<b>Comité No. 149/2022</b>							
<b>Informe con EEFF no Auditados al 30 de junio 2022</b>				<b>Fecha de comité: viernes 30 de septiembre 2022</b>			
Periodicidad de actualización: Semestral				Sector Inmobiliario, El Salvador			
<b>Equipo de Análisis</b>							
Gabriel Marín <a href="mailto:gmarin@ratingspcr.com">gmarin@ratingspcr.com</a>		Gerardo García <a href="mailto:ggarcia@ratingspcr.com">ggarcia@ratingspcr.com</a>		(+503) 2266-9471			
<b>HISTORIAL DE CLASIFICACIONES</b>							
Fecha de información	dic-20	mar-21	jun-21	sep-21	dic-21	mar-22	jun-22
Fecha de comité	29/04/2021	26/06/2021	26/10/2021	28/01/2022	27/04/2022	07/07/2022	30/09/2022
Valores de Titularización RICORP Titularizadora Inmobiliaria Mesoamericana 01 por US\$9,300 miles							
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, jni 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 de Clasificación de Riesgo, PCR decidió mantener la clasificación de "AA-" al **tramo 1 y 2 de los Valores de Titularización RICORP Titularizadora Inmobiliaria Mesoamericana 01**, ambos con perspectiva "Estable", con información al 31 de junio de 2022. 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 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

- **Crecimiento de la entidad fundamentado en el modelo de negocio:** Inmobiliaria Mesoamericana (IME) está facultada para realizar actividades económicas de bienes raíces, terrenos, inmuebles, industrias, entre otras; para su compra, venta, arrendamiento y leasing. Dentro de los recientes lineamientos estratégicos de la entidad está la búsqueda de una mayor rentabilidad mediante actividades de intermediación financiera, con fuentes de fondeo de bajo costo y un enfoque de colocación de préstamos por medio de Cadena de Valor de SigmaQ (clientes y proveedores) de diversos sectores relacionados con la industria. A junio 2022, los ingresos de Inmobiliaria Mesoamericana totalizaron US\$2,185 miles, evidenciando un incremento interanual de 9.1% (US\$181 miles). Cabe destacar que, la principal fuente de ingresos de la institución proviene de actividades de arrendamiento, las cuales concentran el 59.2% de los ingresos totales (junio 2021: 74.0%), equivalente a US\$1,294 miles; dichas actividades registraron una ligera disminución de 12.7% (-US\$188 miles), debido a una reducción en el canon de arrendamiento, estipulado en los contratos que la entidad posee con compañías relacionada principalmente.
- **La caída de los ingresos de arrendamiento no afecta el desempeño del Fondo de Titularización:** A la fecha de análisis, el originador ha pagado ciento tres cuotas, equivalentes a un monto de cesión de US\$14,290 miles, con una cuota de cesión mensual de U\$143.53 miles, la cual se estima se mantenga constante hasta el vencimiento. Por su parte, la cesión acumulada de enero a junio 2022 fue de US\$861 miles, otorgando una adecuada cobertura sobre los egresos del fondo de 1.25 veces (junio 2021:1.25). Cabe destacar que el comportamiento de los ingresos por arrendamiento del Originador no tiene incidencia en la emisión, ya que su desempeño viene a partir del cumplimiento de pago del canon de arrendamiento, establecido en el contrato operativo entre Inmobiliaria Mesoamericana y de Cartonera Centroamericana el cual está pactado para durante la vigencia del fondo.
- **Las garantías a favor del Fondo de Titularización mitigan el riesgo de la emisión:** El fondo cuenta con un contrato de arrendamiento, el cual se considera como respaldo operativo que fortalece la estructura de la emisión; dicho contrato está pactado para un plazo de diez años o mientras existan obligaciones a cargo del Fondo, que garantiza la cobertura sobre la cesión. 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 beneficiados por reducción de costos y gastos operacionales:** A la fecha de análisis, la utilidad bruta de la Inmobiliaria mostró un incremento de 1.1% (+US\$10 miles), asociado a la mayor reducción de los costos operativos (-36.8%; US\$198 miles) respecto al comportamiento de los ingresos por arrendamiento (-12.7%; US\$188 miles); la tendencia de los costos obedece a menores gastos por depreciación de los bienes arrendados asociado al período de vida útil de estos. Lo anterior permitió que el margen bruto se ubicara en 73.7%, mejorando su posición respecto al reportado en junio 2021 (63.7%). En cuanto a los gastos operacionales, estos aumentaron en 30.7% (+US\$52 miles), debido a la expansión de los gastos de personal, principalmente por incrementos salariales. Es necesario destacar que los niveles de eficiencia operativa siguen siendo adecuados y congruentes con los lineamientos estratégicos de la compañía, al reportar un bajo indicador de gastos operacionales a ingresos totales de 10.2% (junio 2021: 8.5%).
- **Tendencia de los gastos operativos provoca una ligera disminución en la rentabilidad:** La expansión de los gastos operativos provocó una reducción en la utilidad neta (-22.1%; US\$134 miles), reportando un total de US\$474 miles al período de análisis. Por su parte, al evaluar la utilidad de los últimos doce meses, esta mantuvo un comportamiento estable soportada en el buen desempeño de las actividades de intermediación (+70.9%), lo que permitió que la rentabilidad sobre el patrimonio a doce meses (ROE) se posicionara en 11.7%, ligeramente inferior respecto a la reportada en junio 2021 (13.2%). Asimismo, la rentabilidad sobre activos a doce meses (ROE), presentó la misma tendencia al pasar de 4.5% a 3.1% al período de análisis.
- **Indicadores de solvencia ligeramente presionados ante mayores compromisos financieros:** A la fecha de análisis, los pasivos reflejan un mayor incremento (+65.1%; US\$11,278 miles), influenciados por el crecimiento en la colocación de títulos de emisión propia en el mercado de valores (PBIMSA01-02) como parte de su estrategia de fondeo. Ante el crecimiento de estas obligaciones, los niveles de endeudamiento patrimonial reflejan una tendencia alcista al pasar de 1.94 a 2.83 veces al periodo de análisis. Asimismo, el apalancamiento financiero refleja el mismo comportamiento al reportar un índice de 73.9% al período de análisis (junio 2021: 66.0%), asociado a los compromisos adquiridos, los cuales han permitido financiar en gran medida las operaciones de la entidad. A pesar de los mayores compromisos adquiridos, la entidad ha demostrado su capacidad de crecimiento sostenida en los últimos años, lo cual es evidenciado en el comportamiento del patrimonio (+13.2%; US\$1,183 miles), gracias a la generación operativa del negocio.
- **Liquidez de Cartonera Centroamericana disminuye ante la desmejora del ciclo de conversión del efectivo:** A junio 2022, la liquidez corriente de CARSA resultó en 2.11 veces, inferior al 3.38 veces registrado en junio de 2021, comportamiento asociado a la mayor expansión de las obligaciones de corto plazo de la institución (+69.1%). Por su parte, al aplicar la prueba ácida -sin inventarios-, los niveles de liquidez mantienen una adecuada cobertura de 1.26 veces, aunque por debajo de la registrada en junio de 2021 (2.67 veces). En cuanto a la conversión del efectivo, la entidad reportó un ciclo excesivo para recuperar el efectivo llegado a los 278 días (junio 2021: 168 días). Dicho comportamiento obedece a la menor rotación de inventarios, pasando de 5.73 a 2.76 veces, generando un retraso de 68 días en el ciclo operativo de la compañía.
- **Miembro del grupo corporativo:** La inmobiliaria forma parte del grupo económico LATIN AMERICAN KRAFT, S.A., una empresa con más de cincuenta años de experiencia en el mercado de empaques; cuenta con doce unidades de negocio, y ocho oficinas de venta y distribución localizadas en América, el Caribe y Asia. Asimismo,

LAKI posee una clasificación de riesgo de “AA+” con perspectiva “Estable”, otorgada por PCR.

## Factores claves

### Factores que podrían aumentar la calificación:

- Mejora en la calidad crediticia del originador.

### Factores que podrían reducir la calificación:

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

## Metodología utilizada

La opinión contenida en el informe se ha basado en la aplicación de la Metodología para Clasificación de riesgo de financiamiento estructurado y titularizaciones (PCR-SV-MET-P-050), vigente del Manual de Clasificación de Riesgo aprobado en Comité de Metodologías con fecha 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 de Inmobiliaria Mesoamericana y Cartonera Centroamericana correspondientes del 31 de diciembre de 2018-2021 y Estados financieros no Auditados al 30 de junio de 2022-2021; Estados Financieros Auditados del Fondo de Titularización del 31 de diciembre 2018-2021 y Estados financieros no Auditados al 30 de junio de 2022-2021.
- **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.
- **Fondo de Titularización:** Certificación de indicadores financieros, modelo financiero, prospecto de la emisión, contrato de arrendamiento operativo.

## 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

- En mayo 2022, Inmobiliaria Mesoamericana adquirió un inmueble por US\$3,250,000, ubicado en el Condominio World Trade Center, Colonia Escalón, San Salvador. Dicho inmueble fue financiado por un Banco a una tasa intereses del 6.0%. De acuerdo con el informe de valuación, el inmueble en referencia cuenta con un Valor Comercial de US\$4,358,482.80.
- El 07 de diciembre 2021, Inmobiliaria Mesoamericana realizó la redención total del tramo II correspondiente a la Emisión de Certificados de Inversión por un monto de US\$1,500 miles.
- El 30 de agosto de 2021, la Superintendencia del Sistema Financiero autorizó la segunda emisión de Papel Bursátil de Inmobiliaria Mesoamérica (PBIMSA02) por un monto máximo de US\$12,000,000.00 y un plazo de 11 años.

## Panorama Internacional

El Banco Mundial en su informe “Perspectivas económicas mundiales” prevé una desaceleración de la actividad económica desde una tasa de 5.7% en 2021 hasta 2.9% en 2022, producto de dos años de pandemia y como resultado de la intensificación de los efectos secundarios de la invasión de la Federación Rusa a Ucrania. La guerra en Ucrania ha generado un aumento de los precios de los productos básicos y energía, generando interrupciones en la oferta, aumentando la inflación, la inseguridad alimentaria y la pobreza, al mismo tiempo que genera condiciones financieras más restrictivas e incrementa la incertidumbre en los mercados.

A partir del año 2020, donde se alcanzaron valores mínimos, la inflación ha registrado aumentos como efecto de la recuperación de la demanda mundial, cuellos de botella en la oferta y el alza marcada de los precios de los alimentos y la energía, sobre todo desde la invasión de Rusia a Ucrania. Bajo este contexto, se esperaba que el punto inflacionario más alto se produjera a mediados de 2022, pero a pesar de su posterior desaceleración, se mantenga en niveles altos para el final del año e incluso por encima de las metas fijadas por los bancos centrales en los años próximos. Lo anterior, sumado a la desaceleración del crecimiento económico propicia un incremento del riesgo de estanflación, presionando a las economías emergentes a reforzar sus reservas fiscales y externas, fortalecer su política monetaria e implementar reformas económicas para su crecimiento.

La guerra en Ucrania afecta en distinta medida a las economías, por medio de los impactos en el comercio, producción mundial, precios de los productos básicos, inflación y tasas de interés. Se espera que los efectos secundarios más graves se produzcan en la región de Europa y Asia Central con una marcada reducción en la producción. Solamente algunos países exportadores de energía resultarán beneficiados por el aumento de dichos precios, no obstante, las economías emergentes y en desarrollo experimentarán un riesgo de deterioro por intensificación de las tensiones geopolíticas, aumento de la inflación, escasez de alimentos, incremento de los costos financieros, nuevos brotes de Covid-19 y desastres naturales.

Para la región de Latinoamérica y el Caribe, El Banco Mundial proyecta una tasa de crecimiento de 2.5% en 2022, luego del 6.7% registrado en 2021 producto del repunte posterior a la pandemia. La desaceleración del crecimiento se debe al endurecimiento de la situación financiera, el debilitamiento de la demanda externa, la creciente inflación y la incertidumbre en materia de políticas fiscales en algunos países aunado a los efectos de la desaceleración de la economía mundial y al impacto de la guerra en Ucrania en los precios de la energía y productos básicos. Para la región centroamericana se prevé un crecimiento de 3.9%, afectado por la actividad de la economía en EE. UU., que provocará una menor demanda de exportaciones y niveles de remesas más bajos.

Adicionalmente, las condiciones de endeudamiento de muchas economías emergentes y en desarrollo ya se dirigen hacia un camino de vulnerabilidad y dadas las presiones económicas globales es probable que la sostenibilidad fiscal se erosione aún más debido a las perspectivas de crecimiento menores y al aumento de los costos de la deuda. Según la actualización de las "Perspectivas de la Economía Mundial" de julio de 2022 del Fondo Monetario Internacional, los diferenciales de riesgo de emisores por debajo del grado de inversión han aumentado en 104 puntos básicos desde abril de 2022 y aproximadamente un tercio de los emisores de mercados emergentes tienen bonos cotizando con rendimientos en exceso del 10%, alcanzando un máximo posterior a la crisis financiera global y evidenciando un deterioro de la situación fiscal de los países.

### **Entorno económico**

Al mes de mayo de 2022, de acuerdo con la información disponible en el Banco Central de Reserva, la actividad económica del país, medida a través del índice de Volumen de la Actividad Económica (IVAE), registró un crecimiento de 4.1% respecto al mismo periodo del año anterior. Este índice aún se mantiene por encima del promedio de niveles prepandemia y marca una ligera tendencia de mejora respecto a los primeros meses de 2022, a pesar de las condiciones inflacionarias globales por el aumento de precios de las materias primas, alimentos y energía. Los sectores que muestran un mayor dinamismo de crecimiento son las actividades de Administración Pública y Defensa con 7.06%, Construcción 6.57%, Comercio 5.68% y Actividades Profesionales, Científicas y Técnicas 5.26%.

