

Emisión de Certificados de Inversión Inmobiliaria Mesoamericana S.A de C.V. (CIIMSA01)

Comité No. 142/2021	
Informe con EEFF no Auditados al 30 de junio de 2021	Fecha de comité: martes 26 de octubre de 2021
Periodicidad de actualización: Semestral	Sector Inmobiliario, El Salvador
Equipo de Análisis	
Gabriel Marín gmarin@ratingspcr.com	Elizabeth Martinez emartinez@ratingspcr.com (503) 2266-9471

Fecha de información Fecha de comité	HISTORIAL DE CLASIFICACIONES						
	dic-19 14/04/2020	mar-20 24/06/2020	jun-20 01/10/2020	sep-20 03/12/2020	dic-20 29/04/2021	mar-21 26/06/2021	jun-21 26/10/2021
Emisión de Certificados de Inversión (CIIMSA01)	A	A	A	A	A	A	A
Perspectiva	Estable	Estable	Estable	Estable	Estable	Estable	Estable

Significado de la Clasificación

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

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

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

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

Racionalidad

En Comité Ordinario de clasificación de riesgo, PCR ratificó la Clasificación de Riesgo de "A" con perspectiva 'Estable' a la Emisión de Certificados de Inversión (CIIMSA01) de Inmobiliaria Mesoamericana S.A. de C.V.

La clasificación se fundamenta en la alta capacidad de pago de Inmobiliaria Mesoamericana, provenientes de las operaciones de arrendamiento con sus relacionadas y a los flujos provenientes de su estrategia de colocación de préstamos, lo cual le permite mantener una estabilidad en sus márgenes de rentabilidad. Asimismo, se considera el soporte técnico y experiencia del Grupo Sigma Q en la industria de envasado. Finalmente, se toman en cuenta los resguardos legales de la emisión.

Perspectiva

Estable

Resumen Ejecutivo

- **Los márgenes financieros de Inmobiliaria Mesoamericana (IME) muestran un comportamiento estable.** A junio de 2021, los ingresos evidenciaron una tasa de crecimiento interanual de 3.0% (US\$43.6 miles), provenientes de actividades de arrendamiento de inmuebles, maquinaria y vehículos. En cuanto a los costos, estos registraron con una leve disminución de 0.3% (US\$1.7 miles) respecto a junio de 2020, asociado a los gastos de mantenimiento y depreciación de bienes en arrendamiento. En este sentido, la utilidad bruta reflejó un crecimiento interanual de 6.0% (US\$45 miles), lo cual generó un margen de venta¹ de 63.7% (junio 2020: 62.5%), debido a la tendencia de los ingresos por arrendamiento. Asimismo, el indicador de eficiencia operativa se ubicó en 52.2%, sin variaciones significativas respecto en junio 2020 (52.8%)².
- **La rentabilidad de IME mostró un comportamiento favorable, derivado del crecimiento sostenido de las utilidades.** La utilidad neta del período reportó una tasa de crecimiento de 22.9% (+US\$113 miles), explicado por la estabilidad en los ingresos por arrendamiento y por la mejora sustancial en los ingresos financieros. Por su parte, al evaluar la utilidad de los últimos doce meses, la compañía muestra un aumento de 22.3% (+US\$215 miles), lo cual permitió que los indicadores de rentabilidad se mantuvieran una posición favorable. En este sentido, el indicador de rentabilidad sobre patrimonio (ROE) se ubicó en 13.2%, superior al 12.4% reportado en junio 2020. Finalmente, el

¹ Margen de venta: Utilidad bruta/Ingresos por arrendamiento

² Eficiencia operativa: Utilidad operativa/Ingresos

rendimiento sobre activos (ROA) se posicionó en 4.5%, ligeramente inferior al reportado en junio 2020 (4.9%), como resultado del mayor incremento de activos menos productivos para la compañía.

