

FONDO DE TITULARIZACIÓN RICORP TITULARIZADORA INMOBILIARIA MESOAMERICANA 01
VALORES DE TITULARIZACIÓN

Con Estados Financieros no auditados al 30 de junio de 2017	Fecha de Comité: 26 de octubre de 2017	
Comité Ordinario N° 47/2017	San Salvador, El Salvador	
Wilfredo Vásquez / Analista Titular	(503) 2266-9471	wvasquez@ratingspcr.com
Juan Fernando Díaz / Analista Soporte	(502) 6635-2166	jfdiaz@ratingspcr.com

Aspecto o Instrumento Clasificado ¹	Clasificación	Perspectiva
Valores de Titularización RICORP Titularizadora Inmobiliaria Mesoamericana 01		
Tramo 1	AA-	Estable
Tramo 2	AA-	Estable

Significado de la Clasificación

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 riesgo² 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 la misma, por lo que no nos hacemos responsables por algún error u omisión por el uso de dicha información. Las clasificaciones de PCR constituyen una opinión sobre la calidad crediticia y no son recomendaciones de compra y venta de estos instrumentos".

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

Racionalidad

En Comité Ordinario de clasificación de riesgo, PCR ratificó por unanimidad la clasificación de "AA-" al tramo 1 y 2 de los Valores de Titularización RICORP Titularizadora Inmobiliaria Mesoamericana 01.

La clasificación se fundamenta en la alta capacidad de pago del Fondo debido al aumento en el nivel de ingresos de Cartonera Centroamericana (CARSA), principal fuente de ingresos del Originador, los cuales son suficientes para cumplir con las obligaciones del Fondo. Adicionalmente, la emisión cuenta con adecuados respaldos legales y financieros que mitigan el riesgo de incumplimiento.

Perspectiva

Estable

Resumen Ejecutivo

Los fundamentos sobre los que se basa la calificación son los siguientes:

- **Incremento en los Ingresos del Originador.** Al 30 de junio de 2017, los ingresos totales de CARSA alcanzaron un incremento de 9.55% respecto a junio de 2016, como resultado de nuevos clientes en la región centroamericana. Lo anterior permitió una cobertura sobre cuota de Arrendamiento al período en estudio en 4.86 veces en línea a las proyecciones conservadoras.

¹ Metodología de clasificación de riesgo de deuda titulizada.

² 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.

- **Obligaciones contractuales del Fondo.** Como fuente primaria de los ingresos del originador, Cartonera Centroamericana muestra una capacidad adecuada para cumplir con sus obligaciones y administrar los recursos. La cobertura de sus gastos totales mínima durante la vigencia de la emisión es de 1.32 veces y con un promedio de 1.40 veces. A junio de 2017, el indicador cumple con las métricas establecidas para el Fondo, resultando en 1.41 veces.
- **Cumplimiento de resguardos financieros de parte de Cartonera Centroamericana.** De igual manera, la compañía arrendataria se compromete a mantener una serie de coberturas financieras durante la vigencia de la emisión. A junio de 2017, CARSA cumple con los resguardos establecidos en el contrato del Fondo y son suficientes para garantizar el adecuado funcionamiento de la emisión.
- **Establecimiento de un usufructo a favor del Fondo de Titularización, de los activos del originador que mitigan el riesgo de la emisión.** El usufructo se gestionó en conjunto con el representante de los tenedores de valores, por un plazo de diez años o mientras existan obligaciones a cargo del Fondo a favor de los tenedores. La emisión de los valores de titularización cuenta con 2 garantías específicas: una fianza solidaria de parte de Cartonera Centroamericana por un máximo del 15% del total de capital adeudado y prenda sobre las cuentas por cobrar de Cartonera Centroamericana de clientes clase "A", por un monto total de US\$600 miles, a junio de 2017 la cartera con dicha categoría de riesgo resultó mayor US1.02 millones.

Resumen de la Estructura de Titularización

Cuadro 1: Datos básicos de la emisión.	
Emisor	: Fondo de Titularización Ricorp Titularizadora Inmobiliaria Mesoamericana 01.
Originador	: Inmobiliaria Mesoamericana Sociedad Anónima de Capital Variable, que puede abreviarse Inmobiliaria Mesoamericana, S.A. de C.V.
Emisión	: Valores de Titularización – Títulos de Deuda con cargo al Fondo de Titularización – Ricorp Titularizadora – Inmobiliaria Mesoamericana 01, cuya abreviación es VTRTIME 01.
Sociedad de Titularización	: Ricorp Titularizadora, S.A. (en adelante también referida como la Titularizadora).
Clase de Valor	: Valores de Titularización - Título de Deuda con cargo al Fondo de Titularización – Ricorp Titularizadora – Inmobiliaria Mesoamericana 01, representados por anotaciones electrónicas de valores en cuenta.
Monto de la Emisión	: Hasta US\$9,300,000.00
Plazo de la Emisión	: El plazo de la emisión de Valores de Titularización – Títulos de Deuda, representados por anotaciones electrónicas de valores en cuenta, cuenta un plazo de hasta 120 meses, contados a partir de la fecha de colocación (20 de diciembre de 2013).
Respaldo de la Emisión	: El pago de los Valores de Titularización se encuentra únicamente respaldado por el patrimonio del Fondo de Titularización, constituido como un patrimonio independiente del patrimonio del Originador y de la Titularizadora. El Fondo de Titularización es constituido con el propósito principal de generar los pagos de esta Emisión, sirviéndose de la adquisición de los derechos, definidos previamente en la característica "Destino de los fondos de la emisión".
Garantías de la Emisión	: (i) Constitución de usufructo. El Representante de los Tenedores de Valores, constituyó el usufructo, a título gratuito y por el plazo de diez años o mientras existan obligaciones a cargo del Fondo de Titularización y a favor de los Tenedores de los Valores emitidos con cargo al mismo, a favor de Ricorp Titularizadora, S.A. en su calidad de administradora del Fondo de Titularización, sobre los bienes arrendados. (ii) Fianza Solidaria: Cartonera Centroamericana, S.A. de C.V. otorgó fianza solidaria, a efecto de garantizar todas y cada una de las obligaciones que adquirió el Fondo FTRTIME Cero Uno hacia los Tenedores de Valores emitidos con cargo al mismo. La fianza solidaria fue otorgada a favor los Tenedores de Valores por medio del Representante de los Tenedores de Valores, hasta por la cantidad equivalente en cada

		<p>inicio de año al 15% del saldo de capital de la emisión, cantidad que inicialmente equivale a US\$1,395,000.00.</p> <p>(iii) Prenda sobre cuentas por cobrar de Cartonera Centroamericana: En razón de la cesión de derechos del Contrato de Arrendamiento, el Originador cedió el derecho que Cartonera Centroamericana le otorgó de una prenda sin desplazamiento sobre cuentas por cobrar a clientes clase "A" por un monto de US\$600,000 dólares de los Estados Unidos de América.</p>
Mecanismos de Cobertura	:	<p>(iv) Cuenta Restringida: se tiene acumulado un saldo mínimo de US\$219,853.76; equivalentes a dos cuotas de cesión.</p> <p>(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.</p> <p>(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.</p> <p>(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.</p> <p>(viii) Cesión de beneficios de póliza de seguro contra todo riesgo sobre construcciones, mobiliario y equipo. Cesión de beneficios de póliza de seguro contra todo riesgo sobre construcciones, mobiliario y equipo, a favor de la Arrendataria, o a cualquier tercero a quien los derechos del contrato de arrendamiento operativo le hayan sido legalmente cedidos, hasta por US\$12,337,290.30.</p>
Negociabilidad	:	<p>La negociación de los tramos de oferta pública se efectuó en la Bolsa de Valores de El Salvador, por intermediación de las Casas Corredores de Bolsa, en las sesiones de negociación que se realizaron en la Bolsa de Valores de El Salvador.</p>
Custodia y Depósito:	:	<p>La Emisión de Valores de Titularización, representada por anotaciones electrónicas de valores en cuenta, se encuentra depositada en los registros electrónicos que lleva CEDEVAL, para lo cual fue necesario presentarle el Contrato de Titularización y la certificación del asiento registral que emitió la Superintendencia del Sistema Financiero, a la que se refiere el párrafo final del artículo treinta y cinco de la Ley de Anotaciones Electrónicas de Valores en cuenta.</p>
Redención anticipada	:	<p>A partir del quinto año de la emisión, los Valores de Titularización podrán ser redimidos total o parcialmente en forma anticipada, a un precio igual al que sea mayor entre: (1) el 100% del principal vigente de los títulos a redimir más sus intereses devengados y no pagados; o (2) la suma del valor presente de los pagos futuros de principal e intereses restantes hasta el vencimiento de la emisión descontados a la fecha de redención a la tasa aplicable de los Bonos del Tesoro de Estados Unidos de América de 5 años más 200 puntos básicos, más intereses devengados y no pagados; con un pre aviso mínimo de 90 días de anticipación el cual será comunicado a la Superintendencia del Sistema Financiero, a la Bolsa de Valores de El Salvador, a CEDEVAL y al Representante de Tenedores.</p>

Destino de los fondos de la emisión:	:	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.
Destino de los fondos obtenidos de la cesión de derechos sobre flujos financieros futuros:	:	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.

Fuente: RICORP Titularizadora / Elaboración: PCR

Instrumentos calificados

Las características de los instrumentos clasificados son:

Cuadro 2: Detalle de la Emisión	
Denominación del Tramo	FTRTIME 01
Monto del Tramo	US\$9.3 millones de dólares norteamericanos.
Plazo de la emisión	Hasta 120 meses
Tasa de Interés	Tramo 1: 7.00%. Tramo 2: 6.50% Las Tasas de Interés serán fijas por la totalidad del plazo.
Periodicidad de Pago de Intereses	Mensual

Fuente: RICORP Titularizadora / Elaboración: PCR

El monto de la emisión es por la suma de US\$9.3 millones, con un plazo de hasta ciento veinte (120) meses. La negociación de la emisión se realizó por medio de una oferta pública mediante la Bolsa de Valores de El Salvador y por intermediación de las Casas de Corredores de Bolsa. El plazo de la negociación de los Valores de Titularización será de ciento ochenta (180) días contados a partir de la fecha de la primera oferta pública, para colocar el 75% de la misma.

La forma de pago del capital es mensual, sin período de gracia y en cuotas. Los intereses se pagarán de forma mensual. Tanto capital e intereses serán pagaderos a través del procedimiento establecido por CEDEVAL.

Los ingresos recibidos por la colocación de los Valores de Titularización por el Fondo de Titularización (FTRTIME 01) fueron invertidos por la Sociedad Titularizadora con cargo al Fondo de Titularización, en la adquisición del Contrato de Arrendamiento, cuya tradición se efectuó por medio del Contrato de Cesión y Administración de Derechos, y que incluye los derechos que como arrendante le corresponden al Originador sobre el Contrato de Arrendamiento, el cual incluye el derecho a percibir los cánones mensuales provenientes del arrendamiento bienes inmuebles y maquinaria, entre otros derechos.