Al analizar el crecimiento del PIB por el enfoque del gasto, se observa un aumento del consumo privado de 4.1%, influenciado por el dinamismo de la actividad económica y la recepción de remesas en los hogares. Adicionalmente el consumo público registra un aumento de 3.1% al primer trimestre comparado con su periodo similar del año anterior. Estos factores, sumados al incremento de las importaciones que reportaron una tasa de 10.7%; compensaron la reducción en la formación bruta de capital que reportó una disminución de 3.4%, en contraste con el crecimiento reportado en las exportaciones el cual alcanzó una tasa de crecimiento de 10.9%. Por su parte, las remesas a junio de 2022 reportaron una tasa de 3.5%, totalizando los US\$3,778.7 y a marzo representaron el 23.3% del PIB comparada con el 25.6% del periodo similar anterior.

Producto de las condiciones económicas nacionales y globales, a junio de 2022 el índice de precios al consumidor (IPC) se ubicó en 7.8%, marcando una tendencia al alza desde el inicio de año y alcanzando su máximo histórico en las últimas décadas. Dicho comportamiento se asocia a la alta dependencia de productos de consumo importados, en su mayoría relacionados con alimentos que provienen de Estados Unidos, al aumento de los precios de los combustibles, así como a los problemas geopolíticos que han causado distorsiones en los mercados de bienes y en las cadenas de abastecimiento. Los sectores que presentan mayor incremento son el de Alimentos y Bebidas no alcohólicas (14.19%), Muebles y artículos para el hogar (9.52%), Recreación y Cultura (9.12%), Bienes y Servicios Diversos (7.83%) y Restaurantes y Hoteles (7.54%).

Por otra parte, el sistema financiero presentó un crecimiento de la cartera bruta de 9.43% alcanzando los US\$16,783.0 millones (junio 2021: US\$15,336.5 millones), debido a la buena dinámica presentada en las actividades de intermediación financiera. Por su parte, los depósitos alcanzaron los US\$17,505.1 millones con una tasa de crecimiento interanual de 3.63%. Adicionalmente, el spread financiero se ubicó en 1.7%, reportando una reducción respecto a junio de 2020, donde se ubicó en 2.7% debido a la reducción de la tasa de interés activa para préstamos hasta un año plazo que se situó en 6.2% (junio 2021: 6.5%); mientras que la tasa de interés pasiva para depósitos de 180 días se fijó en 4.5%, evidenciando un incremento importante desde junio de 2021, donde se ubicó en 3.8%.

En cuanto a la situación fiscal del país, en el primer semestre del año se reporta una mejora en el déficit fiscal al ubicarse en US\$61.3 millones, con una reducción de -88.2% comparado con el reportado al mismo periodo del año anterior. Este comportamiento se debe a un incremento en los ingresos corrientes en 17.4% (US\$628.2 millones), influenciado por el aumento de los ingresos tributarios (+US\$555.7 millones) que se derivan del pago de Impuestos al Valor Agregado (IVA) y Renta, producto de una buena dinámica económica en el primer semestre. Adicionalmente, también se produjo un aumento por contribuciones a la seguridad social (+US\$43.1 millones).

A pesar de la mejora en el déficit fiscal a junio de 2022, el endeudamiento público ha incrementado en 5.7% (US\$1,330.7 millones) respecto a junio de 2021, con un aumento de la deuda pública interna de 5.9% (US\$702.0

millones) y deuda pública externa de 5.6% (US\$628.8 millones). El nivel de endeudamiento de El Salvador que a diciembre de 2021 se ubicaba en 83.9% del PIB, constituye la mayor preocupación de los mercados financieros, ante las dificultades del gobierno para lograr un acuerdo con el Fondo Monetario Internacional que le permita cumplir con sus obligaciones, específicamente los vencimientos de Eurobonos que vencen en 2023 y 2025 por \$1,600 millones. Esto ha propiciado un incremento en el indicador de riesgo soberano que ha alcanzado niveles históricos en las últimas décadas al ubicarse al cierre de junio en 27.0%.

Respecto a la balanza comercial, se ha experimentado un buen dinamismo a junio de 2022, donde las exportaciones FOB alcanzaron una tasa de crecimiento de 16.8% (US\$546.6) y totalizaron US\$3,802.3 millones. La industria manufacturera representó el 75.6% del total de exportaciones, alcanzando los US\$2,876.1 millones y que con respecto a junio de 2021 reportaron un aumento de 15.1% (US\$377.8 millones). Por su parte, las importaciones alcanzaron un monto de US\$8,934.4 millones, correspondiente a una tasa de crecimiento interanual de 27.2% (US\$1,908.6 millones) producto de una buena dinámica de consumo de los salvadoreños que han demandado bienes importados.

Finalmente, las expectativas de crecimiento de la economía local se ven limitadas dadas las condiciones económicas globales. El Banco Central de Reserva ha revisado a la baja su proyección de crecimiento de la economía de El Salvador y al 30 de junio estimaba un crecimiento de 2.6% comparado con el 4.0% proyectado en enero. Según el BCR, este ajuste en la tasa de crecimiento de la economía está influenciado por los elevados precios a nivel nacional e internacional y la desaceleración significativa de la economía mundial. De forma similar, el Banco Mundial proyecta una tasa de crecimiento de 2.7% en su informe de Perspectivas Económicas Mundiales a junio de 2022.

## 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%
<b>Total Acciones Suscritas y Pagadas</b>	<b>23,017</b>	<b>100%</b>

Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

### Junta Directiva y Plana Gerencial

La inmobiliaria es administrada por la Junta Directiva la cual fue inscrita en el Registro de Comercio y Registro de Sociedades el día veintiuno de febrero de dos mil diecinueve. En opinión de PCR, la sociedad posee personal capacitado y con experiencia en la dirección de las diferentes áreas estratégicas.

JUNTA DIRECTIVA		PLANA GERENCIAL	
Cargo	Nombre	Cargo	Nombre
Presidente	José Roberto Rivera Samayoa	Gerente General	María Ingrid Durán Garay
Vicepresidente	Álvaro Ernesto Guatemala Cortez	Coordinadora Financiera	Sonia Michells Alvarenga Pérez
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.

Finalmente, bajo la evaluación interna efectuada por PCR a través de la encuesta ESG<sup>1</sup>, se obtuvo que Inmobiliaria Mesoamericana realiza acciones que velan por el cuidado del medio ambiente, y cuenta con políticas de Gobierno Corporativo que garantizan el correcto funcionamiento de la Junta Directiva, así como de sus áreas gerenciales y administrativas.

### 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% con un enfoque en la Cadena de Valor de SigmaQ (Clientes y proveedores) de sectores de la Industria, Comercio y Servicios relacionados a la Industria y Administración de riesgo mediante un análisis enfocado en la capacidad de pago del cliente.

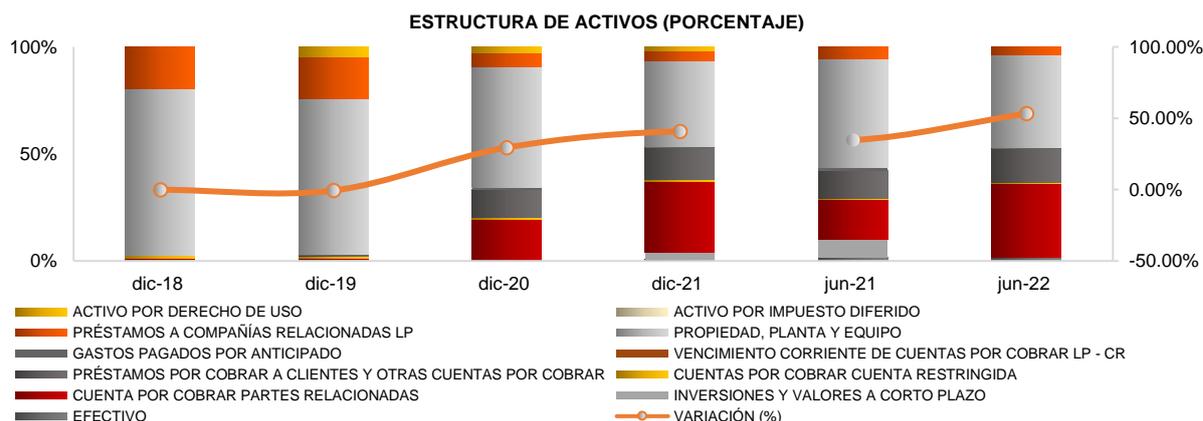
Actualmente, sus principales clientes son empresas relacionadas con las que posee contratos de arrendamiento de largo plazo y de las cuales obtiene todos sus ingresos. El mercado objetivo de la Inmobiliaria son todos aquellos sujetos de crédito que comprueben ventas anuales de más de US\$1,000 miles, que tengan necesidades de financiamiento entre US\$50 y 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\$38,726 miles, reportando una tasa de crecimiento interanual de 47.4% (+US\$12,461 miles), comportamiento soportando en el modelo de negocios de la compañía por medio de operaciones de colocación de préstamos otorgados a sus relacionadas y a terceros, así como las actividades de arrendamiento, que elevaron la propiedad planta y equipo.

De acuerdo con lo anterior, los préstamos por cobrar a partes relacionadas y préstamos por cobrar a clientes denotan el mayor crecimiento de activos en 181.2% (+US\$8,656 miles) y 78.0% (+US\$2,668 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 50.41% del total de activos.



Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

La compañía reflejó un incremento de 25.5% (+US\$3,408 miles) en la Propiedad planta y equipo, atribuido a la adquisición de un Inmueble ubicado en una zona de alta plusvalía en la capital del país, por un valor de US\$3,250 miles; adicionalmente, se observan nuevas adquisiciones de equipos y otros tipos de activos fijo. Cabe destacar que, los activos fijos mantienen su relevancia dentro de la estructura de activos al evidenciar una participación de 43.28%,

<sup>1</sup> 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.

compuesto de la siguiente forma: terrenos, edificios, maquinaria y equipo industrial (62.4%), seguido de activos en progreso (21.1%), los cuales se han visto influenciados por la adquisición del inmueble antes indicado.

### Pasivos

En el período de análisis, los pasivos ascienden a US\$28,611 miles, evidenciando un incremento de 65.1% (US\$11,278 miles), comportamiento asociado a la estrategia de diversificación en sus fuentes de fondeo, ante la mayor dinámica en el mercado bursátil por medio de diversas emisiones de títulos valores. Cabe precisar que el financiamiento bursátil representa el 73.42% (junio 2021: 75.52%) del total de pasivos, el resto se encuentra disperso entre obligaciones bancarias (19.62%) y otros pasivos (6.96%).

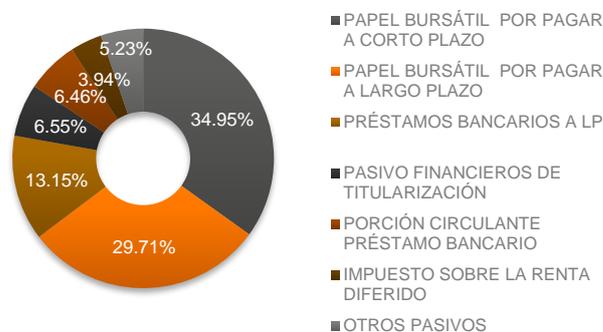
En cuanto a los compromisos por emisión de papel bursátil, estos reportan un saldo de US\$18,500 miles, equivalente a un crecimiento del 85.0% (+US\$8,500 miles), asociado a la autorización de una nueva línea de papel bursátil (PBIMSA02) durante el segundo semestre de 2021, convirtiéndose en la principal fuente de fondeo de la institución, concentrando el 64.7% del total de pasivos (Corto plazo: 34.95%; Largo plazo: 29.71%).

Por su parte, el pasivo financiero de largo plazo, muestra una reducción de 25.2% (US\$631 miles), correspondiente a la amortización de capital del Fondo de Titularización Ricorp Titularizadora – Inmobiliaria Mesoamericana Cero Uno (FTRTIME01), 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 6.55% dentro de la estructura de los pasivos.

EVOLUCIÓN DE PASIVOS (EN MILES US\$; PORCENTAJE)



ESTRUCTURA DE LOS PASIVO A JUNIO 2022 (PORCENTAJE)

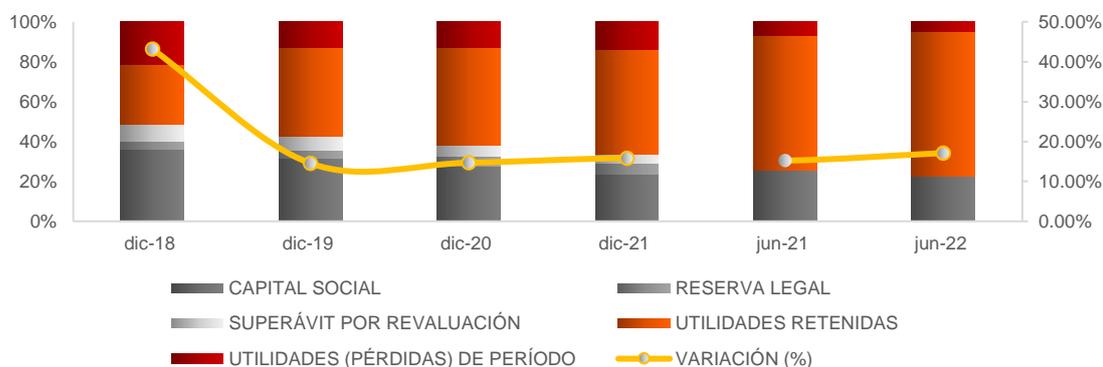


Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

### Patrimonio

A junio 2022, Inmobiliaria Mesoamericana registró un patrimonio de US\$10,115 miles, con una variación positiva interanual de 13.2% (+US\$1,183 miles), comportamiento soportado en la generación de utilidades derivado del enfoque estratégico en actividades de arrendamiento e intermediación, las cuales propiciaron una mejora de 21.9% en las utilidades de la compañía (+US\$1,318 miles). Es necesario destacar que, a nivel de estructura las utilidades acumuladas concentran el 72.56% del patrimonio.