- **Los indicadores de solvencia se mantienen bajos niveles.** El incremento de los pasivos de Inmobiliaria Mesoamericana fue motivado por su estrategia de diversificación en sus fuentes de fondeo, las cuales crecieron en mayor proporción que los activos y el patrimonio de la entidad. Ante el mayor incremento de los pasivos (+47.6%), los niveles de endeudamiento patrimonial de Inmobiliaria Mesoamericana mostraron un incremento al ubicarse en 1.94 veces (junio 2020: 1.52 veces), dicho comportamiento se debe aumento en las colocaciones de emisión propia en el mercado de valores (PBIMSA01), como parte de su estrategia de fondeo. Asimismo, el indicador de Patrimonio sobre Activos se posicionó en 34.0%, inferior al 39.8% reportado en junio de 2020, lo cual disminuye la autonomía de IME respecto a sus recursos, no obstante, los indicadores de solvencia se mantienen en niveles estables.
- **Adecuada liquidez de Cartonera Centroamericana (CARSA).** A junio 2021, la liquidez general de CARSA se ubicó en 3.4 veces, superior a la reportada en junio de 2020 (2.1 veces), como resultado de la ligera disminución de los activos corrientes 2.7% (-US\$727 miles), respecto a la mayor contracción de los pasivos corrientes 38.6% (-US\$4,827 miles), ante la reducción de los préstamos bancarios de corto plazo. Asimismo, el índice de liquidez ácida fue de fue de 2.7 veces, superior al 1.6 veces reportado en junio de 2020, favorecido por la disminución de los inventarios (-11.9%). Los índices de liquidez muestran una holgada capacidad para hacer frente a sus obligaciones de corto plazo ante cualquier eventualidad.
- **Resguardos Legales que amparan la emisión.** IMSA se obliga a no vender, pignorar, dar en garantía o caución, y/o transferir bajo ningún título o modo, ni constituir derecho real o personal alguno a favor de terceros sobre los préstamos prendarios relacionados a la emisión. En caso de que la sociedad CARSA realice el prepago o pago anticipado de los créditos, el pago será utilizado y destinado única y exclusivamente para el pago de las obligaciones derivadas de los certificados de inversión de la presente emisión.
- **Miembro del grupo corporativo.** Inmobiliaria Mesoamericana forma parte del grupo corporativo Casa de Oro Q, propiedad del grupo LATIN AMERICAN KRAFT, S.A., una empresa con más de cincuenta años de experiencia en el mercado de empaques; cuenta con doce unidades de negocio, y ocho oficinas de venta y distribución localizadas en América, el Caribe y Asia. Asimismo, LAKI posee una clasificación de riesgo de “AA” con perspectiva “Estable”, otorgada por PCR.

Factores Claves

Factores que podrían llevar a un incremento en la clasificación.

- Diversificación y crecimiento sostenido de las fuentes de ingresos y rentabilidad del emisor.
- Estabilidad en los niveles de solvencia.

Factores que podrían llevar a una reducción en la clasificación.

- Incremento del apalancamiento por encima de la capacidad de la compañía, que limite los niveles de cobertura del servicio de deuda.
- Disminución en los niveles de liquidez que limiten el pago oportuno de sus obligaciones.
- Otorgamiento de líneas crédito sin garantía que implique una mayor exposición al riesgo crediticio.
- Deterioro de la posición crediticia de Cartonera Centroamericana, producto de la alta volatilidad de los precios y fluctuación de los costos de la materia prima, que implique alto riesgo operativo y comercial.

Metodología utilizada

La opinión contenida en el informe se basó en la aplicación de la metodología para Metodología para calificación de riesgo de instrumentos de deuda de corto, mediano y largo plazo, acciones preferentes y emisores (PCR-SV-MET-P-012, El Salvador) vigente del Manual de Calificación de Riesgo aprobado en Comité de Metodologías con fecha 25 de noviembre de 2019. Normalizado bajo los lineamientos del Artículo 8 de “NORMAS TÉCNICAS SOBRE OBLIGACIONES DE LAS SOCIEDADES CLASIFICADORAS DE RIESGO” (NRP-07), emitidas por el Comité de Normas del Banco Central de Reserva de El Salvador.

Información utilizada para la clasificación

- **Información Financiera:** Estados Financieros Auditados correspondientes al 31 de diciembre de 2016-2020 y Estados Financieros no Auditados al 30 de junio de 2021-2020.
- **Riesgo Crediticio:** Política de crédito.
- **Riesgo Operativo:** Manual de políticas y procedimientos para la prevención del lavado de dinero y de activos.
- **Riesgo de Liquidez:** Indicadores de Liquidez.
- **Riesgo de Solvencia:** Estructura de capital y razón de endeudamiento.