Características de los Tramos

Se han colocado dos tramos de la emisión, por un valor total de US\$9.3 millones, descritos a continuación:

Cuadro 3: Características de los Tramos					
Estado	Denominación del Tramo	Monto del Tramo	Plazo de la Emisión	Fecha de colocación	Tasa a Pagar
Emitido	Tramo 1	US\$ 6,510,000	120 meses	29 / 05 / 2013	7.00%
Emitido	Tramo 2	US\$ 2,790,000	84 meses	29 / 05 / 2013	6.50%

Fuente: RICORP Titularizadora / Elaboración: PCR

Contrato de Cesión de Derechos de Flujos Futuros

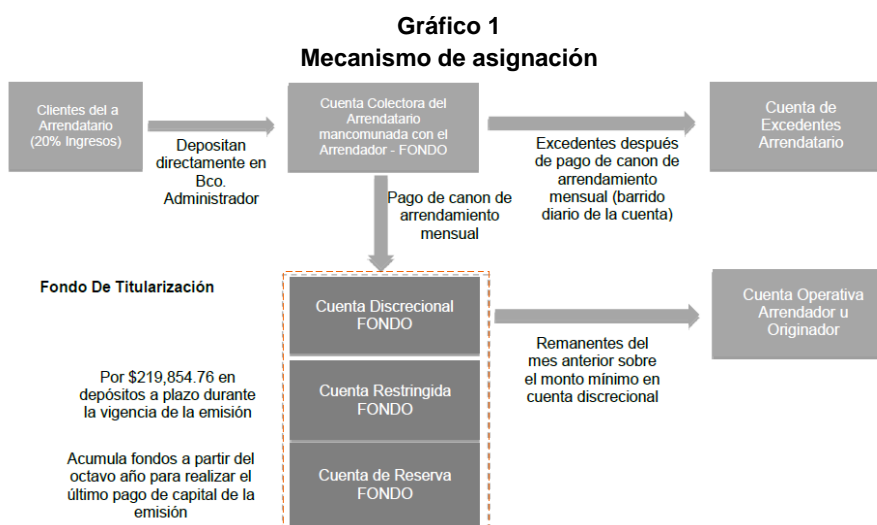
Mediante escritura pública de contrato de cesión y administración, el originador cedió de manera irrevocable, a título oneroso e hizo la tradición a Ricorp Titularizadora, S.A., en su calidad de administradora del Fondo FTRTIME 01, de todos los derechos sobre los flujos financieros futuros de una porción correspondiente a los primeros ingresos percibidos mensualmente por parte del originador, descritos en el apartado anterior, hasta un monto de US\$130,000 con un crecimiento anual del 2% durante los próximos 5 años.

Contrato de Cesión

La cesión del Contrato de Arrendamiento Operativo se realizó mediante Escritura Pública, a título oneroso, y se efectuó la tradición de dominio a la Titularizadora, como administradora del Fondo de Titularización – Ricorp Titularizadora – Inmobiliaria Mesoamericana 01, de los derechos que como arrendante le corresponden, a partir del día uno de cada mes, hasta completar el monto de cada una de las 120 mensualidades cedidas. La suma del total de las 120 cuotas cedidas equivalen a US\$16,730,132.64

Descripción de los Flujos Futuros

Los flujos financieros provenientes de los cánones de arrendamiento a ser recibidos por la Titularizadora con cargo al Fondo de Titularización – Ricorp Titularizadora – Inmobiliaria Mesoamericana 01 se utilizan para: a) el pago de obligaciones a favor de los tenedores de valores; b) pagar las comisiones a la Sociedad Titularizadora; y c) cancelar el saldo de costos y gastos adeudados a terceros. Cualquier remanente que existiere después de cumplir con las obligaciones antes mencionadas se devuelve al Originador conforme a lo establecido en la Relación de Pagos del Contrato de Titularización.



Fuente: RICORP Titularizadora / Elaboración: PCR

Dictamen de Valuación de los Flujos Financieros Futuros

En cumplimiento a lo establecido en el artículo cincuenta y uno de la Ley de Titularización de Activos, los flujos financieros futuros de la emisión, fueron sometidos al dictamen de la firma de 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 de los Estados Unidos de América.

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.

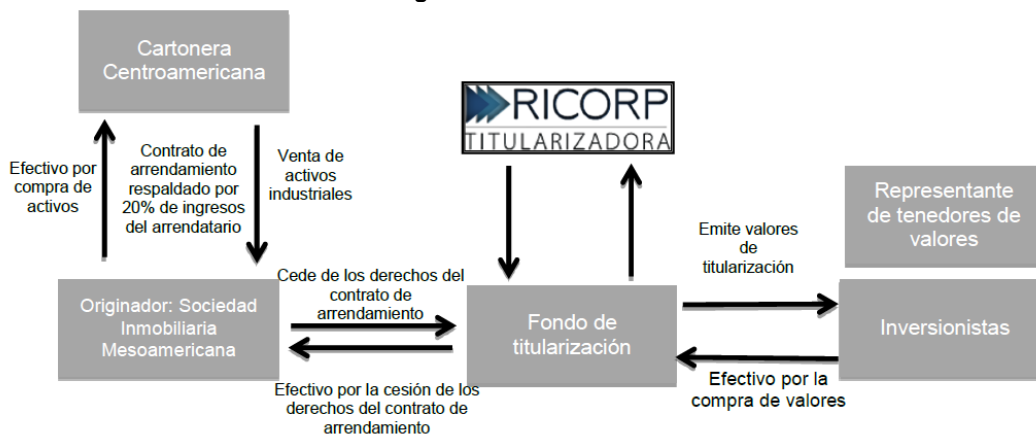
Todo pago se hará por la Titularizadora, con cargo al Fondo de Titularización, a través de la cuenta de depósito bancaria denominada Cuenta Discrecional, en cada fecha de pago en el siguiente orden:

- Primero, se pagarán las obligaciones a favor de los Tenedores de Valores.
- Segundo, las comisiones a la Titularizadora.
- Tercero, el saldo de costos y gastos adeudados a terceros, de conformidad a lo previsto en el presente Contrato.
- Cuarto, abonar a la Cuenta de Reserva las cantidades correspondientes para la acumulación de fondos para el pago de capital al vencimiento de la Emisión.
- Quinto, cualquier Remanente generado durante el mes, de conformidad a las definiciones establecidas en el Contrato de Titularización, se devolverá al Originador en el mes siguiente.

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:

1. En primer lugar, el pago de Deuda Tributaria;
2. En segundo lugar, se le pagarán las obligaciones a favor de Tenedores de Valores emitidos con cargo al Fondo FTRTIME Cero Uno;
3. En tercer lugar, se imputará a otros saldos adeudados a terceros;
4. En cuarto lugar, se pagarán las Comisiones de gestión a favor de la Titularizadora; y
5. En quinto lugar, cualquier excedente se devolverá al Originador.

Gráfico 2
Diagrama de la Estructura



Fuente: RICORP Titularizadora / Elaboración: PCR

Caducidad del plazo de la emisión

El plazo del contrato caducará, a discreción de la Arrendante o de su cesionario, y sin responsabilidad alguna para ella, sin perjuicio de lo establecido en la cláusula romano II del contrato del arrendamiento, en los siguientes casos:

- Falta de pago de uno o más cánones consecutivos de arrendamiento.
- Incumplimiento por parte de la Arrendataria.
- Cualquiera de las obligaciones que adquiere por medio del mismo contrato.
- Ocuparse los Bienes Arrendados para un objeto ilícito.
- Existencia de causales sobrevinientes que, a juicio prudencial de la Arrendante o de su cesionario, pueda afectar negativamente la reputación o imagen de las Partes.

- Cuando a pesar de haber recurrido al plazo de regularización, no se hubieran regularizado los mismos establecidos en el contrato de arrendamiento (contando con 6 meses luego del incumplimiento en las razones financieras).

Cabe señalar, luego de finalizado el plazo establecido del contrato de arrendamiento operativo (10 años) o de cualquiera de sus prórrogas, la Arrendataria no tendrá opción de compra de los activos arrendados bajo algún término o condiciones preestablecidas, permaneciendo la propiedad de los activos a favor del Arrendante.

Al ocurrir cualquiera de las causales de caducidad que se establezcan en el Contrato de Cesión y Administración de Derechos, el Originador procederá a enterar a la Titularizadora la cantidad que haga falta para completar el saldo que se encuentre pendiente de pago, a la fecha de ocurrir la causal de caducidad de que se trate, hasta la suma de US\$16,730,132.64, en concepto del valor total que como contraprestación deba ser pagado a la Titularizadora, en los términos que se establecieron en el referido contrato; esta última deberá notificar dicha situación de manera inmediata al Representante de los Tenedores a efecto de que este convoque de inmediato a una Junta General Extraordinaria de Tenedores y de acuerdo a lo establecido en el literal c) del artículo 66 de la Ley de Titularización de Activos, considere acordar la liquidación del Fondo de Titularización, caducando de esta manera el plazo de la presente Emisión. En este caso, la Titularizadora deberá proceder a enterar de inmediato a los Tenedores de Valores la totalidad correspondiente de las sumas de dinero que en virtud de lo anterior le hayan sido entregadas por el Originador hasta el pago total del saldo insoluto de capital e intereses acumulados por los valores emitidos.

Lo anterior deberá ser notificado por la Titularizadora y el Representante de los Tenedores de manera inmediata a la Bolsa de Valores de El Salvador y a la Superintendencia del Sistema Financiero. En el caso de presentarse alguno de los casos de caducidad, corresponderá al Representante de los Tenedores convocar a una Junta General de Tenedores a fin de informarlos de la situación e iniciar las acciones correspondientes.

Procedimiento en Caso de Mora

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 convoque 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.

Resguardos Financieros

Durante todo el proceso de titularización y mientras existan obligaciones a cargo del Fondo de Titularización en virtud del Contrato de Titularización, la *Sociedad Inmobiliaria Mesoamericana* se obliga a mantener las siguientes razones financieras dentro de los parámetros indicados, como se detalla a continuación:

- **La relación EBITDA entre Gastos Financieros Netos.** La EBITDA se entenderá como la Utilidad antes de Gastos Financieros, Impuesto sobre la renta, Depreciación y Amortización y otros ingresos y gastos no recurrentes de los últimos doce meses. Los Gastos Financieros Netos comprenden: los pagos de interés por préstamos bancarios, interés por emisiones de deuda bursátil, pagos de intereses por préstamos de empresas relacionadas que hayan sido contractualmente acordados y la porción de intereses de arrendamientos financieros y gasto de intereses por deudas emitidas por fondos de titularización donde la empresa sea originador directo; menos ingresos financieros por pagos de intereses por préstamos a terceros o empresas relacionadas que hayan sido contractualmente acordados de los últimos doce meses. El cálculo de esta razón financiera se realizará trimestralmente, a partir de estados financieros trimestrales, a más tardar veinte días después del cierre de cada trimestre, excepto en diciembre cuyo cálculo se realizará con estados financieros auditados a más tardar el treinta de marzo del año siguiente. A junio de 2017, el ratio resultó de 4.66 veces.

- **Pasivo Ajustado entre Patrimonio.** Para el cálculo de esta razón, el Pasivo Ajustado se entenderá como la suma de cualquier pasivo proveniente de deuda bancaria y bursátil en los estados financieros de la Sociedad Inmobiliaria Mesoamericana, S.A. de C.V. más financiamiento de partes relacionadas, más saldos de capital de arrendamientos financieros, más el saldo de capital de cualquier fondo de titularización donde la empresa sea originador directo menos cualquier saldo en cuentas restringidas o cuentas de reservas de efectivo. El Patrimonio incluye: Capital Social, Reserva Legal, otras Reservas, Superávit por revaluación de activos (en caso que sea depreciable), Utilidades retenidas, y cualquier otra cuenta registrada en las cuentas de Patrimonio. El cálculo esta razón financiera se realizará trimestralmente, a partir de estados financieros trimestrales, a más tardar veinte días después del cierre de cada trimestre, excepto en diciembre cuyo cálculo se realizará con estados financieros auditados a más tardar el treinta de marzo del año siguiente. A junio de 2017, el ratio resultó de 2.07 veces.
- **Pasivo Ajustado entre EBITDA.** Ambos factores como se definen en los apartados anteriores. El cálculo esta razón financiera se realizará trimestralmente, a partir de estados financieros trimestrales, a más tardar veinte días después del cierre de cada trimestre, excepto en diciembre cuyo cálculo se realizará con estados financieros auditados a más tardar el treinta de marzo del año siguiente. A junio de 2017, el ratio resultó de 3.46 veces.