ENDEUDAMIENTO PATRIMONIAL (MILES DE US\$ / PORCENTAJE)



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 Director Legal y el Ejecutivo Financiero, los cuales determinan la aprobación de cualquier operación que tenga que ver con la adquisición, arrendamiento o venta de bienes inmuebles.

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

### Análisis de cartera de crédito

Al período de análisis, la institución cuenta con una cartera de préstamos por cobrar por un valor en capital de US\$18,525 miles, evidenciando una tasa de crecimiento interanual de 141.4% (+US\$10,850 miles), producto de mayores colocaciones en la compañía controladora y créditos a terceros. Cabe destacar que el 72.5% de la cartera se encuentra concentrada en compañías relacionadas y el 27.5% restante corresponde a terceros.

En cuanto a los sectores que mostraron un mayor dinamismo, destaca el sector servicio con un incremento de 277.8% (+US\$9,817 miles), seguido del sector transporte e industria manufacturera, con 68.8% (US\$393 miles) y 12.4% (+US\$373 miles), respectivamente. A nivel de concentración, el sector servicio concentra el 72.1%, seguido de industria manufacturera, transporte y agropecuario con 18.4%, 5.2% y 4.3%, respectivamente.

Por su parte, los créditos por tipo de cliente fueron destinados a la compañía controladora y relacionadas, las cuales muestran una expansión del 181.2% (US\$8,656 miles) y préstamos a terceros con una tasa de crecimiento de 75.7% (US\$2,193 miles), este último por líneas de crédito rotativas con plazos de vencimiento hasta de 12 meses, y en menor medida por operaciones de factoraje, los cuales se encuentran garantizados con pagarés y cuentan con plazos hasta 12 meses de vencimiento. Alineado con lo anterior, el 83.93% de la cartera está respaldada con garantía fiduciaria, el 16.07% del total de la cartera cuenta con otros tipos de garantía como: prendaria, hipotecaria, otras.

### Calidad de cartera

En cuanto a la cartera por días mora, se observa que el 98.8% de los préstamos se encuentran al día, evidenciando una menor participación respecto a la reportada en junio 2021 (99.8%). Lo anterior obedece a un leve deterioro en la calidad de la cartera, registrando niveles de mora superiores a los 181 días con un saldo de US\$199 miles, equivalente a una participación de 1.1% respecto al total de préstamos.

Cabe destacar que, ante posibles pérdidas derivadas de la cartera, la compañía ha realizado las debidas provisiones por incobrabilidad, otorgando el 100% de cobertura sobre la cartera en mora. De acuerdo con las políticas de crédito de la entidad, el saldo en mora cuenta con garantía fiduciaria por un valor de US\$275 miles, la cual cubre el 137.68% del capital adecuado.

PCR destaca la evolución y calidad de la cartera de préstamos de la institución, la cual se encuentra con niveles de mora estable. Adicionalmente, 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	jun-21	jun-22
<b>PRÉSTAMOS NETOS POR COBRAR A CLIENTES</b>	<b>2,899</b>	<b>5,092</b>
LÍNEA DE CRÉDITO ROTATIVA	2,327	3,825
A CLIENTES TERCEROS	2,327	3,825
FACTORAJE	572	1,267
A CLIENTES TERCEROS	572	1,267
OTRAS CUENTAS POR COBRAR (INTERESES)	-	-
<b>PRÉSTAMOS NETOS POR COBRAR A RELACIONADAS</b>	<b>4,777</b>	<b>13,433</b>
COMPAÑÍA CONTROLADORA	2,738	10,532
PRÉSTAMO POR COBRAR A CORTO PLAZO	2,738	10,532
CUENTAS POR COBRAR (INTERESES)	-	-
OTRAS PARTES RELACIONADAS	2,039	2,901
PRÉSTAMO POR COBRAR PORCIÓN LARGO PLAZO	2,000	2,500
PRÉSTAMO POR COBRAR - LÍNEA DE CRÉDITO ROTATIVA	36	401
CUENTAS POR COBRAR (INTERESES)	2	-
PRÉSTAMO POR COBRAR DE LARGO PLAZO	7,675	18,525
<b>TOTAL CARTERA BRUTA</b>	<b>7,675</b>	<b>18,525</b>

COMPOSICIÓN DE LA CARTERA BRUTA A JUNIO 2022 (PORCENTAJE)



Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

### Riesgo de Liquidez

El Riesgo de Liquidez es definido como el riesgo de incapacidad de pago de las obligaciones más inmediatas a través de los activos más líquidos. Por lo anterior, la entidad cuenta con suficiente efectivo en caja y bancos o en equivalentes de fácil realización, y adicionalmente mantiene apoyo de compañías relacionadas lo cual le permite hacer frente a cualquier necesidad de efectivo para el cumplimiento de sus obligaciones a corto plazo.

Al período de análisis, los activos corrientes reportaron una tasa de crecimiento de 79.3% (+US\$9,053 miles), la cual estuvo apoyada por el comportamiento de los préstamos por cobrar y de las disponibilidades de efectivo, estas últimas muestran un saldo de US\$861 miles, evidenciando una tasa de crecimiento de 99.7% (+US\$430 miles). Cabe destacar que las disponibilidades se encuentran como depósitos en entidades financieras en diversos países con un rating local mínimo de "A", lo cual mitiga parcialmente el riesgo de contraparte.

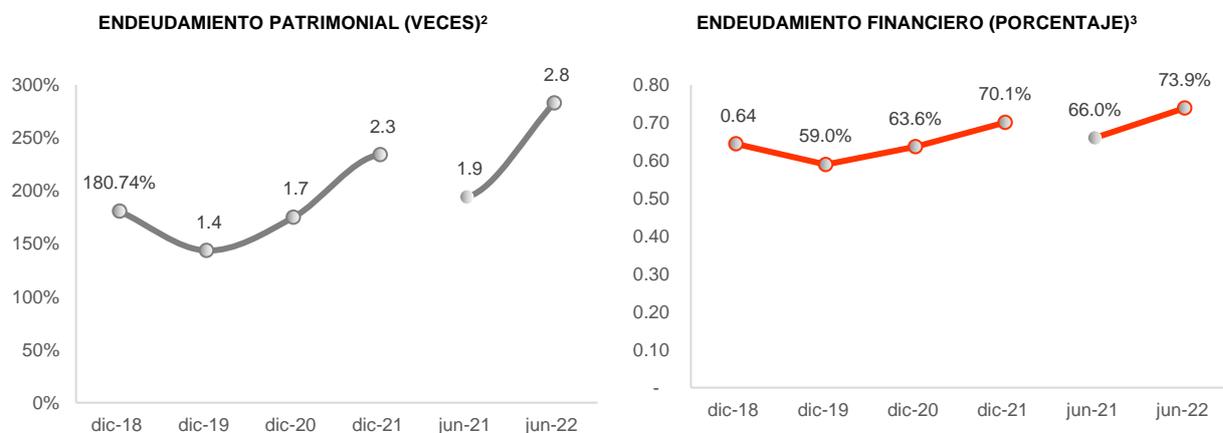
Al analizar la capacidad de pago de Inmobiliaria Mesoamericana, a través del comparativo de sus disponibilidades de efectivo y préstamos de corto plazo en relación con sus obligaciones de corto plazo, el indicador de liquidez corriente se ubica en 1.53 veces, superando el reportado en el período previo (junio 2021: 0.93 veces); lo anterior como resultado de la expansión de la cartera de préstamos por cobrar de corto plazo y las disponibilidades de la compañía. Por su parte, el capital de trabajo neto reflejó un saldo de US\$7,204 miles, evidenciando una mejor posición respecto a junio 2021 (US\$626 miles).

### Riesgo de Solvencia

En los últimos años la compañía ha demostrado su capacidad de crecimiento de forma sostenida, la cual es evidenciada por el comportamiento del patrimonio (+13.2%; US\$1,183 miles), gracias a la generación operativa del negocio. Por su parte, los pasivos reflejan una mayor expansión (+65.1%; US\$11,278 miles), influenciada por el incremento 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 1.94 a 2.83 veces al período de análisis. Asimismo, los niveles de endeudamiento financiero reflejan el mismo comportamiento al reportar un índice de 73.9% al período de análisis (junio 2021: 66.0%), asociado a los compromisos adquiridos, los cuales han permitido financiar en gran medida las operaciones de la entidad.

A pesar del ligero incremento en el último periodo de los indicadores de solvencia analizados, PCR considera que los niveles reportados siguen siendo congruentes, administrando eficientemente el capital que permite continuar con el negocio en marcha, expandir las operaciones y cumplir con los objetivos de la Compañía por medio de una estructura de capital óptima que reduzca los costos.



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

<sup>2</sup> Endeudamiento patrimonial: Pasivos/ Patrimonio

<sup>3</sup> Endeudamiento financiero: Pasivos/Activos

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.

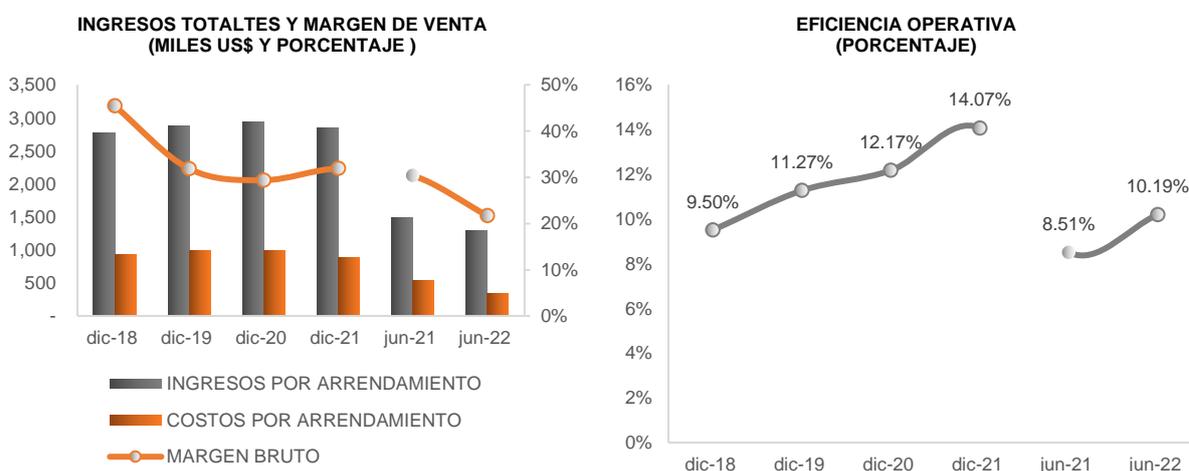
De acuerdo con el Informe Independiente de Aseguramiento Limitado sobre Cumplimiento con las disposiciones de la Ley Contra Lavado de Dinero y de Activos; con base a los procedimientos realizados por la firma auditora PricewaterhouseCoopers, Ltda. de C. V., se determinó, con relación a la evidencia obtenida, que la entidad cumplió con aspectos contenidos en la Ley Contra el Lavado de Dinero y de Activos, vigente en El Salvador al 31 de diciembre de 2021.

### Resultados Financieros de Inmobiliaria Mesoamericana

A junio 2022, los ingresos de Inmobiliaria Mesoamericana totalizaron US\$2,185 miles, evidenciando un incremento de 9.1% (US\$181 miles). Cabe destacar que, la principal fuente de ingresos de la institución proviene de actividades de arrendamiento, las cuales concentran el 59.2% de los ingresos totales (junio 2021: 74.0%), equivalente a US\$1,294 miles; dichas operaciones registraron una ligera disminución de 12.7% (-US\$188 miles), debido a una reducción en el canon estipulado en los contratos que la entidad posee con compañías relacionada principalmente.

Por su parte, los costos por arrendamiento se ubicaron en US\$340 miles, disminuyendo interanualmente en 36.8% (US\$198 miles), debido a menores gastos por depreciación de los bienes arrendados, asociado al período de vida útil de estos. Por lo anterior, la utilidad bruta se ubicó en US\$954 miles, reflejando un leve incremento de 1.1% (US\$10 miles), lo que generó un margen bruto<sup>4</sup> de 73.7%, mejorando su posición respecto al reportado en junio 2021 (63.7%), debido a la reducción de los costos por arrendamiento.

En cuanto a los gastos operacionales estos totalizaron US\$223 miles, reflejando un aumento de 30.7% (+US\$52 miles), producto de la expansión de los gastos de personal, principalmente por incrementos salariales. Es necesario destacar que los niveles de eficiencia operativa siguen siendo adecuados y congruentes con los lineamientos estratégicos de la compañía, al reportar un bajo indicador de gastos operacionales a ingresos totales de 10.2% (junio 2021: 8.5%).