Limitaciones Potenciales para la clasificación

Limitaciones encontradas:

Al período de análisis, no se han encontrado elementos que se consideren como limitantes para la clasificación.

Limitaciones potenciales:

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

Hechos de Importancia

- El 30 de agosto de 2021, la Superintendencia del Sistema Financiero autorizó la segunda emisión de Papel Bursátil de Inmobiliaria Mesoamérica (PBIMSA02)³ por un monto máximo de US\$12,000,000.00 y un plazo de 11 años.
- Al cierre 2020, Inmobiliaria Mesoamericana inició con operaciones de colocación de productos financieros a terceros, dentro de los cuales destacan las líneas de crédito para capital de trabajo, factoraje, entre otros.
- El 22 de junio Inmobiliaria Mesoamericana realizó la redención total del tramo I correspondiente a la Emisión de Certificados de Inversión por un monto de US\$2,000 miles.

Panorama Internacional

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

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

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

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

Entorno económico

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

Por su parte, el sistema financiero mostró una tenue recuperación donde la cartera de préstamos colocada reflejó un crecimiento de +2.4%, cerrando en US\$15,306 millones. A nivel de su composición por sectores económicos, más de dos tercios del total fue colocada en los siguientes sectores: Consumo (34.4%), Vivienda (17.6%), Comercio (13.2%) y Servicios (8.6%). Por el lado de los depósitos del público, se mostró similar condición, alcanzando los US\$16,893 millones, equivalente a una variación interanual del 8.8%; no obstante, la alta liquidez del sistema provocó un descenso en el spread financiero al primer semestre de 2021 ubicándose en 2.7%, estando por debajo del 3% reportado a la misma fecha del año previo.

Referente al comportamiento del fiscal de El Salvador, al primer semestre de 2021 el déficit fiscal ascendió a US\$517 millones, equivalente a una disminución del 53.3%, respecto de lo reportado a junio 2020 como resultado de menores erogaciones en el gasto de salud pública, así como una recuperación de la recaudación tributaria. La brecha fiscal

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

acumulada del país ha generado mayores riesgos de insolvencia, amenazando la sostenibilidad de las finanzas del Estado, considerando el alto endeudamiento público que asciende a aproximadamente el 89% del PIB.

Respecto a las variables externas que tienen relación con la economía, se destacan las Remesas Familiares que continuaron siendo un pilar fundamental en el ingreso disponible de los hogares salvadoreños, las cuales provienen en más de un 90% de Estados Unidos. En ese sentido, al cierre de junio de 2021 acumularon un monto de US\$3,658 millones, equivalente a una significativa tasa de crecimiento de 45.3% respecto a junio 2020, y presentando una participación de aproximadamente el 27.8% respecto del PIB⁴. Por su parte, la incertidumbre política y económica originada por diversas leyes y reformas recientemente aprobadas, así como el contexto generado por la pandemia por COVID-19 han presionado hacia el alza el riesgo país. Lo anterior se demuestra en el deterioro que ha experimentado el EMBI, cuyo indicador pasó de 6 puntos básicos en enero 2021 a 7.2 puntos básicos al cierre de junio del mismo año, siendo esta la posición más alta durante el primer semestre.

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

Reseña y Filosofía Organizacional

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

De acuerdo con el análisis efectuado por PCR, Inmobiliaria Mesoamericana cuenta con un nivel de desempeño Óptimo⁵ respecto a sus prácticas de Gobierno Corporativo. Dentro de los aspectos de Gobierno Corporativo, se cuenta con una política la cual considera los derechos y obligaciones de los accionistas y miembros de la Junta Directiva. Cabe destacar que, de acuerdo con sus estatutos los miembros que conforman el Directorio no deben ser empleados de la compañía y además no deben tener vínculos económicos o familiares con la misma.