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

Cuadro 4: Razones financieras del originador			
Trimestre	EBITDA entre Gastos Financieros Netos (mínimo)	Pasivo Ajustado entre Patrimonio (máximo)	Pasivo Ajustado entre EBITDA (máximo)
1-4	1.50	8.00	0.00
5-8	1.75	7.00	10.00
9-12	2.00	6.00	8.75
13-16	2.50	5.00	8.00
17-20	2.50	4.00	7.00
21-24	3.00	4.00	7.00
25-28	3.00	4.00	6.00
29-32	3.00	4.00	6.00
33-36	3.00	4.00	6.00
37-40	3.00	4.00	6.00

Fuente: RICORP Titularizadora / Elaboración: PCR

Por otra parte, en el Contrato de Arrendamiento, el originador se compromete a mantener las razones financieras de acuerdo a los conceptos detallados a continuación:

- **Razón entre EBITDA y el servicio de la deuda.** El EBITDA se entenderá como la Utilidad antes de Gastos Financieros, Impuesto sobre la Renta, Depreciación y Amortización y otros ingresos y gastos no recurrentes de los últimos doce meses. El servicio de la deuda comprende la amortización de capital para los próximos doce meses de porción corriente de deuda bancaria a largo plazo, bursátil, préstamos con partes relacionadas, arrendamientos financieros y deudas emitidas por fondos de titularización donde la empresa sea originador directo, más el pago de intereses de los últimos doce meses sobre deuda bancaria, bursátil, préstamos de partes relacionadas, arrendamientos financieros y deudas emitidas por fondos de titularización donde la empresa sea originador directo. A junio de 2017, dicho indicador resultó en 4.10 veces y mayor en 2.5 veces al mínimo establecido (1.60 veces).
- **Deuda entre Patrimonio.** La Deuda se entenderá como la Deuda total bancaria y bursátil incluyendo préstamos bancarios a corto plazo, vencimiento corriente de préstamos bancarios a largo plazo, préstamos bancarios a largo plazo, financiamiento bursátil a corto y largo plazo, más financiamiento de partes relacionadas, más financiamiento a través de arrendamientos financieros, más saldos de capital de deuda emitida por fondos de titularización donde la empresa sea originador directo. A junio de 2017, la razón se calculó en 0.61 veces.
- **Deuda entre EBITDA.** Para el cálculo de esta razón financiera, se entenderá por Deuda la Deuda total bancaria y bursátil incluyendo préstamos bancarios a corto plazo, vencimiento corriente de préstamos bancarios a largo plazo, préstamos bancarios a largo plazo, financiamiento bursátil a corto y largo plazo, más financiamiento de partes relacionadas, más

financiamiento a través de arrendamientos financieros, más saldos de capital de deuda emitida por fondos de titularización donde la empresa sea originador directo. A junio de 2017, fue de 3.16 veces.

- **Utilidad Bruta entre Gastos de operación.** Para el cálculo de esta razón financiera, se entenderá por Utilidad Bruta los ingresos por ventas netas de comisiones, descuentos y bonificaciones, más otros ingresos de operación menos el costo de ventas de los últimos doce meses, excluyendo el gasto depreciación de activos. Los Gastos de Operación incluyen los gastos de administración, gastos de distribución y venta incluyendo cualquier gasto por renta o arrendamiento contractual de los últimos doce meses, excluyendo gastos por depreciación de activos. A junio de 2017, la razón financiera resultó en 1.84 veces.
- **Cuentas por cobrar relacionadas entre Patrimonio.** Para el cálculo de esta razón se considerarán las cuentas por cobrar a compañías relacionadas a corto y largo plazo. Se entenderá como Patrimonio el Capital Social, la Reserva Legal, otras Reservas, el Superávit por revaluación de activos (en caso que sea depreciable), las Utilidades retenidas y cualquier otra cuenta registrada en las cuentas de Patrimonio. A junio de 2017 el indicador resultó de 0.34 veces.

Las principales características del contrato de arrendamiento menciona se detallan en el cuadro siguiente:

Cuadro 5: Características del contrato de arrendamiento	
Arrendador	Sociedad Inmobiliaria Mesoamericana S.A. de C.V.
Arrendatario	Cartonera Centroamericana S.A. de C.V.
Activos Arrendados	<ul style="list-style-type: none"> • Terrenos y Edificaciones • Maquina Troqueladora Rotativa DRO 1628, con un valor de • Maquina Impresora Flexo Folder G. Midlline 924
Duración del Contrato	10 Años
Garantías y Respaldos	<ul style="list-style-type: none"> • Prenda sin desplazamiento sobre cartera de Cuentas por Cobrar por un monto de \$600,000 • 20% de los ingresos de Cartonera Centroamericana representados por al menos 10 contratos o cuentas de clientes con excelente historial. Los flujos generados por estos clientes no deben bajar de \$450,000 mensuales durante la vida del contrato, Cartonera Centroamericana deberá adicionar clientes para cumplir con esta condición. • Recurso: cuentas en mora o finalizados se sustituyen con nuevas vigentes. Cartonera solo podrá pignorar con terceros hasta un 60% de su cartera comercial de cuentas por cobrar. Por lo tanto dejará libre un 20% de su cartera para respaldar el mecanismo de sustitución • Cumplimiento de covenants por el arrendatario • Cesión de pólizas de seguro sobre los activos arrendados y seguro de lucro cesante

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

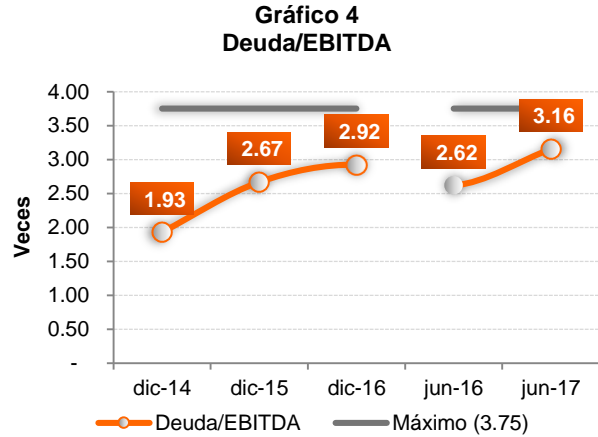
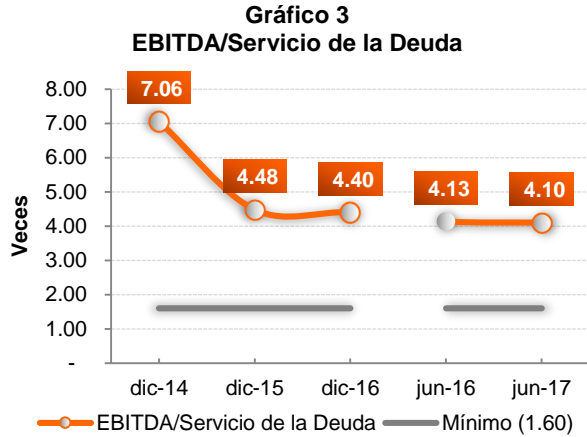
Los parámetros a los que la arrendataria se compromete, se definen a continuación:

Cuadro 6: Razones financieras de la arrendataria					
Trimestre	EBITDA entre Servicio de la Deuda (mínimo)	Deuda entre Patrimonio (máximo)	Deuda entre EBITDA (máximo)	Utilidad Bruta entre Gastos de operación (mínimo)	Cuentas por cobrar relacionadas entre Patrimonio (máximo)
1-4	1.60	0.85	3.75	1.40	0.40
5-8	1.60	0.85	3.75	1.40	0.40
9-12	1.60	0.85	3.75	1.40	0.40
13-16	1.60	0.85	3.75	1.40	0.35
17-20	1.60	0.85	3.25	1.40	0.35

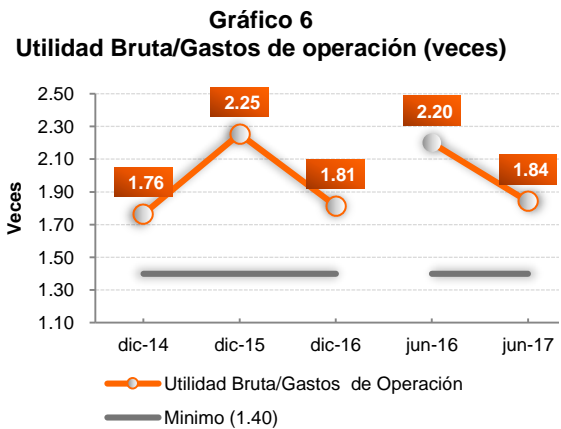
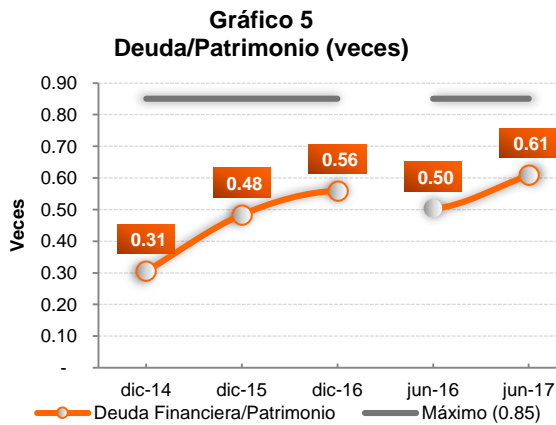
21-24	1.60	0.85	3.25	1.40	0.35
25-28	1.00	0.85	3.25	1.40	0.35
29-32	1.60	0.85	3.25	1.40	0.35
33-36	1.60	0.85	3.25	1.40	0.35
37-40	1.60	0.85	3.25	1.40	0.35

Fuente: RICORP Titularizadora / Elaboración: PCR

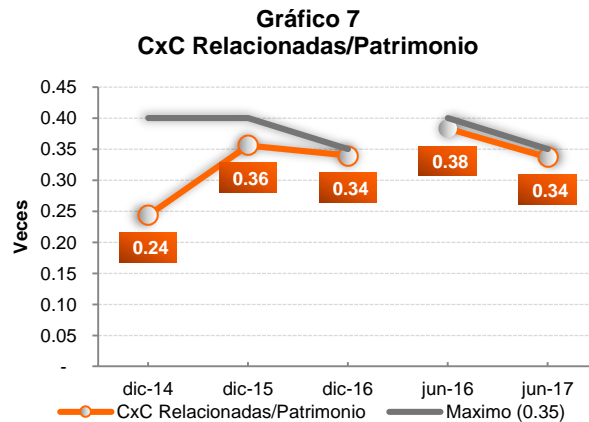
El comportamiento de las razones financieras de Inmobiliaria Mesoamericana se observan en los siguientes gráficos:



Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR



Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR



Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

Cabe señal, al existir incumplimiento de cualquiera de las razones financieras, la Arrendataria contará con diez días hábiles para notificar a la Arrendante de las acciones que tomará para regularizar la

situación, dicha acción tendrá un plazo de seis meses para tomar las acciones necesarias y regularizar las razones financieras con el fin de restablecer el cumplimiento de los parámetros establecidos, de lo contrario se activarán los respectivos mecanismos de aceleración³. Sin perjuicio del mecanismo de respaldo para la transferencia de fondos, la Arrendataria se compromete a autorizar al Banco Administrador, por medio del Convenio de Administración de Cuentas Bancarias, a proceder de la siguiente forma:

Mecanismo acelerado de transferencia de los cánones

A partir de la fecha en que la 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. Por el incumplimiento de cualquiera de las razones financieras, siempre y cuando haya transcurrido el plazo de regularización establecido, por falta de pago de uno o más cánones consecutivos de arrendamiento, por incumplimiento por parte de la Arrendataria de las obligaciones que adquiere en relación a los mecanismos de respaldo y garantía establecidos.

Mecanismo preventivo de transferencia de los cánones.

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 doscientos mil dólares de los Estados Unidos de América 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.