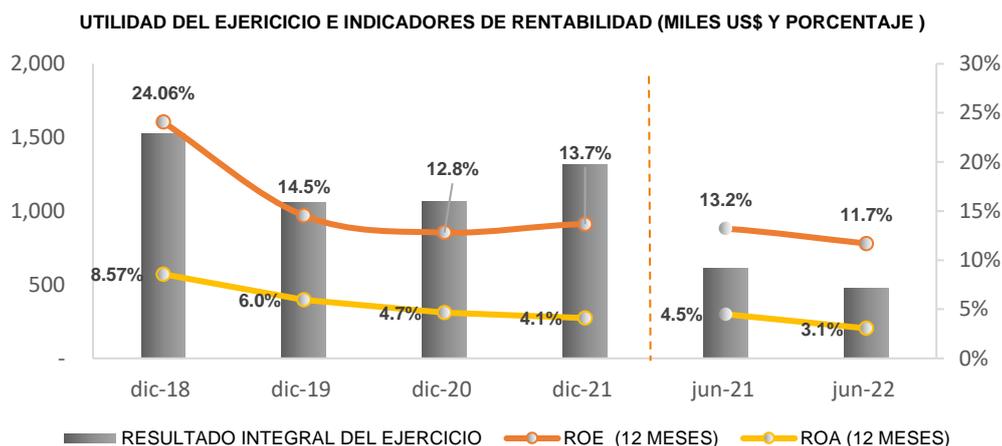


Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

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 ese sentido, los ingresos financieros a junio 2022 alcanzaron los US\$891 miles, evidenciando una tasa de crecimiento de 70.9% (+US\$369 miles). Dichas operaciones han sido financiadas a través de la colocación de títulos valores y otras obligaciones financieras, sumando US\$1,037 miles en gastos financieros, los cuales muestran un incremento de 92.1% (+US\$497 miles).

Ante la expansión de los gastos operativos, la utilidad neta se redujo en 22.1% (US\$134 miles), reportando un total de US\$474 miles al período de análisis. Por su parte, al evaluar la utilidad de los últimos doce meses, esta mantuvo un comportamiento estable soportada en el buen desempeño de las actividades de intermediación (+70.9%), lo que permitió que la rentabilidad sobre el patrimonio a doce meses (ROE) se posicionara en 11.7%, ligeramente inferior respecto al 13.2% registrado en junio 2021. Asimismo, la rentabilidad sobre activos a doce meses (ROA), presentó la misma tendencia al pasar de 4.5% a 3.1% al período de análisis.

<sup>4</sup> Margen de venta: Utilidad bruta/Ingresos por arrendamiento



*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%
<b>Total Acciones Suscritas y Pagadas</b>	<b>616,010</b>	<b>100%</b>

*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:

<b>JUNTA DIRECTIVA</b>		<b>PLANA GERENCIAL</b>	
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

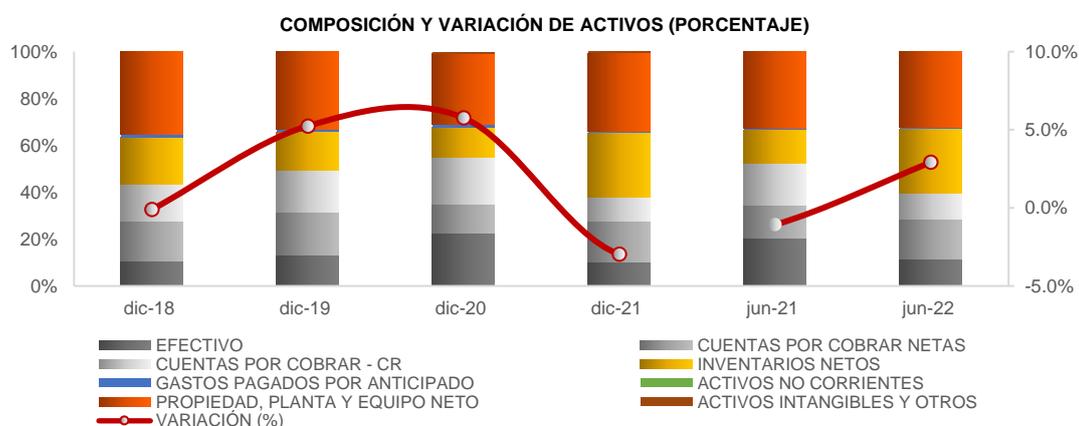
CARSA es una compañía dedicada a la producción de cajas y productos de cartón y papel, la cual cuenta con una plaza industrial de 15,000 metros cuadrados. A la fecha de análisis, los segmentos que atiende son: alimentos, bebidas, agroindustria, cuidado personal, maquila, confección, comercio, entre otras. 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\$40,547 miles, incrementándose en 5.0% (+US\$1,940 miles), asociado al comportamiento de los inventarios y cuentas por cobrar netas, las cuales se incrementaron en 101.8% (US\$5,585 miles) y 28.6% (+US\$1,540 miles), respectivamente. Cabe destacar que, los fondos disponibles mostraron una reducción del 40.3% (-US\$3,191 miles), como resultado de la orientación de recursos a inventarios (+101.8%) y activos fijos (+3.6%), lo que permitió atender la demanda del mercado.

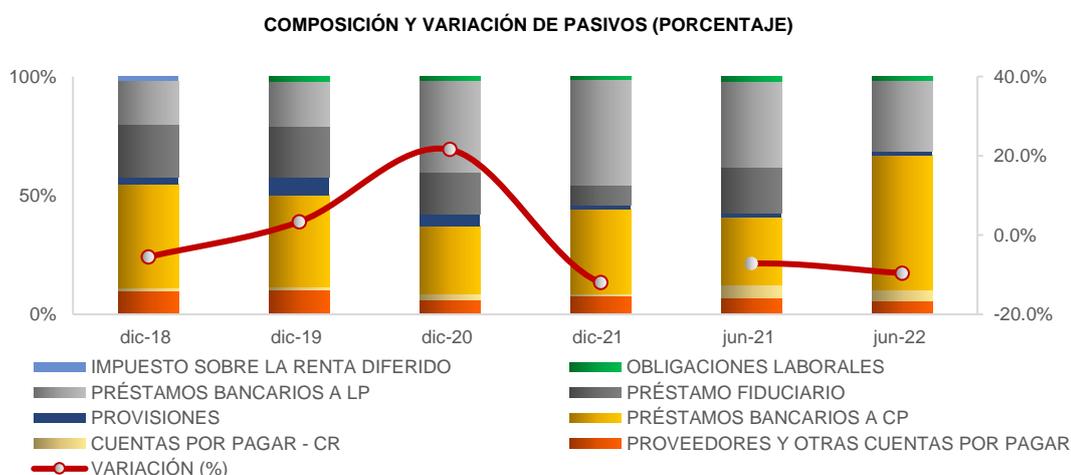


Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

En cuanto a la estructura de activos de la compañía, el 32.4% lo componen la propiedad planta y equipo, superior al 31.8% reportado en junio 2021, mientras que las cuentas por cobrar<sup>5</sup> e inventarios representan el 28.1% y 27.3%, respectivamente (junio 2021: 31.9% y 14.2%, respectivamente).

#### Pasivos

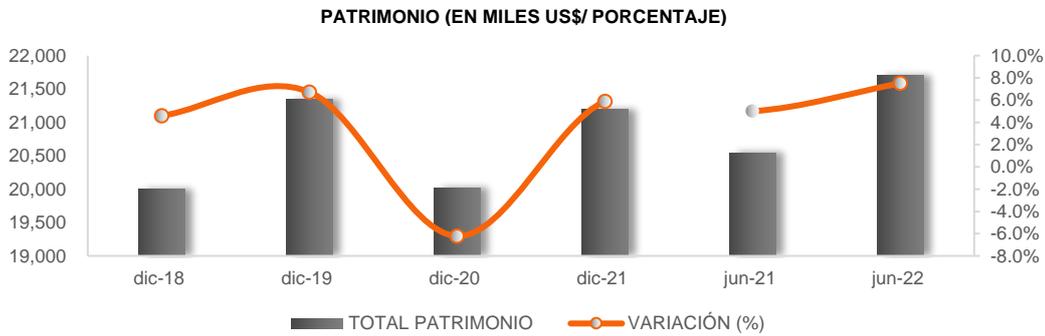
Al período de análisis, los pasivos evidenciaron un incremento interanual del 4.3% (+US\$785 miles), sumando los US\$18,847 miles; como resultado del incremento de las obligaciones corrientes, ante la contratación de préstamos bancarios de corto plazo (+108.2%; US\$5,562 miles). Cabe destacar que el 86.4% de los pasivos se encuentran compuestos por obligaciones financieras bancarias de corto y largo plazo, el resto de los pasivos se encuentran dispersos entre proveedores (5.7%), cuentas por pagar a relacionadas (4.6%) y otros pasivos (3.3%).



<sup>5</sup> Cuentas comerciales y a relacionadas.

**Patrimonio**

A junio de 2022, el patrimonio de Cartonera Centroamericana registró un saldo de US\$21,700 miles, con una tasa de crecimiento de 5.6% (US\$1,155 miles), producto del comportamiento orgánico de este ante la generación de utilidades de ejercicios anteriores (+9.3%; US\$1,177.30 miles). Es necesario destacar que, el principal componente del patrimonio corresponde a las utilidades retenidas con 63.6% y del capital social pagado con 34.1%.

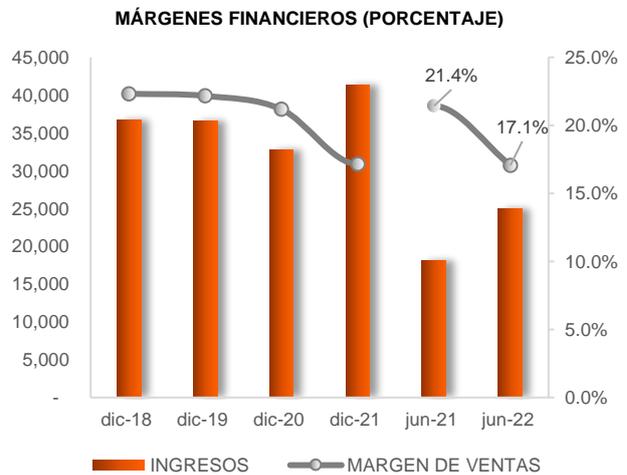
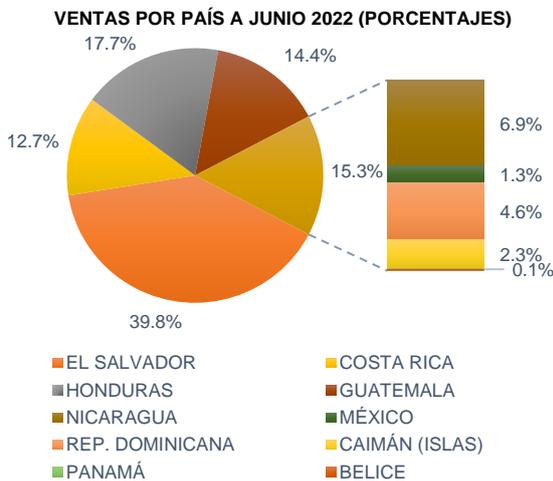


Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

**Análisis de Resultados**

Los ingresos de CARSA totalizaron los US\$24,993 miles a junio de 2022, reflejando una tasa de crecimiento interanual (+38.5%; US\$6,943 miles), 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: El Salvador (+30.6%; US\$2,332 miles), Honduras (+79.1%; US\$1,958 miles) y Guatemala (+71.0%; US\$1,498 miles). Cabe precisar que dichos países representan el 72.0% de los ingresos totales de Cartonera Centroamericana.

El margen bruto de Cartonera Centroamericana se ubicó en 17.1%, por debajo del 21.4% reportado en junio 2021, como resultado del mayor crecimiento de los costos (+46.2%) respecto a la tendencia de los ingresos. Por su parte, la entidad mantiene un enfoque de protección de sus márgenes, principalmente del EBITDA, el cual pasó de US\$1,762 a US\$1,825 miles. En cuanto al margen operativo, este mostró una desmejora al ubicarse en 5.4%, por debajo del 7.4% obtenido en junio 2021, influenciado por el comportamiento de los gastos operacionales (+15.2%), principalmente por la tendencia de los gastos por distribución y ventas.

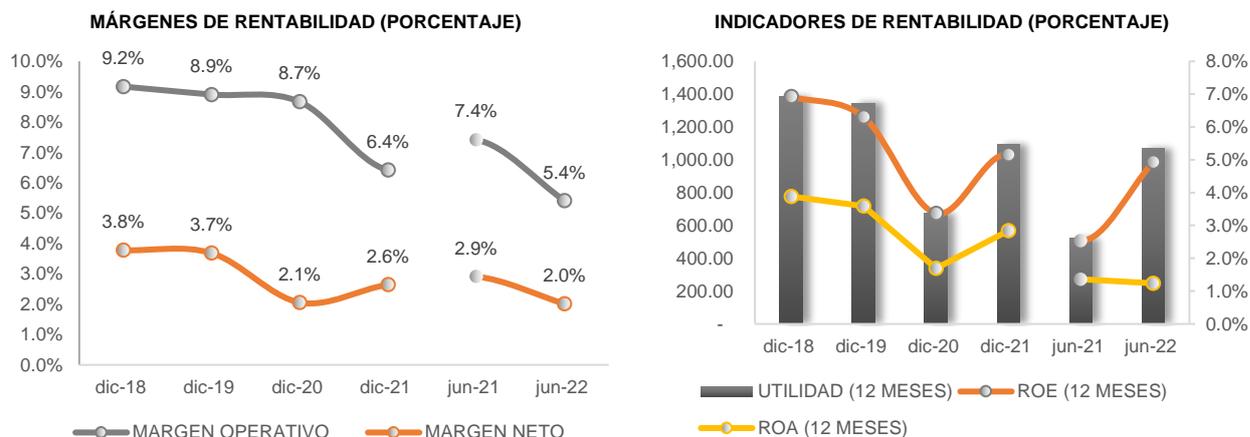


Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

**Análisis Dupont**

La utilidad del período se ubicó en US\$502 miles, reportando una ligera disminución interanual de 4.3% (-US\$23 miles), debido a la expansión de los costos y gastos, lo que influyó en la desmejora en el margen neto pasando de 2.9% a 2.0% a la fecha de análisis. Al evaluar la utilidad de los últimos doce meses, se observa que los resultados mostraron un incremento de (105.2%; US\$548 miles), ante el buen desempeño evidenciado durante el segundo semestre de 2021. Por su parte, la rotación de activos pasó de 0.82 a 0.64 veces, explicado por el incremento de los inventarios permitiendo atender de forma oportuna la demanda del mercado. Ante la menor rotación, la rentabilidad sobre activos a doce meses (ROA) se vio impactada levemente al ubicarse en 1.2% (junio 2021: 1.4%).