Por otra parte, el 15 de enero de 2019 el secretario de la Junta Directiva, Oscar Armando Calderón certificó que el capital accionario actual de Inmobiliaria Mesoamericana, S.A de C.V es de (US\$2,301.7 miles) y se encuentra distribuido entre una persona jurídica y una persona natural, de acuerdo con la siguiente estructura:

NÓMINA DE ACCIONISTAS		
Nombre	Número de Acciones	Participación Accionaria
Casa de OroQ, S.A.	23,016	99.995%
Ing. José Roberto Rivera Samayoa	1	0.0043%
Total Acciones Suscritas y Pagadas	23,017	100%

Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

Junta Directiva y Plana Gerencial

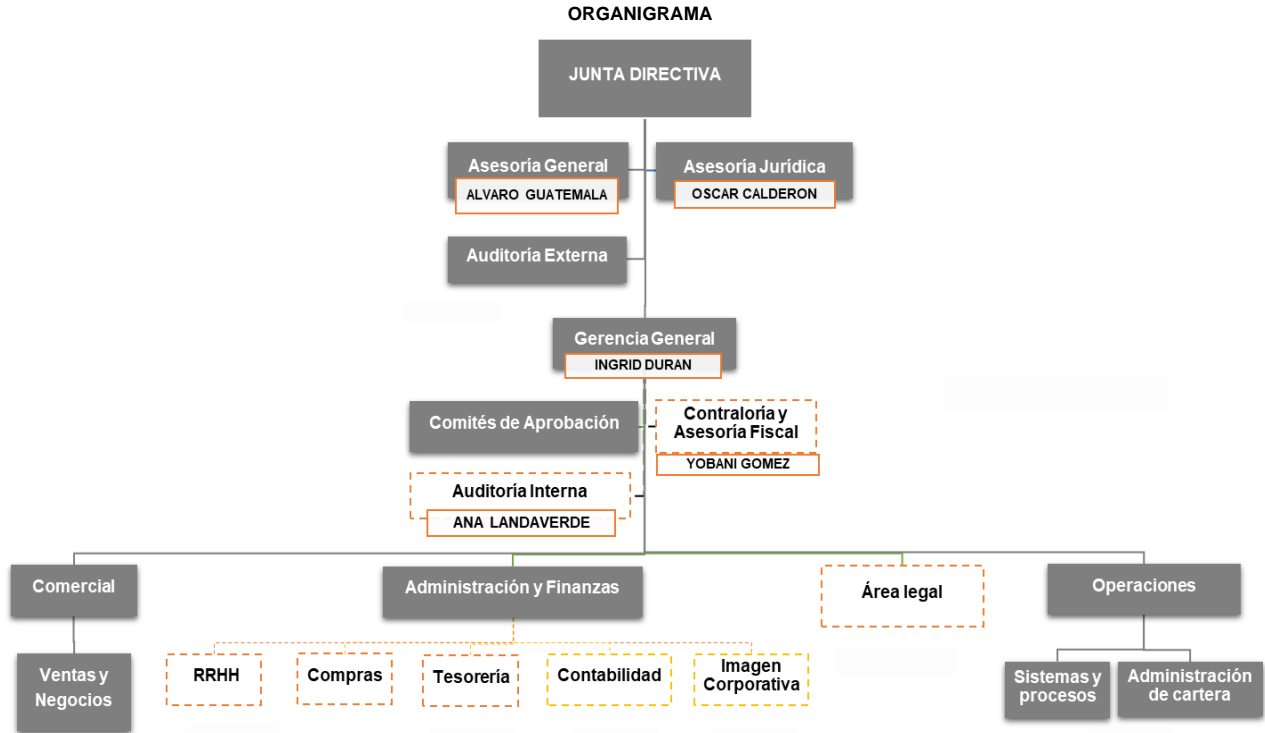
La inmobiliaria es administrada por la Junta Directiva la cual fue inscrita en el Registro de Comercio y Registro de Sociedades el día veintiuno de febrero de dos mil diecinueve. En opinión de PCR, la sociedad posee personal capacitado y con experiencia en la dirección de las diferentes áreas estratégicas.

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

⁴ Remesas anualizadas a junio 2021 entre PIB estimado 2021 del FMI.

⁵ En la evaluación de Gobierno Corporativo, el nivel Óptimo es equivalente a la categoría GC2 en una escala de 6 niveles, donde GC1 es la categoría máxima y GC6 es la mínima.