Análisis de la Estructura

Los factores cuantitativos y cualitativos de los derechos sobre los flujos futuros a titularizar, entre los que se 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. En efecto, 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. Es esta posibilidad de deterioro en la generación de nuevos activos la que determina que, en una titularización de derechos sobre flujos futuros, la clasificación de riesgo de la transacción esté fuertemente ligada al desempeño de la entidad que origina los flujos.

El establecimiento del usufructo sobre los activos propiedad de Inmobiliaria Mesoamericana, es uno de los factores que ha permitido una reducción parcial del riesgo, al permitir que estos puedan seguir operando a favor del Fondo, aun cuando el originador o CARSA se vean afectados por un evento particular que les impida seguir operando.

Será responsabilidad del Administrador del Fondo de Titularización, la ejecución y monitoreo de los controles y resguardos financieros, así como el buen funcionamiento del Fondo.

Es importante mencionar, en caso Inmobiliaria Mesoamericana, incumpla algunos de sus indicadores en los plazos estipulados, resultaría en cumplir la condición resolutoria⁴ al suceder cualquiera de los

³ Contrato de titularización

⁴ El Fondo de Titularización se encuentra sujeta a condición resolutoria de acuerdo a lo establecido en los artículos mil trescientos cincuenta y mil trescientos cincuenta y ocho del Código Civil.

siguientes supuestos: a) Si los Valores de Titularización no puedan colocarse en el mercado bursátil de conformidad con el artículo setenta y seis de la Ley de Titularización de Activos y el Contrato de Titularización antes relacionado; b) Si el Representante de los Tenedores no otorga la certificación de integración del Fondo de Titularización de conformidad a la Ley de Titularización de Activos y el Contrato de Titularización, dentro del plazo establecido para tal efecto en dicha Ley; c) Si, producto de la disolución y liquidación de la Cesionaria, no se haya podido trasladar la administración del Fondo de Titularización a otra titularizadora; d) Si el Cedente incumple con las obligaciones establecidas en el presente contrato y que determine la Ley de Titularización de Activos; e) Si sobre los ingresos percibidos por la Cedente en virtud del Contrato de Arrendamiento, ahora cedidos a la Cesionaria, recayere embargo u otra medida cautelar impuesta por acciones de terceros sobre los mismos; f) Si en cualquier momento, la Administración o la Junta Directiva de la Cedente resolviera modificar cualquiera de las condiciones consignadas en este contrato, en el Convenio de Administración de Cuentas que se otorgará entre Cartонера Centroamericana, el Cedente, la Cesionaria y el Banco Administrador, en las Órdenes Irrevocables de Pago o en cualquiera de los acuerdos o documentos que sustentan el otorgamiento de los mismos, o bien, si se adoptaren medidas administrativas o legales que representen un cambio material adverso sobre los derechos que ha adquirido el Fondo de Titularización; g) Si el evento de mora a cargo del Cedente no fuere solventado en los términos que constan en el presente instrumento; h) Si el Cedente grava o hipoteca los bienes objeto del Contrato de Arrendamiento o si constituyere sobre ellos cualquier otro derecho a favor de terceros, sin previa autorización por escrito de la Titularizadora; i) Si luego de hacer uso del plazo de regularización el Cedente no reestablece el cumplimiento de las razones financieras que se detallan en este contrato, específicamente en su cláusula B, numeral 3; j) Si caduca el plazo del contrato de arrendamiento. En caso se cumpliera la condición resolutoria aquí expresada, el Cedente deberá enterar a la Cesionaria, como administrador del Fondo de Titularización, el saldo que a esa fecha se encuentre pendiente de enterar al Fondo de Titularización a los Tenedores de Valores, hasta completar la cantidad de dieciséis millones setecientos treinta mil ciento treinta y dos dólares con sesenta y cuatro centavos de dólar de los Estados Unidos de América.

Perfil de la Titularizadora

Regional Investment Corporation (RICORP), es una empresa de Finanzas Corporativas que surge como iniciativa de la Fundación Bursátil de El Salvador, ante la necesidad de una institución que apoye al desarrollo del Mercado de Capitales, con servicios especializados de asesoría y desarrollo de negocios. Fue fundada en diciembre de 2008 con 117 accionistas.

RICORP Titularizadora, Sociedad Anónima, fue constituida el día 11 de agosto de 2011, la calificación favorable fue otorgada por el Superintendente del Sistema Financiero el 23 de agosto de 2011. La finalidad de RICORP Titularizadora es constituir, integrar y administrar Fondos de Titularización de conformidad con la Ley de Titularización de Activos, y emitir valores con cargo a dichos Fondos.

Accionistas y Junta Directiva

En el siguiente cuadro se detallan los principales accionistas y directivos de RICORP Titularizadora, S.A.:

Cuadro 7: Accionistas	
Accionista	Participación Accionaria
RICORP S.A. de C.V.	99.9999 %
José Carlos Bonilla Larreynaga	0.0001 %
Total	100%

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

Cuadro 8: Junta Directiva	
Director	Cargo
Rolando Arturo Duarte Schlageter	Presidente
Javier Ernesto Simán Dada	Vicepresidente
José Carlos Bonilla Larreynaga	Secretario
Juan Alberto Valiente Álvarez	Propietario
Carlos Lionel Mejía Cabrera	Propietario
Víctor Silhy Zacarías	Propietario
Enrique Borgo Bustamante	Propietario
José Miguel Carbonell Belismelis	Suplente

Francisco Javier Enrique Duarte Schlageter	Suplente
Enrique Oñate Muyschondt	Suplente
Miguel Ángel Simán Dada	Suplente
Manuel Roberto Víztez Valle	Suplente
Ramón Arturo Álvarez López	Suplente
Remo José Bardi Ocaña	Suplente

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

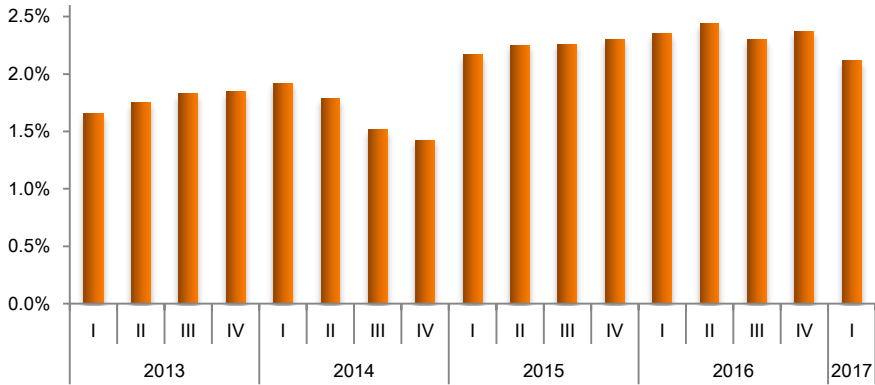
Entorno Económico

Producto Interno Bruto (PIB) e Índice de Volumen de la Actividad Económica (IVAE).

El Producto Interno Bruto a precios constantes registró una variación interanual positiva, pasando de USD 2,550.26 millones en marzo de 2016 a USD 2,609.65 millones en marzo 2017, mayor en USD 59.39 millones. Al cierre del primer trimestre el 2017, el PIB a precios constantes ascendió a 2.33% superior a lo mostrado al mismo período del año anterior. De acuerdo a las perspectivas de crecimiento del BCR⁵, el valor esperado del crecimiento del PIB es 2.5% al cierre de 2017; asimismo, el FMI⁶ mostró una proyección similar de crecimiento del PIB salvadoreño de 2.6% al cierre del año 2017.

Al considerar la participación de cada actividad económica dentro del PIB, la mayor contribución fue dada principalmente por el dinamismo en los rubros de: Comercio, Restaurantes y Hoteles; Agricultura, Caza, Silvicultura y Pesca; Industria Manufacturera y Minas; Transporte, Almacenaje y Comunicaciones; donde su participación global alcanzó el 65.4% del total.

Gráfico 8
Variaciones Anuales PIB Constante a marzo de 2017



Fuente: BCR / Elaboración: PCR

⁵ Proyección realizada por el Banco Central de Reserva de El Salvador, correspondiente a valor esperado dentro del rango 2.1% - 2.6%..

⁶ FMI, Perspectivas de la economía mundial, Abril 2016.

**Cuadro 9: Producto Interno Bruto Anual
Actividades Económicas
A precios constantes de 1990. Porcentajes de variación**

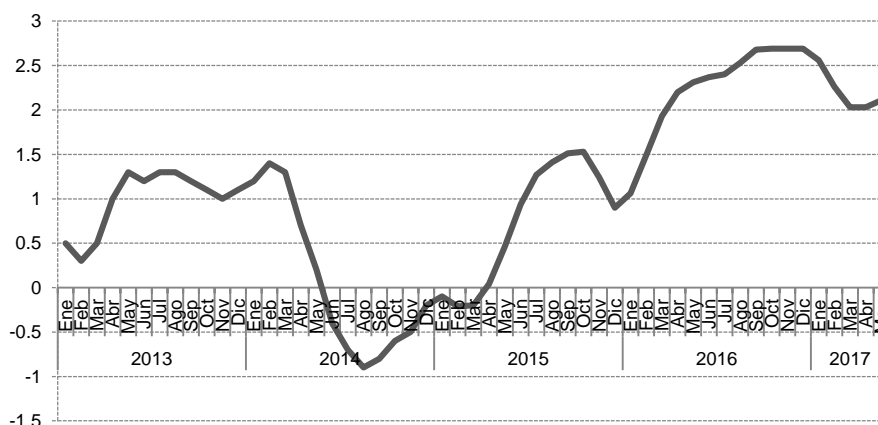
CONCEPTOS	2013	2014	2015	2016	2017
1 Agricultura, Caza, Silvicultura y Pesca	-0.70	1.91	-1.30	2.89	3.18
2 Industria Manufacturera y Minas	3.42	1.13	3.38	2.37	1.47
3 Electricidad Gas y Agua	1.47	2.10	-0.14	0.17	-1.52
4 Construcción	-0.44	-7.51	0.15	1.05	3.11
5 Comercio, Restaurantes y Hoteles	1.14	2.82	2.91	2.07	2.77
6 Transporte, Almacenaje y Comunicaciones	1.33	2.69	1.43	1.74	1.07
7 Establecimientos Financieros y Seguros	3.67	4.04	1.45	0.80	3.14
8 Bienes Inmuebles y Servicios Prestados a las Empresas	3.32	2.51	3.97	3.37	4.63
9 Alquileres de Vivienda	0.82	0.76	0.95	0.93	0.97
10 Servicios Comunales, Sociales, Personales y Domésticos	1.57	6.15	3.20	2.69	4.09
11 Servicios del Gobierno	3.08	2.28	0.29	2.09	1.82
12 Menos: Servicios Bancarios Imputados	2.70	3.05	0.36	1.07	2.65
13 Más: Otros Elementos del PIB	1.43	1.88	4.27	1.98	2.99
PIB a precios constantes al Primer Trimestre de cada año	1.65	1.92	2.17	2.14	2.33

Fuente: Banco central de Reserva / Elaborado: PCR

Los segmentos de mercado que atiende CARSA se encuentran la industria, comercio y agricultura. Los sectores que mostraron un mejor desempeño dentro de los rubros del PIB correspondieron al Comercio, Restaurantes y Hoteles que presentó una variación de 2.77%, de igual forma la Industria Manufacturera que mostró una variación de 1.47% para el primer trimestre de 2017. Por su parte, el sector Agricultura, Caza, Silvicultura y Pesca presentó un mayor desempeño por 3.18%.

El índice del volumen de la actividad económica (IVAE), indicador que no mide el PIB, sino que brinda una señal de la tendencia de corto plazo de las actividades productivas, al mes de mayo de 2017, mostró un crecimiento anual de 2.1% menor al 0.2% registrado el mismo periodo del año 2016.