Finalmente, el apalancamiento financiero<sup>6</sup> de CARSA resultó en 1.87 veces, evidenciando un comportamiento estable respecto al 1.88 veces registrado en junio 2021, como resultado del equilibrio evidenciado en las fuentes de fondeo de la entidad, las cuales han generado un bajo costo de financiamiento y permitieron que la rentabilidad sobre el patrimonio (ROE) se posicione en 4.9%, mejorando el 2.5% del período anterior.



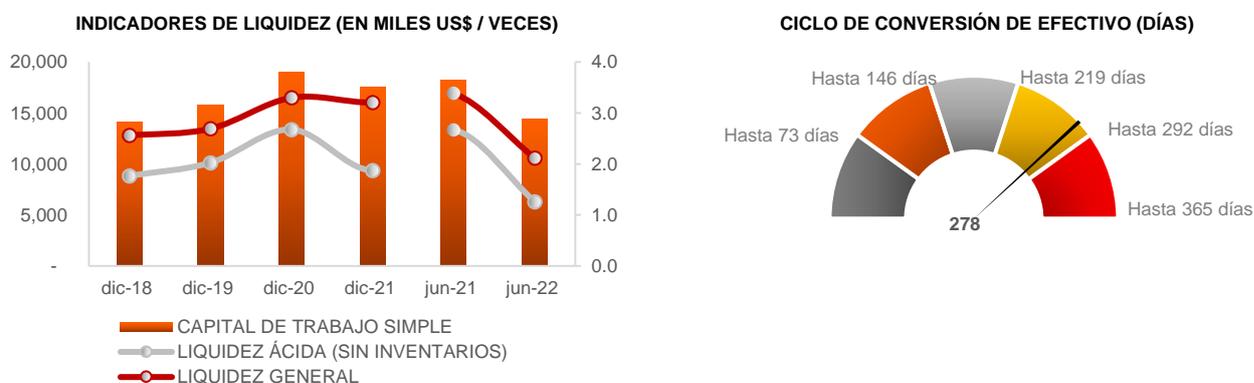
Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

### Análisis de Liquidez

A junio 2022, la liquidez corriente de CARSA resultó en 2.11 veces, inferior al 3.38 veces registrado en junio de 2021, comportamiento asociado a la mayor expansión de las obligaciones de corto plazo de la institución (+69.1%). Por su parte, al aplicar la prueba ácida -sin inventarios-, los niveles de liquidez mantienen una adecuada cobertura de 1.26 veces, aunque por debajo de la registrada en junio de 2021 (2.67 veces).

En cuanto a la conversión del efectivo, la entidad reportó un ciclo excesivo para recuperar el efectivo llegado a los 278 días (junio 2021: 168 días); es decir que, el proceso de conversión se ha vuelto más pausado desde la adquisición de materias primas hasta la recuperación de créditos. Dicho comportamiento obedece a la menor rotación de inventarios, pasando de 5.73 a 2.76 veces, generando un retraso de 68 días en el ciclo operativo de la compañía.

PCR destaca la adecuada capacidad de liquidez de Cartonera Centroamericana para hacer frente a sus obligaciones de corto plazo ante cualquier eventualidad, mitigando parcialmente el riesgo de liquidez. No obstante, se observa un lento proceso de conversión de efectivo, principalmente por la menor rotación de inventarios y cuentas por cobrar a los clientes, lo que podría generar desviaciones en los niveles de liquidez en el corto o mediano plazo.



Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

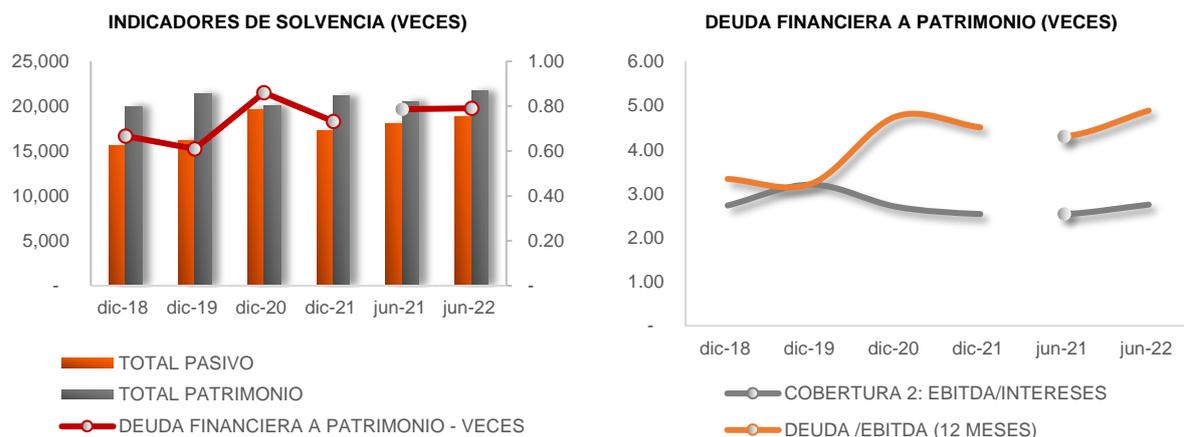
### Endeudamiento y solvencia

Al cierre 2021, el ratio de deuda total a patrimonio se ubicó en 0.87 veces, reflejando una ligera tendencia decreciente respecto al período anterior (0.88 veces), asociado al comportamiento observado en el patrimonio (+5.6%), principalmente por la generación y capitalización de utilidades del negocio, permitiendo atenuar impactos en la solvencia ante el incremento de compromisos financieros (+4.3%). En cuanto a la deuda financiera frente al patrimonio, esta se ubicó en 0.79 veces, sin variaciones respecto al reportado en el período anterior. En ese sentido, PCR considera que CARSA mantiene niveles óptimos de deuda, lo cual le permite financiar y expandir oportunamente sus operaciones.

Por su parte, el indicador de cobertura de intereses, el cual mide la relación entre el EBITDA y los gastos financieros, mostró una cobertura de 4.88 veces, siendo superior al reportado en el período pasado (4.29 veces), denotando una buena capacidad para cubrir los gastos derivado de los compromisos adquiridos. Es necesario destacar que la mejora

<sup>6</sup> Apalancamiento: Activos / Patrimonio  
[www.ratingspcr.com](http://www.ratingspcr.com)

en el indicador responde a la estabilidad en los principales márgenes financieros, así como un sostenimiento en los gastos financieros, los cuales evidenciaron una reducción de -4.1% respecto junio 2021.



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

A la fecha de análisis, la Nómima de Accionistas y Junta General, se encuentran conformadas de la siguiente forma:

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 Vieitez Valle	Vicepresidente
<b>Total</b>	<b>100%</b>	José Carlos Bonilla Larreynaga	Secretario
		Víctor Silhy Zacarías	Propietario
		Ramón Arturo Álvarez López	Propietario
		Enrique Borgo Bustamante	Propietario
		Francisco Javier Enrique Duarte Schlageter	Propietario
		José Miguel Carbonell Belismelis	Suplente
		Juan Alberto Valiente Álvarez	Suplente
		Enrique Oñate Muyschondt	Suplente
		Carlos Zaldivar	Suplente
		Miguel Ángel Simán Dada	Suplente
		Guillermo Miguel Saca Silhy	Suplente
		Santiago Andrés Simán Miguel	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 análisis, contó con una liquidez corriente de 53.5 veces (junio 2021: 40.6 veces), producto de un aumento en las inversiones financieras (+US\$527.7 miles; +40.8%), dando por resultado una holgada capacidad de la entidad para responder a sus obligaciones de corto plazo.

COMPONENTES	LIQUIDEZ (VECES)					
	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	jun-21	jun-22
LIQUIDEZ CORRIENTE	11.8	10.3	29.8	9.6	40.6	53.5
LIQUIDEZ GENERAL	12.0	10.8	30.8	9.7	41.5	54.0

Fuente: SSF / Elaboración: PCR

Por su parte, los indicadores de rentabilidad se mantuvieron estables, debido al bajo crecimiento registrado en los ingresos de la Titularizadora (+2.2%), además de una importante disminución en los costos de explotación (-4.3%); por consiguiente, se observa un crecimiento en las utilidades del negocio (+22.0%; +US\$42.8 miles), mejorando el margen neto el cual aumentó la rentabilidad de la entidad.

COMPONENTES	ROA Y ROE ANUALIZADO (%)					
	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	jun-21	jun-22
ROA	16.9%	23.4%	3.0%	18.4%	23.4%	22.9%
ROE	18.5%	22.0%	3.1%	20.6%	24.0%	23.3%
MARGEN NETO	35.4%	32.9%	6.5%	27.5%	33.9%	40.5%

Fuente: SSF / Elaboración: PCR

## Instrumento Clasificado (FTRTIME 01)

### DETALLE DE LA EMISIÓN

CONCEPTO	DETALLE
<b>Emisor</b>	: Fondo de Titularización Ricorp Titularizadora Inmobiliaria Mesoamericana 01.
<b>Originador</b>	: Inmobiliaria Mesoamericana Sociedad Anónima de Capital Variable, que puede abreviarse Inmobiliaria Mesoamericana, S.A. de C.V.
<b>Emisión</b>	: Valores de Titularización – Títulos de Deuda con cargo al Fondo de Titularización – Ricorp Titularizadora – Inmobiliaria Mesoamericana 01, cuya abreviación es VTRTIME 01.
<b>Sociedad de Titularización</b>	: Ricorp Titularizadora, S.A. (en adelante también referida como la Titularizadora).
<b>Clase de Valor</b>	: Valores de Titularización - Título de Deuda con cargo al Fondo de Titularización – Ricorp Titularizadora – Inmobiliaria Mesoamericana 01, representados por anotaciones electrónicas de valores en cuenta.
<b>Monto de la Emisión</b>	: Hasta US\$9,300,000.00
<b>Plazo de la Emisión</b>	: El plazo de la emisión de Valores de Titularización – Títulos de Deuda, representados por anotaciones electrónicas de valores en cuenta, cuenta un plazo de hasta 120 meses, contados a partir de la fecha de colocación (20 de diciembre de 2013).
<b>Respaldo de la Emisión</b>	: El pago de los Valores de Titularización se encuentra únicamente respaldado por el patrimonio del Fondo de Titularización, constituido como un patrimonio independiente del patrimonio del Originador y de la Titularizadora. El Fondo de Titularización es constituido con el propósito principal de generar los pagos de esta Emisión, sirviéndose de la adquisición de los derechos, definidos previamente en la característica "Destino de los fondos de la emisión". (i) Constitución de usufructo. El Representante de los Tenedores de Valores, constituyó el usufructo, a título gratuito y por el plazo de diez años o mientras existan obligaciones a cargo del Fondo de Titularización y a favor de los Tenedores de los Valores emitidos con cargo al mismo, a favor de Ricorp Titularizadora, S.A. en su calidad de administradora del Fondo de Titularización, sobre los bienes arrendados. (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 de 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 Restríngida: 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.
<b>Garantías de la Emisión</b>	: (vii) Cesión de beneficios de póliza de Lucro Cesante. Cesión de beneficios de póliza de Lucro Cesante a favor de la Arrendataria, o a cualquier tercero a quien los derechos del contrato de arrendamiento operativo le hayan sido legalmente cedidos, por seis meses de canon de arrendamiento. (viii) Cesión de beneficios de póliza de seguro contra todo riesgo sobre construcciones, mobiliario y equipo. Cesión de beneficios de póliza de seguro contra todo riesgo sobre construcciones, mobiliario y equipo, a favor de la Arrendataria, o a cualquier tercero a quien los derechos del contrato de arrendamiento operativo le hayan sido legalmente cedidos, hasta por US\$12,337,290.30.
<b>Mecanismos de Cobertura</b>	: La negociación de los tramos de oferta pública se efectuó en la Bolsa de Valores de El Salvador, por intermediación de las Casas Corredores de Bolsa, en las sesiones de negociación que se realizaron en la Bolsa de Valores de El Salvador.
<b>Negociabilidad</b>	: La Emisión de Valores de Titularización, representada por anotaciones electrónicas de valores en cuenta, se encuentra depositada en los registros electrónicos que lleva CEDEVAL, para lo cual fue necesario presentarle el Contrato de Titularización y la certificación del asiento registral que emitió la Superintendencia del Sistema Financiero, a la que se refiere el párrafo final del artículo treinta y cinco de la Ley de Anotaciones Electrónicas de Valores en cuenta.
<b>Custodia y Depósito:</b>	: A partir del quinto año de la emisión, los Valores de Titularización podrán ser redimidos total o parcialmente en forma anticipada, a un precio igual al que sea mayor entre: (1) el 100% del principal vigente de los títulos a redimir más sus intereses devengados y no pagados; o (2) la suma del valor presente de los pagos futuros de principal e intereses restantes hasta el vencimiento de la emisión descontados a la fecha de redención a la tasa aplicable de los Bonos del Tesoro de Estados Unidos de América de 5 años más 200 puntos básicos, más intereses devengados y no pagados; con un pre aviso mínimo de 90 días de anticipación el cual será comunicado a la Superintendencia del Sistema Financiero, a la Bolsa de Valores de El Salvador, a CEDEVAL y al Representante de Tenedores.
<b>Redención anticipada</b>	: Los fondos que se obtuvieron de la negociación de la presente Emisión fueron invertidos por el Fondo de Titularización para la adquisición del Contrato de Arrendamiento, cuya tradición se efectuó por medio del Contrato de Cesión y Administración de Derechos, y que incluye los derechos que como arrendante le corresponden al Originador sobre el Contrato de Arrendamiento, el cual incluye el derecho a percibir los cánones mensuales provenientes del arrendamiento de bienes inmuebles y maquinaria, entre otros derechos. Los montos establecidos serán libres de cualquier impuesto que en el futuro puedan serles aplicables, correspondiendo a Inmobiliaria Mesoamericana, el pago a la administración tributaria o a la entidad competente de todo tipo de impuestos, tasas, contribuciones especiales o tributos en general, en caso aplicase.
<b>Destino de los fondos de la emisión:</b>	: 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.
<b>Forma y lugar de pago</b>	: Los ingresos recibidos por la colocación de los Valores de Titularización por el Fondo de Titularización (FTRTIME 01) fueron invertidos por la Sociedad Titularizadora con cargo al Fondo de Titularización, en la adquisición del Contrato de Arrendamiento, cuya tradición se efectuó por medio del Contrato de Cesión y Administración de Derechos, y que incluye los derechos que como arrendante le corresponden al Originador sobre el Contrato de Arrendamiento, el cual incluye el derecho a percibir los cánones mensuales provenientes del arrendamiento bienes inmuebles y maquinaria, entre otros derechos.

<p><b>Prelación de pagos</b></p>	<p>Todo pago se hará por la Titularizadora, con cargo al Fondo de Titularización, a través de la cuenta de depósito bancaria denominada Cuenta Discrecional, en cada fecha de pago en el siguiente orden: <b>Primero</b>, se pagarán las obligaciones a favor de los Tenedores de Valores. <b>Segundo</b>, las comisiones a la Titularizadora. <b>Tercero</b>, el saldo de costos y gastos adeudados a terceros, de conformidad a lo previsto en el presente Contrato. <b>Cuarto</b>, abonar a la Cuenta de Reserva las cantidades correspondientes para la acumulación de fondos para el pago de capital al vencimiento de la Emisión. <b>Quinto</b>, cualquier Remanente generado durante el mes, de conformidad a las definiciones establecidas en el Contrato de Titularización, se devolverá al Originador en el mes siguiente.</p> <p>En el evento de liquidación del Fondo de Titularización se deberá seguir el orden de prelación dictado por el artículo setenta de la Ley de Titularización de Activos: <b>En primer lugar</b>, el pago de Deuda Tributaria; <b>En segundo lugar</b>, se le pagarán las obligaciones a favor de Tenedores de Valores emitidos con cargo al Fondo FTRTIME Cero Uno; <b>En tercer lugar</b>, se imputará a otros saldos adeudados a terceros. <b>En cuarto lugar</b>, se pagarán las Comisiones de gestión a favor de la Titularizadora; y <b>en quinto lugar</b>, cualquier excedente se devolverá al Originador.</p>
<p><b>Procedimiento en caso de mora.</b></p>	<p>Si diez días antes de la fecha en que deba ser efectuado un pago de la presente Emisión con todas sus erogaciones, se determina que no existen en la Cuenta Discrecional fondos suficientes para pagar en un 100% el valor de la cuota de intereses y/o capital próxima siguiente, la Titularizadora procederá a disponer de los fondos en la Cuenta Restringida para realizar los pagos a los Tenedores de los Valores. Si los fondos depositados en la Cuenta Restringida no son suficientes para realizar el pago inmediato de la cuota de intereses y/o principal próxima siguiente de la presente Emisión, se le notificará inmediatamente al Originador para que este proceda a depositar en la Cuenta Restringida los fondos faltantes y si no lo hace en los 10 días siguientes a la notificación, entonces habrá lugar a una situación de mora. Dicha situación deberá ser comunicada al Representante de los Tenedores con el objetivo que convoquen a una Junta General de Tenedores y se determinen los pasos a seguir. Asimismo, la Titularizadora lo deberá informar inmediata y simultáneamente a la Bolsa de Valores de El Salvador y a la Superintendencia del Sistema Financiero.</p>
<p><b>Mecanismo de transferencia de los cánones</b></p>	<p><b>Mecanismo acelerado de transferencia de los cánones</b> A partir de la fecha en que el Arrendante o su cesionario, determine que la Arrendataria ha incurrido en alguno de los eventos de activación de este mecanismo y se lo haya notificado a Cartonera Centroamericana, S.A. de C.V., deberá notificar al Banco Administrador para que este último se abstenga de realizar las transferencias de excedentes respecto del canon de arrendamiento y se concentren en la cuenta colectora todos los depósitos que realicen los clientes. Los fondos que se concentren por efecto de esta forma de proceder en la Cuenta Colectora servirán para el pago acelerado de los cánones de arrendamiento, por lo que, una vez activado este mecanismo, el Banco se encuentra autorizado para realizar diariamente la transferencia de los fondos disponibles a la cuenta que indique la Arrendante o su cesionario en el Convenio de Administración de Cuentas que deberá otorgarse.</p> <p><b>Mecanismo preventivo de transferencia de los cánones</b> A partir de la fecha en que la Arrendante o su cesionario, determine que al tercer mes después de haber iniciado el plazo de regularización precedente se ha incumplido cualquiera de las razones financieras establecidas en el Contrato de Arrendamiento Operativo y se lo haya notificado a Cartonera Centroamericana, S.A. de C.V., deberá notificar al Banco Administrador para que este último retenga mensualmente de los excedentes a transferir a Cartonera Centroamericana la cantidad de US\$200,000 en la Cuenta Colectora, y posteriormente proceda a realizar las transferencias de excedentes restantes a la Cuenta de Excedentes de Cartonera Centroamericana; los fondos que se concentren por efecto de esta forma de proceder en la Cuenta Colectora se reintegrarán a Cartonera Centroamericana una vez se haya regularizado el cumplimiento de las razones financieras, caso contrario, se procederá conforme el mecanismo acelerado de transferencia de los cánones.</p>
<p><b>Destino de los fondos obtenidos de la cesión de derechos sobre flujos financieros futuros:</b></p>	<p>Los fondos que el Originador recibió en virtud de la cesión del Contrato de Arrendamiento que hará al Fondo de Titularización por medio del Contrato de Cesión y Administración de Derechos fueron destinados para pagar la adquisición de los bienes inmuebles y maquinaria, propiedad de Cartonera Centroamericana, objeto del Contrato de Arrendamiento.</p>

Fuente: RICORP Titulizadora / Elaboración: PCR

## VTRTIME01

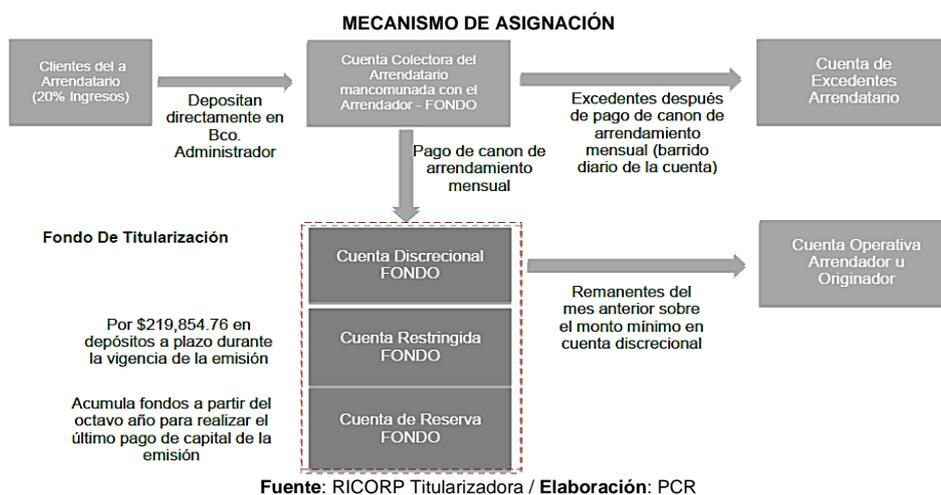
El monto de la emisión es por la suma de US\$9,300 miles, con un plazo de hasta ciento veinte (120) meses. La negociación de la emisión se realizó por medio de una oferta pública a través de la Bolsa de Valores de El Salvador y por intermediación de las Casas de Corredores de Bolsa. El plazo de la negociación 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.

A la fecha de análisis, el saldo en capital del fondo de titularización equivale al 9.4% del total de la deuda financiera del originador, evidenciando una disminución respecto al 19.7% reportado en junio de 2021; dicho comportamiento obedece a nuevos compromisos financieros (+70.2%; US\$11,018 miles) adquiridos por Inmobiliaria Mesoamericana y en menor medida por la amortización del fondo de titularización (-18.9%; US\$584 miles). Es necesario destacar que, a pesar de la expansión de la deuda general de originador, la emisión cuenta con una estructura operativa que garantiza el pago oportuno de la cesión, la cual proviene del contrato de arrendamiento entre Cartonera Centroamericana y el originador.

### CARACTERÍSTICAS DE LOS TRAMOS

TRAMOS VIGENTES	MONTO COLOCADO	SALDO EN CAPITAL	MONTO PAGADO	FECHA DE COLOCACIÓN	FECHA DE VENCIMIENTO	PLAZO	TASA	PAGO CUPÓN
TRAMO 1-VIGENTE	6,510,000.00	2,505,843.21	4,004,156.79	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	2,505,843.21	6,794,156.79				6.80%	

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 resolutoria<sup>7</sup> al suceder cualquiera de los supuestos descritos en el contrato.

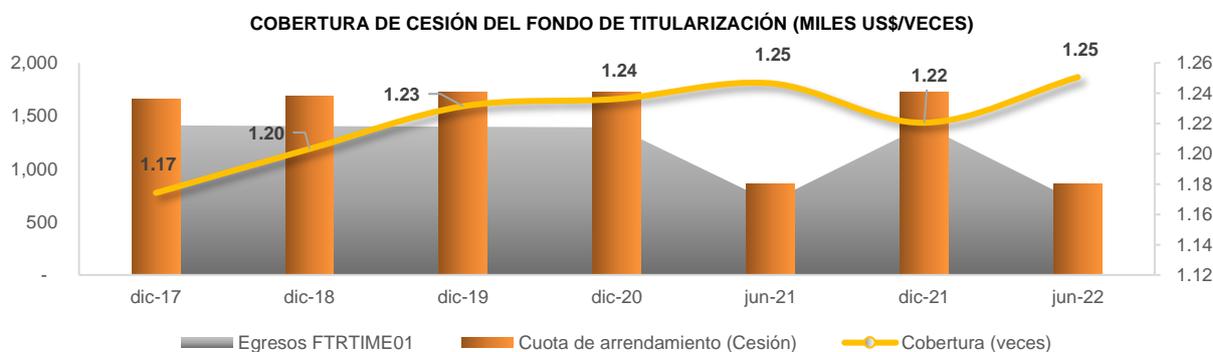
### Cobertura de titularización (VTRTIME01)

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

De acuerdo con el modelo proyectado, la cuota de arrendamiento de CARSA a Inmobiliaria Mesoamericana, 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.

### Cobertura de cesión FTRTIME01

A la fecha de análisis, se han pagado 103 cuotas equivalentes a un monto de cesión de US\$14,290 miles, con una cuota de cesión mensual de US\$143.53 miles, la cual se estima se mantenga constante hasta el vencimiento. Por su parte, la cesión acumulada de enero a junio 2022 fue de US\$861 miles, otorgando una cobertura sobre los egresos del fondo de 1.25 veces (junio 2021:1.25). Cabe destacar que el comportamiento de los ingresos por arrendamiento del Originador no tiene incidencia en la emisión, ya que su desempeño viene a partir del cumplimiento de pago del canon de arrendamiento, establecido en el contrato operativo entre Inmobiliaria Mesoamericana y de Cartonera Centroamericana el cual está pactado durante la vigencia del fondo.



Fuente: RICORP Titularizadora - Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

### Cuenta restringida FTRTIME01

En cumplimiento con los mecanismos operativos que fortalecen la estructura de la emisión, el fondo de titularización administra una cuenta bancaria de reservas denominada cuenta restringida. Durante la vigencia del fondo, esta deberá mantener un saldo mínimo de US\$219.85 miles. A la fecha de análisis, el fondo mantiene la cuenta restringida en Banco de América Central (El Salvador), S.A., con una clasificación de riesgo local de "AAA", lo que mitiga parcialmente el riesgo de contraparte.

### Resguardos financieros

Los parámetros a los que se compromete el arrendatario se encuentran por trimestres. De acuerdo con la certificación del Auditor Externo, Inmobiliaria Mesoamericana y Cartonera Centroamericana, han dado cumplimiento a los resguardos establecidos dentro de la estructura de la emisión.

REGUARDOS FINANCIEROS - FT	RAZONES FINANCIERAS (VECES)					LÍMITE	
	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	jun-22		
<b>CARTONERA CENTROAMERICANA</b>							
EBITDA/SERVICIO DE DEUDA	3.46	3.55	2.95	2.78	2.83	1.60	Resguardo mínimo
DEUDA/PATRIMONIO	2.77	3.19	2.10	0.72	0.53	0.85	Resguardo máximo
DEUDA NETA /EBITDA	3.46	3.55	2.95	3.25	3.22	3.25	Resguardo máximo
UTILIDAD BRUTA/GASTOS DE OPERACIÓN	2.77	3.19	2.10	1.81	1.76	1.40	Resguardo mínimo
CUENTAS POR COBRAR A RELACIONADAS/PATRIMONIO	0.28	0.31	0.40	0.18	0.21	0.35	Resguardo máximo
<b>INMOBILIARIA MESOAMERICANA</b>							
EBITDA/GASTOS FINANCIEROS NETOS	6.16	7.18	10.07	7.69	9.49	3.00	Resguardo mínimo
PASIVO AJUSTADO/PATRIMONIO	1.06	0.71	0.55	0.36	0.78	4.00	Resguardo máximo
PASIVO AJUSTADO/EBITDA	2.31	1.81	1.57	1.02	2.30	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:

<sup>7</sup> El Fondo de Titularización se encuentra sujeto a condición resolutoria de acuerdo con lo establecido en los artículos mil trescientos cincuenta y mil trescientos cincuenta y ocho del Código Civil.