**Gráfico 9
IVAE: Variaciones Anuales Mayo 2017 (%)**



Fuente: Banco central de Reserva / Elaborado: PCR

Análisis del Originador

Reseña

Inmobiliaria Mesoamericana

Inmobiliaria Mesoamericana S.A. de C.V., es una sociedad salvadoreña que fue constituida en febrero de 2012. Como parte de su finalidad social, Inmobiliaria Mesoamericana S.A. de C.V. se encuentra habilitada para adquirir inmuebles y maquinaria y posteriormente darlos en arrendamiento.

La Actividad Económica es: actividad Inmobiliaria, de bienes raíces, de terrenos, de inmuebles, de casas, de fincas, industrias, granjas y otros, para su compra, venta, arrendamiento, leasing. Comprar, vender, dar en arrendamiento toda clase de bienes muebles, equipos, etc.

A continuación se presenta la estructura accionaria de la sociedad:

Cuadro 10: Nómina de Accionistas		
Nombre	Número de Acciones	Participación Accionaria
Casa de OroQ, S.A.	22,689	99.99%
Ing. José Roberto Rivera Samayoa	1	0.04%
Total Acciones Suscritas y Pagadas	22,690	100%

Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

Directores y Plana Gerencial

La Sociedad es administrada por la Junta Directiva, aprobada en Acta de Junta General de Accionistas número 12 con fecha 19 de septiembre de 2017, quedando conformada por los siguientes miembros:

Cuadro 11: Junta Directiva	
Cargo	Nombre
Presidente	Ing. José Roberto Rivera Samayoa
Vice-presidente	Álvaro Ernesto Guatemala Cortez
Secretario	Lic. Oscar Armando Calderón Arteaga
Director Suplente	Lic. Gustavo Gutiérrez Lorenzana

Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

Inmobiliaria Mesoamericana cuenta con el siguiente personal ejecutivo:

Cuadro 12: Plana Gerencial	
Cargo	Nombre
Gerente General	Ing. José Roberto Rivera Samayoa
Tesorero	Lic. Valeire Herrera

Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

En opinión de PCR, la Compañía cuenta con una Junta Directiva y plana gerencial con experiencia en el sector.

Compañía Relacionada: Cartonera Centroamericana

Producto del análisis efectuado, PCR considera que Cartonera Centroamericana (CARSA) tiene un nivel de desempeño bueno, respecto a sus prácticas de Gobierno Corporativo CARSA fue fundada en Guatemala en 1953 y trasladada a El Salvador en 1959. Con más de 50 años de experiencia, se posiciona como uno de los proveedores más importantes de empaques de material corrugado en el país y la región Centroamericana. Al igual que Inmobiliaria Mesoamericana, CARSA es parte del grupo internacional Sigma Q, que se caracteriza por su excelente infraestructura y maquinaria de calidad mundial y personal con décadas de trayectoria en la industria y dentro del grupo Sigma Q.

A continuación se presenta la estructura accionaria de la sociedad:

Cuadro 13: Nómina de Accionistas		
Nombre	Número de Acciones	Participación Accionaria
Latin American Kraft Inv.	449,880	74.9%
Cajas y Empaque de Guatemala, S.A.	150,000	25.0%
Corporación Sarman, S.A.	120	0.1%
Total Acciones Suscritas y Pagadas	600,000	100%

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

Directores y Plana Gerencial

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

Cuadro 14: Junta Directiva	
Cargo	Nombre
Presidente	Ing. José Roberto Rivera Samayoa
Vice-Presidente	Licda. Carmen Aida Hernández de Meardi
Secretario	Lic. Oscar Armando Calderón Arteaga
Director Suplente	Dr. Rene Francisco Rodríguez Meza
Director Suplente	Tessa Yarhi Ancalmo
Director Suplente	Lic. Gustavo Gutiérrez Lorenzana

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

En opinión de PCR, la Compañía cuenta con una plana gerencial con experiencia en el sector, la cual se detalla a continuación:

Cuadro 15: Plana Gerencial	
Cargo	Nombre
Gerente CARSA	Mauricio Tapias
Gerente Comercial	Ricardo Barba
Gerente Técnico	Rafael Rodríguez
Gerente de Producción	Julián Manzano
Líder de Finanzas	Iván Bernal

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

En relación a la Gestión Integral de Riesgos, el cumplimiento de las políticas y procedimientos de acuerdo a PCR es bueno, a continuación se detallan los principales riesgos identificados:

Gestión integral de riesgo

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

Riesgo crediticio

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

Riesgo de tipo de cambio e interés

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

Riesgo tecnológico

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

Responsabilidad Social Empresarial

Producto del análisis efectuado, consideramos que CARSA tiene un nivel de desempeño Bueno (Categoría RSE2, donde RSE1 es la categoría máxima y RSE6 es la mínima), respecto a sus prácticas de Responsabilidad Social Empresarial.

La empresa ha realizado ha identificado a sus grupos de interés por medio de un proceso formal efectuado en diciembre de 2014, ha identificado a sujetos interesados en el correcto funcionamiento de la sociedad, entre los cuales se incluyen accionistas, inversionistas, administradores, trabajadores, acreedores, clientes, entidades públicas de supervisión y regulación y competidores. Estos grupos de interés o stakeholders guardan una íntima relación con la sociedad por lo que deben tener a su disposición vehículos que les trasladen la misma información de que disponen los grupos de control. Estas no forman parte de un programa formal. Adicionalmente, CARSA promueve la eficiencia energética, bajo sus prácticas descritas en Políticas ambientales desde diciembre 2014. Sin embargo, promueve parcialmente, el reciclaje por lo que cuenta con depósito para colocar papel reciclado y se participa en campañas de recolección de libros usados. Con relación al aspecto social, promueve la igualdad de oportunidades para trabajadores, cuenta con el Código de Ética Empresarial que dicta las conductas esperadas por todos los trabajadores hacia adentro y fuera de la empresa. Así mismo, ha implementado a partir de 2014, política de erradicación de la discriminación, trabajo infantil y trabajo forzoso.

Estrategia

Inmobiliaria Mesoamericana, de acuerdo a su rubro, está facultada para realizar las siguientes actividades económicas: Actividad Inmobiliaria, de bienes raíces, de terrenos, de inmuebles, de casas, de fincas, industrias, granjas y otros, para su compra, venta, arrendamiento, leasing. Comprar, vender, dar en arrendamiento toda clase de bienes muebles, equipos, etc.

De tal forma, y de acuerdo al destino de los fondos establecidos en esta emisión, Inmobiliaria Mesoamericana adquirió activos (inmueble y maquinaria) que son utilizados por Cartonera Centroamericana (CARSA) en su proceso de producción y suscribió un contrato de arrendamiento a largo plazo con CARSA por el uso de estos activos. El contrato de arrendamiento cuenta con el respaldo del 20% de los ingresos totales de CARSA, representado por un número predeterminado de cuentas específicas de clientes de CARSA de excelente historial.

Compañía Relacionada: Cartonera Centroamericana

Como se ve en el apartado previo, la seguridad económica de Inmobiliaria Mesoamericana depende del desempeño económico de Cartonera Centroamericana. CARSA es una compañía dedicada a la producción de cajas y productos de cartón y papel, que cuenta con una plaza industrial de 15,000 metros cuadrados. A la fecha de análisis, las líneas de producto y segmentos que atiende son los siguientes:

Líneas de producto

- Cajas de corrugado y micro corrugado,
- Exhibidores,
- Productos Promocionales, y
- Cartón Chip y Cara Blanca

Cartonera Centroamericana atiende una gran variedad de segmentos el cual permite diversificar su riesgo de concentración en industrias específicas. Entre otras, estas incluyen:

- Alimentos,
- Bebidas,
- Agroindustria,
- Cuidado personal,
- Industria,
- Maquila,
- Confección,
- Comercio, etc

Hechos de importancia

- El 28 de octubre de 2016, Inmobiliaria Mesoamericana, S.A. de C.V., lanza al mercado el tramo uno y dos de la emisión de Certificados de Inversión CIIMSA01, por un total negocia de US\$ 3.5 millones colocados. Los fondos fueron destinados para la cancelación de préstamos mercantiles de Inmobiliaria Mesoamericana S.A. de C.V. con la sociedad The Network Company Enterprises Inc.
- Durante el 2015, CARSA entró al mercado de cajas para exportación de piñas en Costa Rica. El mercado de exportación de piñas de Costa Rica es de \$350MM y CARSA ha identificado como oportunidad este mercado.
- El 4 de diciembre de 2013, Inmobiliaria Mesoamericana, a través de Ricorp Titularizadora, lanza al mercado la su emisión de Valores de Titularización, FTRTIME 01, por un total de US\$9.3 millones. La cual representa la primera titularización en el mercado que tiene como activo los flujos provenientes de los cánones mensuales del contrato de arrendamiento operativo y sus derechos accesorios.

Análisis Financiero

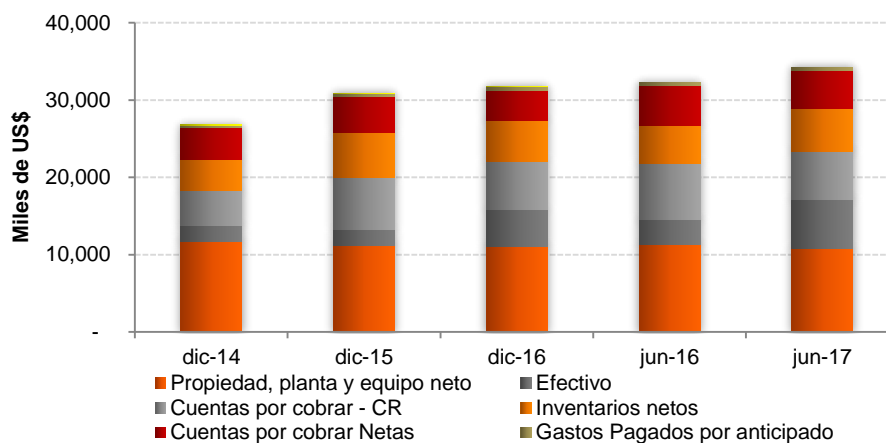
El análisis financiero se ha realizado en base a los Estados Financieros Auditados de los últimos cinco cierres de año de Cartonera Centroamericana S.A. de C.V. (de 2012 a 2016), e información interna de junio 2016 -2017. Dicha Compañía es la principal fuente de ingreso para el Originador y cuya capacidad de pago respalda la fortaleza del originador.

Análisis del Balance General

Estructura de los activos

A junio de 2017, los activos mostraron un crecimiento interanual en 6.20%. A pesar de mostrar una disminución generalizada en los componentes del activo, el efectivo resultó en un incremento de 102.06% respecto a junio de 2016. En término de estructura, la propiedad, planta y equipo netos continúan representando el principal componente de los activos con el 31.63% versus 35.29% al mismo período del año anterior, seguido de las cuentas por cobrar a empresas relacionadas con el 18.27% y los inventarios con el 16.19% y en conjunto al efectivo resultan con el 84.59% sobre el total de activos. Cabe señalar, el disponible obtiene una importante participación sobre el total de activos (18.51%) frente al mismo período del año anterior 9.73%.

Gráfico 10
Activos Totales



Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

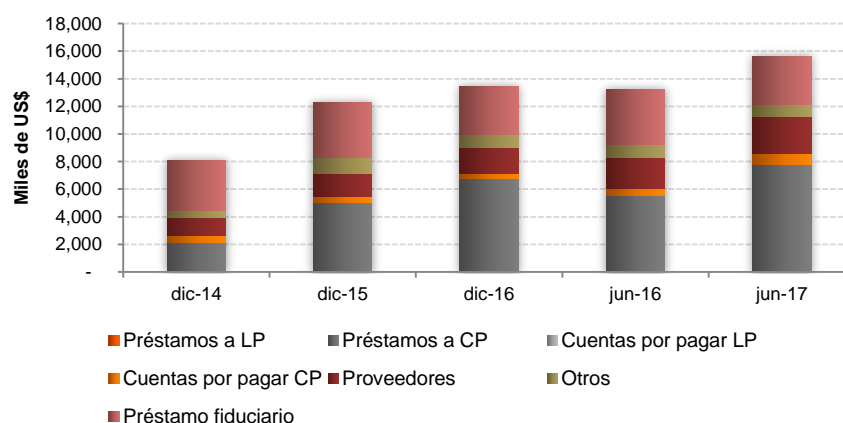
Componente	dic-14	dic-15	dic-16	jun-16	jun-17
Efectivo	2,008	2,070	4,805	3,135	6,334
Cuentas por cobrar Netas	4,100	4,625	3,819	5,224	4,864
Cuentas por cobrar - CR	4,562	6,635	6,232	7,274	6,253
Inventarios netos	4,007	5,848	5,310	4,880	5,540
Gastos Pagados por anticipado	315	473	547	340	408
Propiedad, planta y equipo neto	11,734	11,207	11,065	11,370	10,822
Activos intangibles y otros	74	40	8	-	-
Total de Activos	26,800	30,898	31,785	32,224	34,220

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

Estructura de Pasivos y Patrimonio

Cartonera Centroamericana tiene pasivos por un total de US\$15.64 millones a la fecha de análisis, mostrando un incremento interanual de 18.30% o +US\$ 2.42 millones, representando los préstamos bancarios a corto plazo el 49.90% del total de los pasivos, seguido por orden de participación el préstamo fiduciario con Inmobiliaria Mesoamericana con el 22.37% totalizando US\$3.5 millones. En relación a dicho préstamo, corresponde a la obligación fiduciaria otorgada por Inmobiliaria Mesoamericana, S.A. de C.V. a Cartonera, según contrato con fecha del 10 de mayo de 2014.

Gráfico 11
Pasivo total



Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

Con lo anterior, Cartonera liquidó la deuda de largo plazo con instituciones financieras y recurrió a fuentes de financiamiento por medio de emisión y préstamo fiduciario.

Cuadro 17: Estructura de Pasivos (Miles US\$)					
Componente	dic-14	dic-15	dic-16	jun-16	jun-17
Proveedores y otras cuentas por pagar	1,252	1,644	1,856	2,196	2,664
Cuentas por pagar - CR	533	467	389	525	778
Arrendamiento financiero a CP	29	-	-	-	-
Préstamos bancarios a CP	2,079	5,026	6,764	5,557	7,808
Provisiones	546	1,118	930	951	898
Préstamo fiduciario	3,595	4,000	3,500	4,000	3,500
Arrendamiento financiero a LP	24	-	-	-	-
Total Pasivos	8,059	12,256	13,438	13,228	15,649

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

Con respecto al patrimonio, entre los años 2008 y 2011, el capital social de la compañía se mantuvo constante en US\$6.9 millones, representado por 600,000 acciones comunes y nominativas. En Junta General Extraordinaria de Accionistas, del 27 de enero de 2012, se acordó aumentar el valor de las acciones a través de la capitalización de utilidades retenidas, lo que llevó al capital social a totalizar US\$7.2 millones, a la fecha de análisis el capital social ha permanecido constante.

El resto del patrimonio lo componen la reserva legal, las utilidades retenidas y la utilidad obtenida por la revaluación de los activos fijos de Cartonera, que en conjunto totalizan US\$ 11.37 millones. Estos muestra una leve disminución de US\$ 0.423 millones, resultado de la disminución en 3.6% en las utilidades retenidas y superávit por revaluación al mismo período del año anterior.

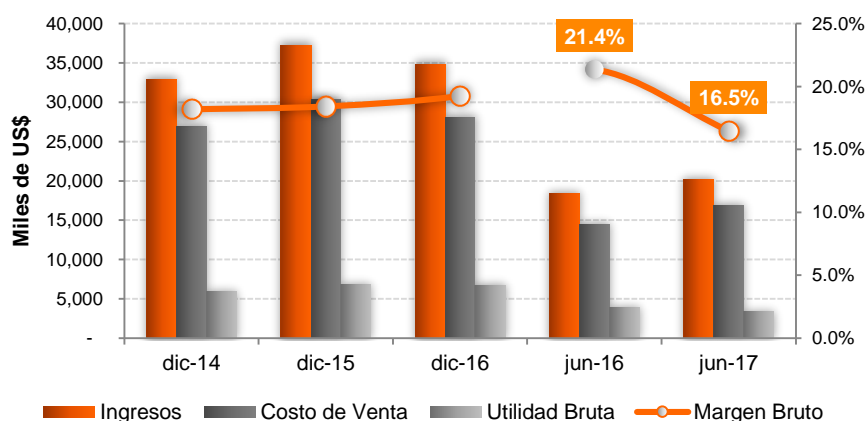
Cuadro 18: Estructura de Patrimonio (Miles US\$)					
Componente	dic-14	dic-15	dic-16	jun-16	jun-17
Capital social	7,200	7,200	7,200	7,200	7,200
Reserva Legal	898	996	1,070	996	1,070
Superávit por revaluación	2,528	2,385	2,243	2,385	2,242
Utilidades Retenidas	8,116	8,061	7,835	8,414	8,060
Total Patrimonio	18,742	18,642	18,347	18,995	18,572

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

Análisis de Resultados

Al cierre del primer semestre 2017, las ventas totales de Cartonera Centroamericana totalizan US\$ 20,170 millones, mostrando un incremento interanual de US\$ 1.8 millones (9.55%). Lo anterior se debe por las mayores ventas reportadas hacia la región costarricense. Los costos de ventas participan en 83.54% al total de ingresos, superiores en 4.89 puntos porcentuales respecto a junio de 2016 (78.65%), lo anterior, resultó a que el margen bruto disminuyera, pasando de 21.4% a junio de 2016 a 16.5% al período en estudio.

Gráfico 12
Margen de Venta

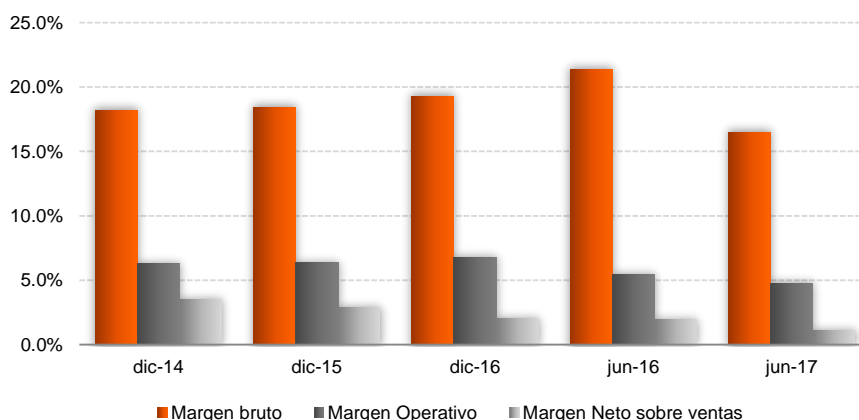


Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

Análisis de Rentabilidad y Cobertura

A junio de 2017, la compañía obtuvo utilidad neta por US\$ 224.97 miles, representando una disminución interanual de US\$ 128.73 miles (-36.40%) respecto a junio de 2016, lo anterior resultó en la caída del margen neto sobre ventas pasando de 1.92% a 1.12% al período en estudio; a consecuencia, en parte, del aumento en de los gastos financieros de la Compañía, los cuales aumentaron 10.87% respecto a junio de 2016.

Gráfico 13
Márgenes de rentabilidad



Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

De igual forma, la utilidad neta sobre patrimonio al cierre del primer semestre 2017 resultó en 3.10%, menor en 1.08 puntos porcentuales a lo logrado al cierre de junio de 2016 (4.18%) dado el menor desempeño en el margen neto. En el mismo sentido, se encuentra el rendimiento sobre activos, se redujo 0.78 puntos porcentuales resultando en 1.68% frente a 2.47% al mismo período del año anterior.

Gráfico 14
Rendimiento sobre activos

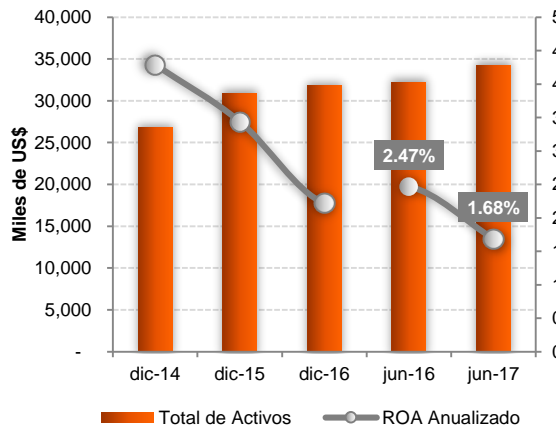
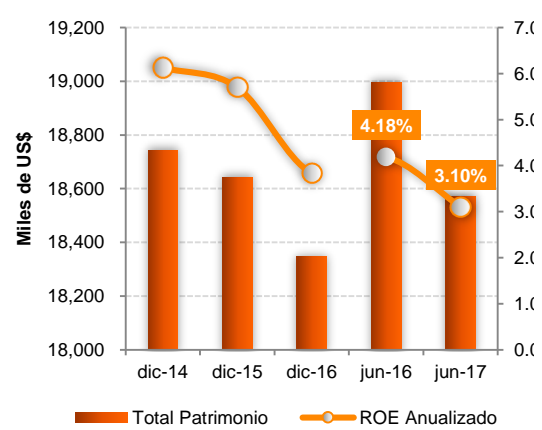


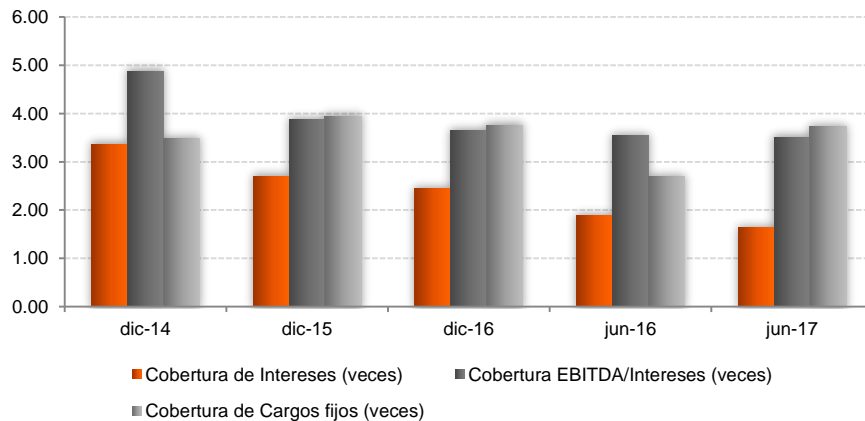
Gráfico 15
Rendimiento sobre patrimonio



Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

Tanto los cargos fijos como los financieros muestran la suficiente cobertura por medio de la utilidad reportada a junio de 2017. La cobertura de cargos fijos de administración aumentó respecto al mismo período del año anterior, lo que implicó que el indicador pasara de 2.69 veces a 3.73 veces, como resultado de la reducción en los gastos administrativos versus el aumento en los ingresos totales. Adicionalmente, a junio de 2017, los gastos financieros mostraron un aumento interanual por 10.87%, reflejando un indicador levemente menor por 1.64 veces (junio de 2016: 1.90 veces), por su parte, la cobertura de EBITDA e interés resultó de 3.51 veces frente a 3.54 veces a junio de 2016.