CONCEPTO	DETALLE
<b>Arrendador</b>	Sociedad Inmobiliaria Mesoamericana S.A. de C.V.
<b>Arrendatario</b>	Cartonera Centroamericana S.A. de C.V.
<b>Activos Arrendados</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Terrenos y Edificaciones</li> <li>• Maquina Troqueladora Rotativa DRO 1628, con un valor de</li> <li>• Maquina Impresora Flexo Folder G. Midline 924</li> </ul>
<b>Duración del Contrato</b>	10 años
<b>Garantías<sup>8</sup> y Respaldos</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Prenda sin desplazamiento sobre cartera de Cuentas por Cobrar por un monto de \$600,000</li> <li>• 20% de los ingresos de Cartonera Centroamericana representados por al menos 10 contratos o cuentas de clientes con excelente historial. Los flujos generados por estos clientes no deben bajar de \$450,000 mensuales durante la vida del contrato, Cartonera Centroamericana deberá adicionar clientes para cumplir con esta condición.</li> <li>• Recurso: cuentas en mora o finalizados se sustituyen con nuevas vigentes. Cartonera solo podrá pignorar con terceros hasta un 60% de su cartera comercial de cuentas por cobrar. Por lo tanto, dejará libre un 20% de su cartera para respaldar el mecanismo de sustitución</li> <li>• Cumplimiento de covenants por el arrendatario</li> <li>• Cesión de pólizas de seguro sobre los activos arrendados y seguro de lucro cesante</li> </ul>

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

<sup>8</sup> 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 no Auditados**  
**Inmobiliaria Mesoamericana**

<b>BALANCE GENERAL (MILES DE US\$)</b>						
<b>COMPONENTE</b>	<b>dic-18</b>	<b>dic-19</b>	<b>dic-20</b>	<b>dic-21</b>	<b>jun-21</b>	<b>jun-22</b>
<b>ACTIVOS</b>						
EFFECTIVO	177	139	49	246	431	641
INVERSIONES Y VALORES A CORTO PLAZO	-	-	-	1,031	2,283	-
PRÉSTAMOS POR COBRAR PARTES RELACIONADAS	54	54	4,404	10,745	4,777	13,433
CUENTAS POR COBRAR CUENTA RESTRINGIDA	220	220	220	220	220	220
ESTIMACIONES PARA CUENTAS INCOBRABLES	-	-	-	-	-	- 200
PRÉSTAMOS POR COBRAR A CLIENTES Y OTRAS CUENTAS POR COBRAR	39	35	3,006	4,797	3,419	6,088
GASTOS PAGADOS POR ANTICIPADO	8	84	141	140	282	283
<b>ACTIVOS CORRIENTES</b>	<b>498</b>	<b>531</b>	<b>7,819</b>	<b>17,178</b>	<b>11,412</b>	<b>20,464</b>
PROPIEDAD, PLANTA Y EQUIPO	13,788	12,828	12,944	12,993	13,354	16,762
PRÉSTAMOS A COMPAÑÍAS RELACIONADAS LP	3,500	3,500	1,500	1,500	1,500	1,500
ACTIVO POR DERECHO DE USO	-	820	621	544	-	-
<b>ACTIVOS NO CORRIENTES</b>	<b>17,288</b>	<b>17,149</b>	<b>15,066</b>	<b>15,037</b>	<b>14,854</b>	<b>18,262</b>
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>17,786</b>	<b>17,680</b>	<b>22,884</b>	<b>32,216</b>	<b>26,265</b>	<b>38,726</b>
<b>PASIVOS</b>						
PROVEEDORES Y OTRAS CUENTAS POR PAGAR	247	75	117	150	138	172
CUENTAS POR PAGAR A PARTES RELACIONADAS	197	485	437	66	323	340
PORCIÓN CIRCULANTE PRÉSTAMO BANCARIO	203	190	860	332	852	1,850
VENCIMIENTO CORRIENTE DE PASIVO FINANCIERO POR TITULARIZACIÓN	926	996	562	607	584	631
VENCIMIENTO CORRIENTE DE CUENTAS POR PAGAR A LARGO PLAZO	-	-	-	-	71	-
VENCIMIENTO CORRIENTE DE ARRENDAMIENTO FINANCIERO DE LP	240	-	-	-	-	-
PAPEL BURSÁTIL POR PAGAR A CORTO PLAZO	-	-	6,515	9,000	10,000	10,000
PROVISIONES	92	103	162	189	69	246
VENCIMIENTO CORRIENTE DE PASIVO POR ARRENDAMIENTO	-	177	103	57	-	22
<b>PASIVO CORRIENTE</b>	<b>1,905</b>	<b>2,026</b>	<b>8,756</b>	<b>10,401</b>	<b>12,038</b>	<b>13,260</b>
PASIVO FINANCIEROS DE TITULARIZACIÓN	4,365	3,366	2,804	2,197	2,506	1,875
PAPEL BURSÁTIL POR PAGAR A LARGO PLAZO	-	-	-	8,208	-	8,500
PRÉSTAMOS BANCARIOS A LP	358	379	341	553	244	3,764
ARRENDAMIENTO FINANCIERO A LP MENOS CIRCULANTE	427	-	-	-	-	-
PASIVO POR ARRENDAMIENTO A LP	-	223	120	96	-	84
CERTIFICADOS DE INVERSIÓN DE DEUDA A LP	3,500	3,500	1,500	-	1,500	-
IMPUESTO SOBRE LA RENTA DIFERIDO	896	929	1,040	1,121	1,046	1,128
<b>TOTAL PASIVO NO CORRIENTE</b>	<b>9,545</b>	<b>8,397</b>	<b>5,805</b>	<b>12,174</b>	<b>5,296</b>	<b>15,351</b>
<b>TOTAL PASIVOS</b>	<b>11,450</b>	<b>10,423</b>	<b>14,561</b>	<b>22,575</b>	<b>17,334</b>	<b>28,611</b>
<b>PATRIMONIO</b>						
CAPITAL SOCIAL	2,302	2,302	2,302	2,302	2,302	2,302
RESERVA LEGAL	231	302	395	494	-	-
SUPERÁVIT POR REVALUACIÓN	544	499	463	427	-	-
UTILIDADES RETENIDAS	1,913	3,233	4,097	5,100	6,021	7,339
UTILIDADES (PÉRDIDAS) DE PERÍODO	1,346	921	1,067	1,318	609	474
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>6,335</b>	<b>7,256</b>	<b>8,323</b>	<b>9,641</b>	<b>8,932</b>	<b>10,115</b>
<b>TOTAL PASIVO MAS PATRIMONIO</b>	<b>17,786</b>	<b>17,680</b>	<b>22,884</b>	<b>32,216</b>	<b>26,265</b>	<b>38,726</b>

Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

<b>ESTADO DE RESULTADOS (MILES DE US\$)</b>						
<b>COMPONENTE</b>	<b>dic-18</b>	<b>dic-19</b>	<b>dic-20</b>	<b>dic-21</b>	<b>jun-21</b>	<b>jun-22</b>
INGRESOS POR ARRENDAMIENTO	2,777	2,873	2,943	2,854	1,482	1,294
COSTO DE ARRENDAMIENTO	937	990	997	889	538	340
<b>UTILIDAD BRUTA</b>	<b>1,840</b>	<b>1,883</b>	<b>1,946</b>	<b>1,965</b>	<b>944</b>	<b>954</b>
<b>GASTOS DE OPERACIÓN</b>	<b>319</b>	<b>374</b>	<b>442</b>	<b>581</b>	<b>170</b>	<b>223</b>
GASTOS DE ADMINISTRACION	141	239	284	333	170	223
OTROS GASTOS	178	135	158	248	-	-
<b>UTILIDAD DE OPERACIÓN</b>	<b>1,700</b>	<b>1,644</b>	<b>1,504</b>	<b>1,385</b>	<b>774</b>	<b>731</b>
INGRESOS FINANCIEROS	578	443	687	1,275	521	891
GASTOS FINANCIEROS	914	836	871	1,239	540	1,037
GANANCIA POR AJUSTE AL VALOR RAZONABLE	-	-	83	234	-	-
OTROS INGRESOS (GASTOS) NETOS	82	-	-	-	- 2	- 8
<b>UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>1,363</b>	<b>1,251</b>	<b>1,404</b>	<b>1,654</b>	<b>753</b>	<b>577</b>
IMPUESTO SOBRE LA RENTA	383	195	337	337	145	103
<b>UTILIDAD NETA</b>	<b>980</b>	<b>1,056</b>	<b>1,067</b>	<b>1,318</b>	<b>609</b>	<b>474</b>
RESULTADOS POR REVALUACION P&E	544	-	-	-	-	-
<b>RESULTADO INTEGRAL DEL EJERCICIO</b>	<b>1,524</b>	<b>1,056</b>	<b>1,067</b>	<b>1,318</b>	<b>609</b>	<b>474</b>

Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

## INDICADORES FINANCIEROS

COMPONENTE	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	jun-21	jun-22
<b>LIQUIDEZ</b>						
LIQUIDEZ GENERAL	0.15	0.15	0.87	1.63	0.93	1.53
LIQUIDEZ INMEDIATA (SIN INVENTARIOS Y CXC)	0.10	0.11	0.02	0.14	0.25	0.05
CAPITAL DE TRABAJO SIMPLE	-1407.52	-1495.25	-937.62	6777.40	-626.34	7,204.06
<b>RENTABILIDAD</b>						
MARGEN BRUTO	66.3%	65.5%	66.1%	68.9%	63.7%	73.7%
MARGEN OPERATIVO	61.2%	57.2%	51.1%	48.5%	52.2%	56.5%
MARGEN NETO SOBRE INGRESOS	45.4%	31.8%	29.4%	31.9%	30.4%	21.7%
ROE (12 MESES)	24.1%	14.5%	12.8%	13.7%	13.2%	11.7%
ROA (12 MESES)	8.6%	6.0%	4.7%	4.1%	4.5%	3.1%
<b>EFICIENCIA</b>						
GASTOS OPERACIONALES/INGRESOS TOTALES	9.5%	11.3%	12.2%	14.1%	8.5%	10.2%
MARGEN BRUTO/GASTOS DE OPERACIÓN (VECES)	5.77	5.04	4.40	3.38	5.54	4.28
<b>ENDEUDAMIENTO/APALANCAMIENTO</b>						
RAZON DE ENDEUDAMIENTO	64.4%	59.0%	63.6%	70.1%	66.0%	73.9%
DEUDA TOTAL A PATRIMONIO - VECES	1.81	1.44	1.75	2.34	1.94	2.83
DEUDA FINANCIERA A PATRIMONIO - VECES	1.58	1.19	1.53	2.18	1.76	2.64
ACTIVOS/PATRIMONIO	2.81	2.44	2.75	3.34	2.94	3.83
PATRIMONIO A ACTIVO TOTAL	35.6%	41.0%	36.4%	29.9%	34.0%	26.1%
COBERTURA DE INTERESES	1.86	1.97	1.73	1.12	1.43	0.71

Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

## Cartonera Centroamericana

## BALANCE GENERAL (MILES DE US\$)

COMPONENTE	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	jun-21	jun-22
<b>ACTIVOS</b>						
EFFECTIVO	3,785	5,011	9,024	3,915	7,913	4,722
CUENTAS POR COBRAR NETAS	6,090	6,869	4,819	6,829	5,392	6,932
CUENTAS POR COBRAR - CR	5,601	6,593	7,916	3,827	6,929	4,465
INVENTARIOS NETOS	7,148	6,214	5,158	10,557	5,488	11,073
GASTOS PAGADOS POR ANTICIPADO	473	379	386	294	207	214
<b>ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>23,097</b>	<b>25,065</b>	<b>27,302</b>	<b>25,422</b>	<b>25,928</b>	<b>27,406</b>
PROPIEDAD, PLANTA Y EQUIPO NETO	12,561	12,461	12,053	12,831	12,679	13,141
ACTIVOS INTANGIBLES Y OTROS	-	-	335	262	-	-
<b>ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>12,561</b>	<b>12,461</b>	<b>12,387</b>	<b>13,093</b>	<b>12,679</b>	<b>13,141</b>
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>35,658</b>	<b>37,526</b>	<b>39,690</b>	<b>38,514</b>	<b>38,608</b>	<b>40,547</b>
<b>PASIVOS</b>						
PROVEEDORES Y OTRAS CUENTAS POR PAGAR	1,540	1,649	1,180	1,323	1,229	1,078
CUENTAS POR PAGAR - CR	203	209	554	157	983	864
PRÉSTAMOS BANCARIOS A CP	6,805	6,240	5,576	6,193	5,139	10,701
PROVISIONES	476	1,213	963	254	313	318
<b>PASIVO CORRIENTE</b>	<b>9,024</b>	<b>9,311</b>	<b>8,273</b>	<b>7,928</b>	<b>7,664</b>	<b>12,961</b>
PRÉSTAMO FIDUCIARIO	3,500	3,500	3,500	1,500	3,500	-
PRÉSTAMOS BANCARIOS A LP	2,831	3,066	7,594	7,672	6,523	5,582
OBLIGACIONES LABORALES	-	302	302	217	376	304
IMPUESTO SOBRE LA RENTA DIFERIDO	302	-	-	-	-	-
<b>PASIVO NO CORRIENTE</b>	<b>6,633</b>	<b>6,868</b>	<b>11,396</b>	<b>9,389</b>	<b>10,398</b>	<b>5,886</b>
<b>TOTAL PASIVOS</b>	<b>15,657</b>	<b>16,179</b>	<b>19,670</b>	<b>17,317</b>	<b>18,062</b>	<b>18,847</b>
<b>PATRIMONIO</b>						
CAPITAL SOCIAL	7,392	7,392	7,392	7,392	7,392	7,392
RESERVA LEGAL	1,266	1,381	1,431	1,478	-	-
SUPERAVIT POR REVALUACION	2,723	2,580	2,437	2,293	-	-
UTILIDADES RETENIDAS	8,621	9,994	8,760	10,034	12,628	13,805
UTILIDADES RETENIDAS Y REVALUACIONES	7,236	8,649	8,087	8,942	12,628	13,805
RESULTADO DEL EJERCICIO ACTUAL	1,385	1,345	673	1,092	525	502
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>20,002</b>	<b>21,347</b>	<b>20,020</b>	<b>21,198</b>	<b>20,545</b>	<b>21,700</b>
<b>PASIVO MAS PATRIMONIO</b>	<b>35,658</b>	<b>37,526</b>	<b>39,690</b>	<b>38,514</b>	<b>38,608</b>	<b>40,547</b>