Gráfico 16
Cobertura (veces)

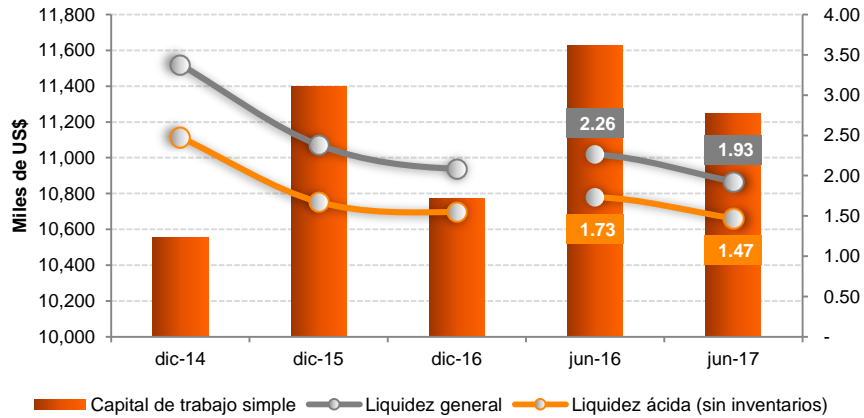


Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

Liquidez

En los cuatro años de análisis, Cartonera Centroamericana ha mantenido un fondo de maniobra por arriba de la unidad lo que indica que sus obligaciones inmediatas son menores a sus activos corrientes, observada a partir del 2012. A junio de 2017, la liquidez se continúa ubicando por arriba de la unidad resultando en 1.93 veces y la liquidez ácida por 1.47 veces.

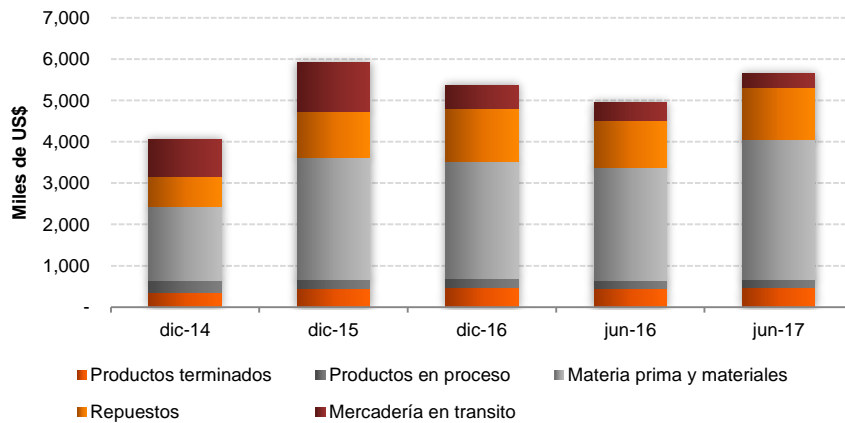
Gráfico 17
Capital de trabajo y Liquidez



Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

Por su parte, los inventarios al cierre del primer semestre de 2017 están formados en un 61.07% por materias primas y materiales. Mientras que los productos terminados para la venta representan el 8.57% del total. A la fecha de análisis, los inventarios totales muestran un aumento interanual de 13.51%.

Gráfico 18
Capital de trabajo y Liquidez

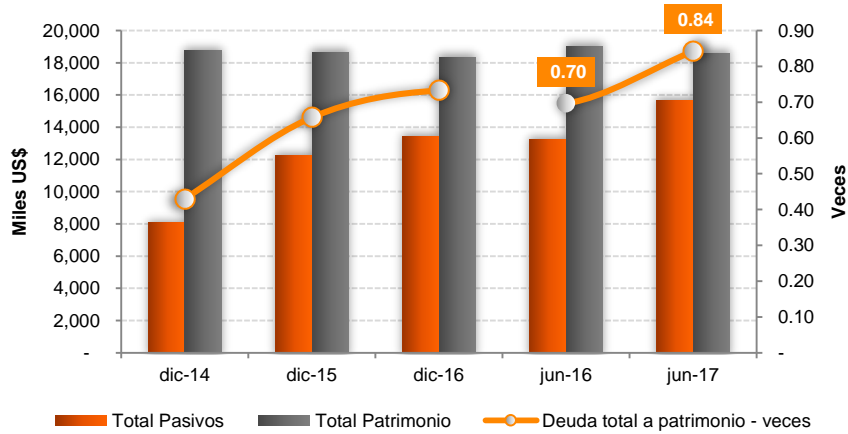


Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

Endeudamiento y Solvencia

A junio de 2017 el índice de deuda total a patrimonio creció al pasar de 0.70 veces a 0.84 veces como resultado del aumento interanual en los pasivos totales por 18.30%, especialmente en las obligaciones financieras de corto plazo (40.53%), versus la disminución interanual en el patrimonio total por -2.23%.

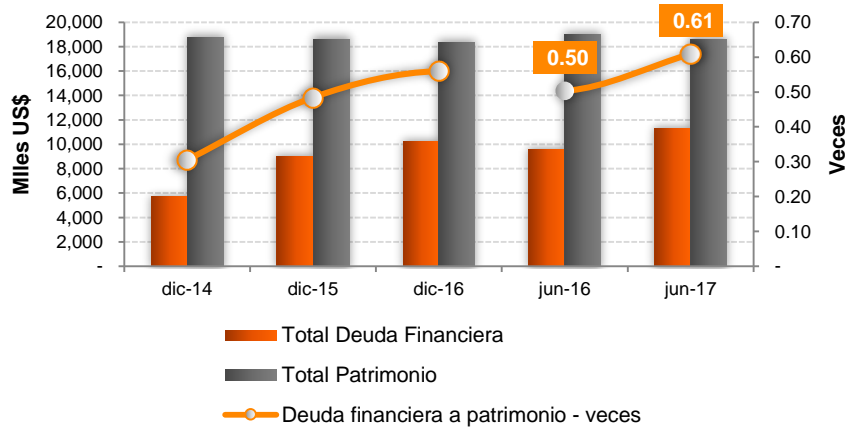
Gráfico 19
Apalancamiento



Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

La razón de deuda financiera a patrimonio, a junio de 2017, presentó un aumento al ubicarse en 0.61 veces versus 0.50 veces a junio de 2016. Sin embargo, continúan por debajo al presentado a diciembre de 2011 alcanzando su punto más alto por 1.22 veces. Lo anterior, es como resultado de la política de financiamiento por fuentes no tradicionales realizada a partir de 2013.

Gráfico 20
Deuda financiera a Patrimonio



Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

Estados financieros de Inmobiliaria Mesoamericana

A continuación se presentan los estados financieros del originador a junio de 2017. Inmobiliaria Mesoamericana S.A. de C.V. adquirió los activos que Cartonera Centroamericana (CARSA) utiliza en su proceso de producción, con lo cual, se suscribió un contrato de arrendamiento a largo plazo con CARSA por el uso de estos activos. La titularización de Inmobiliaria Mesoamericana se realizó en diciembre de 2013 y la sociedad registró la compra de activos en septiembre de 2013, antes de eso la compañía contaba con US\$2 mil de caja y patrimonio con lo que se constituyó.

Cuadro 19: Estado de Situación Financiera (Miles US\$)					
Componente	dic-14	dic-15	dic-16	jun-16	jun-17
Efectivo	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Disponible restringido	147.9	54.0	67.2	26.3	149.2
Cuenta por cobrar deuda subordinada	49.4	49.5	100.0	154.8	444.0
Cuentas por cobrar cuenta restringida	219.9	219.9	219.9	219.9	219.9
Otras cuentas por cobrar	51.5	29.3	39.2	277.2	59.8
Vencimiento corriente de cuentas por cobrar LP - CR	-	251.3	269.7	300.7	241.5
Costo amortizable por titularización	333.1	243.9	208.4	-	-
Cuentas por cobrar LP - CR	-	553.7	284.0	423.7	133.8
Propiedad, planta y equipo	11,933.0	11,597.6	12,874.4	12,765.3	13,097.8
Préstamos a compañías relacionadas LP	3,595.0	4,000.0	3,500.0	4,000.0	3,500.0
Activo por impuesto diferido	-	-	384.0	-	-
Total activos	16,329.8	16,999.4	17,946.9	18,168.0	17,846.1
Proveedores y otras cuentas por pagar	76.1	83.8	64.9	152.0	267.7
Préstamos - CR	91.7	54.7	478.1	-	165.0
Porción circulante préstamo bancario	54.8	58.0	62.4	-	-
Vencimiento corriente de pasivo financiero por titularización	732.2	783.2	838.0	1,440.9	1,678.4
Vencimiento corriente de cuentas por pagar a largo plazo	-	256.8	269.8	-	-
Vencimiento corriente de arrendamiento financiero de LP	-	-	326.9	-	641.7
Provisiones	12.4	34.5	50.0	555.8	-
Pasivo financiero de titularización	7,883.3	7,100.1	6,262.1	8,332.9	10,834.4
Préstamos bancarios a LP	258.2	200.7	136.6	-	-
Cuentas por pagar a largo plazo menos vencimiento corriente	-	548.2	278.5	-	-
Arrendamiento financiero a LP menos circulante	-	-	892.2	-	-
Certificados de inversión de deuda a LP	-	-	3,500.0	-	-
ISR Diferido	342.0	428.3	898.5	-	2.0
Total Pasivos	9,450.7	9,548.4	14,057.9	10,481.6	13,589.2
Capital social	2,301.7	2,301.7	2,301.7	2,301.7	2,301.7
Reserva Legal	27.8	60.0	103.5	60.0	103.5
Utilidades retenidas y revaluaciones	600.5	579.2	557.9	1,089.3	1,483.8
Utilidades (Pérdidas) de Período	274.1	510.2	925.9	235.4	367.9
Instrumento financiero de patrimonio	3,675.0	4,000.0	-	4,000.0	-
Total patrimonio	3,204.1	3,451.0	3,889.0	7,686.4	4,256.9
Total patrimonio + pasivo	12,654.8	12,999.4	17,946.9	18,168.0	17,846.1

Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

A junio de 2017, los activos de Inmobiliaria Mesoamericana se encuentran compuesto principalmente por dos cuentas que son: propiedad, planta y equipo representan el 73.39%; seguido por los préstamos a compañías relacionadas por 19.61% sobre el total de los activos, que corresponde al préstamos con CARSA y Sigma Q otorgado durante el primer semestre de 2016 y que a la fecha de análisis se mantiene vigente. Por su parte, los pasivos financieros de titularización representan el 92.08% del total de los pasivos por US\$ 12.5 millones.

A diciembre de 2014, Inmobiliaria suscribió convenios de préstamo y de conversión de obligaciones financieras al término del plazo con la Sociedad The Network Company Enterprises Inc., y registrados como instrumentos financieros de patrimonio por un monto de US\$ 3.68 millones. Estos valores contaban con un acuerdo de conversión obligatoria de deuda por acciones comunes de Inmobiliaria Mesoamericana, S.A. de C.V., cuyo derecho se ejercerá siempre y cuando se den cualquiera de las condiciones contractuales. Lo anterior se encontraban compuestas por dos obligaciones de US\$ 2 millones; cada una la primera obligación otorgado el 12 de febrero de 2014, a través de 2 desembolsos a 7 años plazo, con vencimiento el 12 de febrero de 2021, a una tasa de interés de 10% anual sobre saldos, durante los primeros 5 años, a partir del sexto año sufrirá incrementos anuales acumulativos del 1.5%, sobre la tasa inicial establecida, con un techo máximo de 13%, sobre el saldo del capital. La Segunda obligación otorgada el 26 de noviembre de 2014, a través de 3 desembolsos a 10 años plazo, con vencimiento el 12 de febrero de 2024, a una tasa de interés de 10.5% anual sobre saldos, durante los primeros 7 años del presente crédito, a partir del octavo año sufrirá incrementos anuales acumulativos del 1.5%, sobre la tasa inicial establecida, con un techo máximo de 15%, sobre el saldo del capital.

Cabe señalar, la anterior obligación fue cancelada y sustituida con deuda de certificados de inversión colocada el 28 de octubre de 2016 y el 23 de noviembre de 2016 compuesto por dos tramos. El tramo I por US\$ 2 millones y Tramo II por US\$ 1.5 millones. Para los cuales PCR, otorgó una clasificación de "A" perspectiva estable.