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

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

COMPONENTE	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	jun-21	jun-22
INGRESOS	36,666	36,546	32,774	41,348	18,050	24,993
COSTO DE VENTA	28,481	28,446	25,833	34,250	14,182	20,727
<b>UTILIDAD BRUTA</b>	<b>8,185</b>	<b>8,100</b>	<b>6,942</b>	<b>7,098</b>	<b>3,868</b>	<b>4,266</b>
<b>GASTOS DE OPERACIÓN</b>	<b>4,824</b>	<b>4,847</b>	<b>4,103</b>	<b>4,443</b>	<b>2,530</b>	<b>2,915</b>
GASTOS DE DISTRIBUCION Y VENTA	2,410	2,265	2,226	2,487	1,166	1,360
GASTOS DE ADMINISTRACION	2,414	2,582	1,877	1,956	1,365	1,555
<b>UTILIDAD DE OPERACIÓN</b>	<b>3,361</b>	<b>3,254</b>	<b>2,839</b>	<b>2,655</b>	<b>1,338</b>	<b>1,351</b>
INVERSION EN GASTOS	-	17	-	-	3	3
GASTOS FINANCIEROS	1,467	1,258	1,342	1,360	696	664
OPERACIONES NO RECURRENTES	-	-	-471	-	-	-
OTROS INGRESOS (GASTOS) NETOS	-198	-353	-346	-56	27	11
<b>UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>1,696</b>	<b>1,626</b>	<b>680</b>	<b>1,238</b>	<b>666</b>	<b>696</b>

OPERACIONES NO RECURRENTE COVID-19	-	-	-	-	16	9
IMPUESTO CONTRIBUCIÓN ESPECIAL	33	29	-	-	-	-
IMPUESTO SOBRE LA RENTA	279	251	7	146	125	184
<b>UTILIDAD NETA</b>	<b>1,385</b>	<b>1,345</b>	<b>673</b>	<b>1,092</b>	<b>525</b>	<b>502</b>

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

#### INDICADORES FINANCIEROS

COMPONENTE	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	jun-21	jun-22
<b>LIQUIDEZ</b>						
LIQUIDEZ GENERAL	2.56	2.69	3.30	3.21	3.38	2.11
LIQUIDEZ ÁCIDA (SIN INVENTARIOS)	1.77	2.02	2.68	1.88	2.67	1.26
CAPITAL DE TRABAJO SIMPLE	14,073	15,754	19,029	17,494	18,264	14,445
<b>RENTABILIDAD</b>						
MARGEN BRUTO	22.3%	22.2%	21.2%	17.2%	21.4%	17.1%
MARGEN OPERATIVO	9.2%	8.9%	8.7%	6.4%	7.4%	5.4%
MARGEN NETO SOBRE VENTAS	3.8%	3.7%	2.1%	2.6%	2.9%	2.0%
ROE (12 MESES)	6.9%	6.3%	3.4%	5.2%	2.5%	4.9%
ROA (12 MESES)	3.9%	3.6%	1.7%	2.8%	1.4%	1.2%
EBITDA (12 MESES)	4,004	4,032	3,627	3,449	3,759	3,512
<b>EFICIENCIA</b>						
GASTOS OPERACIONALES/INGRESOS DE OPERACIÓN	13.2%	13.3%	12.5%	10.7%	14.0%	11.7%
MARGEN BRUTO/GASTOS DE OPERACIÓN (VECES)	1.70	1.67	1.69	1.60	1.53	1.46
<b>SOLVENCIA Y COBERTURA</b>						
RAZÓN DE ENDEUDAMIENTO	0.44	0.43	0.50	0.45	0.47	0.46
DEUDA TOTAL A PATRIMONIO - VECES	0.78	0.76	0.98	0.82	0.88	0.87
DEUDA FINANCIERA A PATRIMONIO - VECES	0.67	0.61	0.86	0.73	0.79	0.79
ACTIVOS/PATRIMONIO	1.78	1.76	1.98	1.82	1.88	1.87
PATRIMONIO A ACTIVO TOTAL	56.1%	56.9%	50.4%	55.0%	53.2%	53.5%
COBERTURA 1: MARGEN OPERACIONAL/GASTOS FINANCIEROS	2.29	2.59	2.12	1.95	1.92	2.04
COBERTURA 2: EBITDA/INTERESES	2.73	3.20	2.70	2.53	2.53	2.75
DEUDA /EBITDA (12 MESES)	3.33	3.23	4.75	4.50	4.29	4.88
<b>INDICADORES DE ACTIVIDAD</b>						
ROTACIÓN CUENTAS POR COBRAR (VECES)	3.86	2.82	2.64	3.39	2.66	2.18
DÍAS DE RECUPERACIÓN DE CUENTAS POR COBRAR	95	129	138	108	137	167
ROTACIÓN DE ACTIVOS (VECES)	1.25	1.01	0.84	1.06	0.82	0.64
ROTACIÓN DE INVENTARIOS (VECES)	7.0	5.9	5.6	5.6	5.7	2.8
DÍAS DE INVENTARIOS	52	62	66	65	64	132
ROTACIÓN DE CUENTAS POR PAGAR	17	20	19	28	11	17
DÍAS DE PAGO CUENTAS POR PAGAR	21	19	19	13	32	21
CICLO OPERATIVO	147	192	204	172	201	299
CICLO DE CONVERSIÓN DEL EFECTIVO	126	173	185	159	168	278

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

#### Fondo de Titularización

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

COMPONENTE	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	jun-21	jun-22
BANCOS	191	204	212	196	199	206
CARTERA DE INVERSIONES	220	220	220	743	481	1,004
ACTIVOS EN TITULARIZACIÓN	1,722	1,722	1,722	1,722	1,722	1,722
RENDIMIENTOS POR COBRAR	0	0	0	1	0	1
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	2,133	2,147	2,154	2,662	2,403	2,934
ACTIVOS EN TITULARIZACIÓN LARGO PLAZO	6,746	5,024	3,301	1,579	2,440	718
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	6,746	5,024	3,301	1,579	2,440	718
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>8,879</b>	<b>7,170</b>	<b>5,455</b>	<b>4,241</b>	<b>4,843</b>	<b>3,652</b>
HONORARIOS PROFESIONALES POR PAGAR	-	12	-	-	-	6
OBLIGACIONES POR TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS-CORTO PLAZO	971	1,036	593	634	613	655
IMPUESTOS Y RETENCIONES POR PAGAR	0	0	0	0	0	0
<b>TOTAL PASIVO CORRIENTE</b>	<b>971</b>	<b>1,048</b>	<b>593</b>	<b>634</b>	<b>613</b>	<b>661</b>
OBLIGACIONES POR TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS-LARGO PLAZO	4,407	3,381	2,796	2,168	2,487	1,837
INGRESOS DIFERIDOS	3,246	2,483	1,786	1,167	1,472	873
<b>TOTAL PASIVO NO CORRIENTE</b>	<b>7,653</b>	<b>5,864</b>	<b>4,582</b>	<b>3,335</b>	<b>3,959</b>	<b>2,710</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>8,624</b>	<b>6,912</b>	<b>5,175</b>	<b>3,969</b>	<b>4,571</b>	<b>3,371</b>
RESERVAS DE EXCEDENTES ANTERIORES	25	25	25	25	25	25
EXCEDENTES DEL EJERCICIO	10	14	35	27	27	35
APORTES ADICIONALES	220	220	220	220	220	220
TOTAL EXCEDENTE ACUMULADO DEL FONDO DE TITULARIZACIÓN	255	259	280	272	272	280
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>8,879</b>	<b>7,170</b>	<b>5,455</b>	<b>4,241</b>	<b>4,843</b>	<b>3,652</b>
<b>GARANTÍAS RECIBIDAS</b>	<b>11,296</b>	<b>11,152</b>	<b>10,997</b>	<b>10,909</b>	<b>10,997</b>	<b>10,909</b>
<b>RESPONSABILIDAD POR GARANTÍAS RECIBIDAS</b>	<b>11,296</b>	<b>11,152</b>	<b>10,997</b>	<b>10,909</b>	<b>10,997</b>	<b>10,909</b>

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

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

COMPONENTE	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	jun-21	jun-22
<b>INGRESOS</b>	-	-	-	-	-	-
INGRESOS DE OPERACIÓN Y ADMINISTRACIÓN	792	763	697	619	314	294
INGRESOS POR INVERSIONES	8	8	8	17	6	17
<b>TOTAL INGRESOS</b>	<b>800</b>	<b>772</b>	<b>704</b>	<b>637</b>	<b>321</b>	<b>311</b>
<b>EGRESOS</b>	-	-	-	-	-	-
POR ADMINISTRACIÓN Y CUSTODIA	2	2	31	25	13	11
POR CLASIFICACIÓN DE RIESGO	24	24	-	12	6	6
POR AUDITORÍA EXTERNA Y FISCAL	3	4	3	4	2	2

POR PAGO DE SERVICIO DE LA DEUDA	0	0	0	0	0	0
POR SERVICIOS DE VALUACIÓN	-	7	7	-	-	4
POR HONRARIOS PROFESIONALES	-	-	21	21	3	3
<b>TOTAL GASTOS DE ADMINISTRACIÓN Y OPERACIÓN</b>	<b>29</b>	<b>36</b>	<b>63</b>	<b>62</b>	<b>24</b>	<b>25</b>
<b>GASTOS FINANCIEROS</b>	<b>402</b>	<b>339</b>	<b>272</b>	<b>217</b>	<b>113</b>	<b>92</b>
INTERESES VALORES TITULARIZACIÓN	402	339	272	217	113	92
OTROS GASTOS	-	-	-	-	-	-
OTROS GASTOS	70	63	4	4	2	-
<b>TOTAL GASTOS</b>	<b>501</b>	<b>438</b>	<b>340</b>	<b>283</b>	<b>139</b>	<b>117</b>
EXCEDENTE DEL EJERCICIO	300	333	365	353	182	194
REMANENTES DEVUELTOS AL ORIGINADOR	-289	-320	-329	-326	-155	-158
<b>EXCEDENTE DEL EJERCICIO</b>	<b>10</b>	<b>14</b>	<b>35</b>	<b>27</b>	<b>27</b>	<b>35</b>

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

CESIONES MENSUALES (US\$)							
Cuota	Cesión	Cuota	Cesión	Cuota	Cesión	Cuota	Cesión
1	130,000	31	135,252	61	143,531	91	143,531
2	130,000	32	135,252	62	143,531	92	143,531
3	130,000	33	135,252	63	143,531	93	143,531
4	130,000	34	135,252	64	143,531	94	143,531
5	130,000	35	135,252	65	143,531	95	143,531
6	130,000	36	135,252	66	143,531	96	143,531
7	130,000	37	137,957	67	143,531	97	143,531
8	130,000	38	137,957	68	143,531	98	143,531
9	130,000	39	137,957	69	143,531	99	143,531
10	130,000	40	137,957	70	143,531	100	143,531
11	130,000	41	137,957	71	143,531	101	143,531
12	130,000	42	137,957	72	143,531	102	143,531
13	132,600	43	137,957	73	143,531	103	143,531
14	132,600	44	137,957	74	143,531	104	143,531
15	132,600	45	137,957	75	143,531	105	143,531
16	132,600	46	137,957	76	143,531	106	143,531
17	132,600	47	137,957	77	143,531	107	143,531
18	132,600	48	137,957	78	143,531	108	143,531
19	132,600	49	140,716	79	143,531	109	143,531
20	132,600	50	140,716	80	143,531	110	143,531
21	132,600	51	140,716	81	143,531	111	143,531
22	132,600	52	140,716	82	143,531	112	143,531
23	132,600	53	140,716	83	143,531	113	143,531
24	132,600	54	140,716	84	143,531	114	143,531
25	135,252	55	140,716	85	143,531	115	143,531
26	135,252	56	140,716	86	143,531	116	143,531
27	135,252	57	140,716	87	143,531	117	143,531
28	135,252	58	140,716	88	143,531	118	143,531
29	135,252	59	140,716	89	143,531	119	143,531
30	135,252	60	140,716	90	143,531	120	143,531
						<b>Total:</b>	<b>US\$16,730,132.64</b>

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

## Nota sobre información empleada para el análisis

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

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