A la fecha del análisis, el estado de resultados de Inmobiliaria Mesoamericana registra ingresos por US\$ 1.48 millones correspondientes al arrendamiento de sus activos fijos a CARSA (incluye sobre cobertura y vehículos en arrendamiento).

Cuadro 20: Estado de Resultados (Miles US\$)					
Componente	dic-14	dic-15	dic-16	jun-16	jun-17
Ingresos	1,611.2	1,701.8	2,098.6	1,234.2	1,482.5
Costo de Venta	1,229.3	1,283.5	1,539.1	940.2	1,011.9
Utilidad Bruta	381.9	418.2	559.5	294.0	470.6
Gastos de administración	0.8	7.1	7.8	-	35.0
Total de Gastos de operación	0.8	7.1	7.8	-	35.0
Utilidad de Operación	381.1	411.1	551.7	294.0	435.6
Gastos Financieros	3.8	0.2	0.1	1.8	1.9
Otros ingresos (gastos) netos	20.1	48.5	69.9	(3.1)	(7.6)
Utilidad Antes de ISR	397.4	459.4	621.5	289.1	426.1
ISR	116.6	159.4	183.5	53.7	58.2
Utilidad Neta	280.8	299.9	438.0	235.4	367.9

Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

Proyecciones y cobertura de la emisión

Inmobiliaria Mesoamericana, como se menciona en apartados anteriores, cuenta como ingresos la cuota de arrendamiento, proveniente de Cartonera Centroamericana, luego que este Inmobiliaria Mesoamericana adquiera los activos industriales que pasaran a ser contratados en alquiler.

De tal forma, se estiman los siguientes resultados para los siguientes de operación de Inmobiliaria Mesoamericana:

Cuadro 21: Proyección de ingresos Sociedad Inmobiliaria Mesoamericana (Miles US\$)						
Componente	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Ingresos	1,672	1,705	1,722	1,722	1,722	1,722
Costos de venta	-	-	-	-	-	-
Utilidad Bruta	1,672	1,705	1,722	1,722	1,722	1,722
Gastos Administrativos	20	20	20	20	20	20
Depreciaciones	309	309	309	309	309	309
Otros gastos (ingresos) por intereses	(20)	(20)	(20)	(17)	(10)	(10)
Gastos por Titularización	576	506	431	353	297	247
Utilidad	787	890	982	1,057	1,106	1,156

Impuestos sobre la renta	236	267	295	317	332	347
Utilidad Neta	551	623	687	740	774	809

Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

Como se observa en el cuadro 21, los principales gastos de Inmobiliaria Mesoamericana son los relacionados al Fondo de Titularización; seguidos por los gastos causados por la depreciación de la maquinaria y equipo que serán adquiridos.

La cuota de arrendamiento de CARSA a Inmobiliaria Mesoamericana, que constituye el total de su ingreso, coincide con el monto a ceder al fondo de titularización (descrito en el cuadro 25, en el apartado final de este informe). Este ingreso está garantizado parcialmente por el contrato de arrendamiento, firmado entre ambas compañías.

Gráfico 21
Ingresos totales Inmobiliaria Mesoamericana



Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

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 1.17 veces durante la vida de la emisión.

Cabe mencionar que debido a la dependencia a Cartonera Centroamericana, de Inmobiliaria Mesoamericana, es la fortaleza de la primera que cuenta con un mayor efecto en la capacidad de la segunda para responder a sus obligaciones totales, incluyendo a las del Fondo de Titularización.

Para la estimación de las coberturas del pago de la cuota de arrendamiento por parte de Cartonera Centroamericana, se han establecido tres escenarios para su desempeño económico por los siguientes diez años, partiendo de los comportamientos históricos de CARSA:

1. En el primero, un escenario optimista, se ha estimado una tasa de crecimiento del 4.5%, partiendo de mantener la misma tasa del año previo, y reducirla gradualmente.
2. El segundo, un escenario base, toma en cuenta el promedio de crecimiento de la industria, de acuerdo a datos del Banco Central de Reserva de El Salvador, de los últimos 8 años, de 2.9%. Este escenario incluye el impacto que tuvo la recesión económica de 2008 - 2009 en el modelo de negocios de CARSA, y podría tomarse como referencia ante futuras amenazas por problemas económicos de El Salvador.
3. Por último, el escenario conservador toma una muestra de 0% de crecimiento, manteniendo los resultados obtenidos durante el 2012.

Componente	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Ventas	44,122	45,887	47,722	49,631	51,616	53,681
Utilidad Bruta	10,638	11,050	11,431	11,874	12,334	12,794
Total de Gastos administrativos	6,476	6,654	6,821	6,976	7,138	7,309
Cuota de Arrendamiento	1,669	1,703	1,722	1,722	1,722	1,722
Cobertura sobre Gastos Administrativos	1.64	1.66	1.68	1.70	1.73	1.75
Cobertura sobre cuota de Arrendamiento	6.37	6.49	6.64	6.89	7.16	7.43
Utilidades netas	1,485	1,667	1,835	2,117	2,451	2,645

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

En el primer escenario, la cobertura para la cuota de arrendamiento por parte de la utilidad bruta de CARSA muestra un nivel mínimo de 5.75 veces, con un promedio durante la vida de la emisión de 7.2 veces. Asimismo, se muestra que CARSA posee la cobertura necesaria para cubrir todos sus gastos operativos.

Cuadro 23: Escenario Base Cartonera Centroamericana (2.9%) – Miles US\$						
Componente	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Ventas	39,501	40,647	41,826	43,038	44,287	44,287
Utilidad Bruta	9,426	9,700	9,939	10,228	10,524	10,442
Total de Gastos administrativos	6,203	6,342	6,468	6,579	6,694	6,708
Cuota de Arrendamiento	1,669	1,703	1,722	1,722	1,722	1,722
Cobertura sobre Gastos Administrativos	1.52	1.53	1.54	1.55	1.57	1.56
Cobertura sobre cuota de Arrendamiento	5.65	5.70	5.77	5.94	6.11	6.06
Utilidades netas	828	939	1,037	1,242	1,495	1,419

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

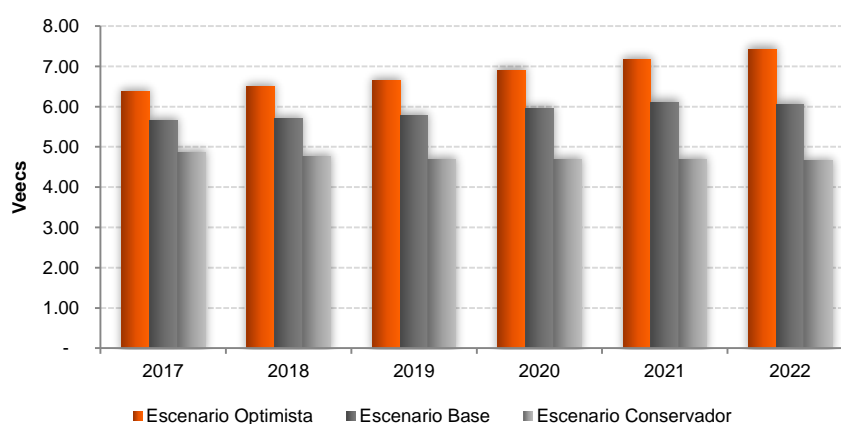
En el escenario base, la cobertura de la cuota de arrendamiento es un mínimo de 5.45 veces, con un promedio durante la vida de la emisión de 6.47 veces, inferior al del escenario anterior, aunque cabe mencionar que es suficiente para la cesión de flujos.

Cuadro 24: Escenario Conservador Cartonera Centroamericana (0%) – Miles US\$						
Componente	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Ventas	34,240	34,240	34,240	34,240	34,240	34,240
Utilidad Bruta	8,106	8,106	8,072	8,072	8,072	8,009
Total de Gastos administrativos	5,883	5,948	5,998	6,031	6,066	6,065
Cuota de Arrendamiento	1,669	1,703	1,722	1,722	1,722	1,722
Cobertura sobre Gastos Administrativos	1.38	1.36	1.35	1.34	1.33	1.32
Cobertura sobre cuota de Arrendamiento	4.86	4.76	4.69	4.69	4.69	4.65
Utilidades netas	128	99	59	117	198	166

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

Por último, en el escenario conservador, la cobertura sobre la cuota de arrendamiento tiene un mínimo de 4.65 veces, con un promedio durante la vida de la emisión de 5.59 veces, inferior a los escenarios anteriores; aun cuando presenta cobertura similares. A junio de 2017, dicha cobertura resultó en 4.86 veces.

Gráfico 22
Cobertura de la cuota de arrendamiento (Veces)



Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

Es importante señalar que con la venta de los activos a Inmobiliaria Mesoamericana, Cartonera Centroamericana cancelara parte de su deuda financiera, reduciendo así sus gastos financieros.

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

Estados Financieros de Cartonera Centroamericana.

Cuadro 26 : Estado de Situación Financiera (Miles US\$)					
Componente	dic-14	dic-15	dic-16	jun-16	jun-17
Efectivo	2,008	2,070	4,805	3,135	6,334
Cuentas por cobrar Netas	4,100	4,625	3,819	5,224	4,864
Cuentas por cobrar - CR	4,562	6,635	6,232	7,274	6,253
Inventarios netos	4,007	5,848	5,310	4,880	5,540
Gastos Pagados por anticipado	315	473	547	340	408
Propiedad, planta y equipo neto	11,734	11,207	11,065	11,370	10,822
Activos intangibles y otros	74	40	8	-	-
Total de Activos	26,800	30,898	31,785	32,224	34,220
Proveedores y otras cuentas por pagar	1,252	1,644	1,856	2,196	2,664
Cuentas por pagar - CR	533	467	389	525	778
Arrendamiento financiero a CP	29	-	-	-	-
Préstamos bancarios a CP	2,079	5,026	6,764	5,557	7,808
Provisiones	546	1,118	930	951	898
Préstamo fiduciario	3,595	4,000	3,500	4,000	3,500
Arrendamiento financiero a LP	24	-	-	-	-
Total Pasivos	8,059	12,256	13,438	13,228	15,649
Capital social	7,200	7,200	7,200	7,200	7,200
Reserva Legal	898	996	1,070	996	1,070
Utilidades Retenidas Superávit por revaluación	2,528	2,385	2,243	2,385	2,242
Total Patrimonio	18,742	18,642	18,347	18,995	18,572
Total Pasivos + Patrimonio	26,800	30,898	31,786	32,223	34,221

Fuente: Cartonera Centroamericana. / Elaboración: PCR

Cuadro 27: Costo de Venta(Miles US\$)					
Componente	dic-14	dic-15	dic-16	jun-16	jun-17
Ingresos	32,891	37,219	34,806	18,411	20,170
Costo de Venta	26,909	30,366	28,103	14,479	16,850
Utilidad Bruta	5,982	6,854	6,703	3,932	3,320
Gastos de Distribución y venta	2,203	2,752	2,563	1,467	1,469
Gastos de administración	1,721	1,738	1,785	1,463	890
Utilidad de Operación	2,058	2,363	2,355	1,001	961
Gastos Financieros	610	873	964	528	586
Operaciones no recurrentes	-	-	-	-	-
Otros ingresos (gastos) netos	15	(93)	(348)	(2.7)	(14.3)
Utilidad AISR	1,462	1,398	1,043	470	361
Impuesto contribución especial	-	4	37	-	18
ISR	313	332	302	117	118
Utilidad Neta	1,149	1,062	705	354	225
Resultados por revaluación P&E	-	(42)	-	-	-

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

Cuadro 28: Historial de clasificaciones		
Con información financiera correspondiente a:	Clasificación otorgada	Perspectiva
31 de diciembre 2013 al 31 de marzo de 2017		
Tramo 1	AA-	Estable
Tramo 2	AA-	Estable
30 de junio de 2013	AA-	Estable

Fuente y 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.