Al período de estudio, Inmobiliaria Mesoamericana posee la siguiente estructura organizativa:



Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana

Responsabilidad Social Empresarial

De acuerdo con el análisis efectuado por PCR, Inmobiliaria Mesoamericana cuenta con un nivel de desempeño Óptimo⁶ respecto a sus prácticas de Responsabilidad Empresarial.

La compañía ha identificado sus principales grupos de interés para los cuales se han definido estrategias de participación, esto con el objetivo de guiar el buen funcionamiento de las actividades empresariales bajo principios de ética empresarial y valores. Asimismo, la Inmobiliaria cuenta con políticas ambientales desde el año 2014, y una política de erradicación de la discriminación, trabajo infantil y trabajo forzoso. Cabe destacar que, al ser miembro del Grupo SigmaQ se encuentra regida bajo sus códigos de conducta y ética, los cuales se enfocan en la prevención de los delitos de lavado de dinero y de activos.

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, leasing. Así como comprar, vender, dar en arrendamiento toda clase de bienes muebles, equipos y demás relacionados. Dentro de las principales operaciones se encuentran: Arrendamiento de inmuebles, maquinaria y equipo, de vehículos automotores y crédito para capital de trabajo.

Dentro de los lineamientos estratégicos de la Inmobiliaria está la búsqueda de una mayor Rentabilidad mediante una disminución en los costos de fondeo y la aceptación de un spread mínimo de 3%. Enfoque en Cadena de Valor de SigmaQ (Clientes y proveedores) de sectores de la Industria, Comercio y Servicios relacionados a la Industria; Administración de riesgo mediante un análisis enfocado a la capacidad de pago del cliente.

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

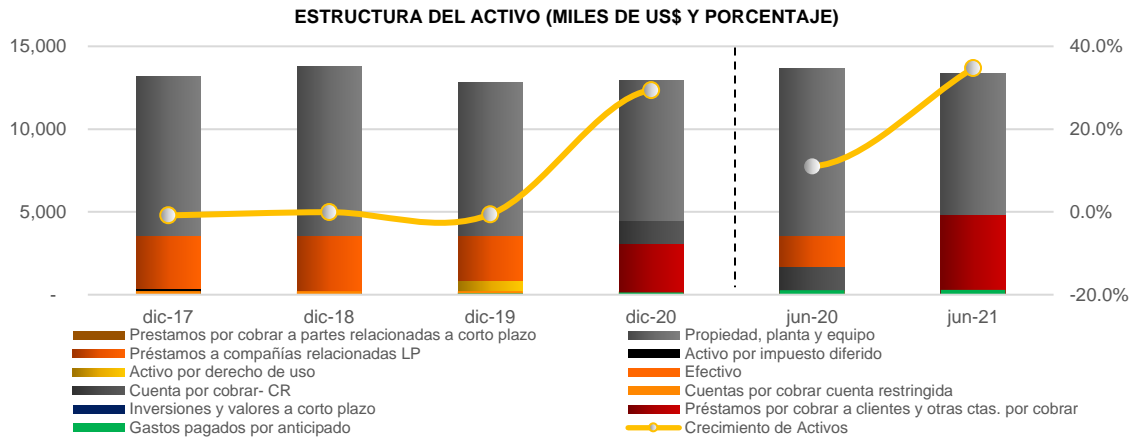
Análisis financiero de Inmobiliaria Mesoamericana

Activos

A junio 2021, los activos totales de Inmobiliaria Mesoamericana se ubicaron en US\$26,265 miles, presentando una tasa de crecimiento de 34.7% (US\$6,769 miles) respecto a junio 2020 (US\$19,497 miles), asociado al aumento de las cuentas por cobrar a relacionadas, las cuales registraron un saldo de US\$3,419 miles, aunado a un incremento en los préstamos por cobrar a clientes por un monto US\$4,777 miles, como parte de sus estrategias de otorgamiento de líneas de crédito

⁶ La evaluación de Responsabilidad Social, el nivel Óptimo es equivalente a la categoría RSE2 en una escala de 6 niveles, donde RSE1 es la categoría máxima y RSE6 es la mínima.

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

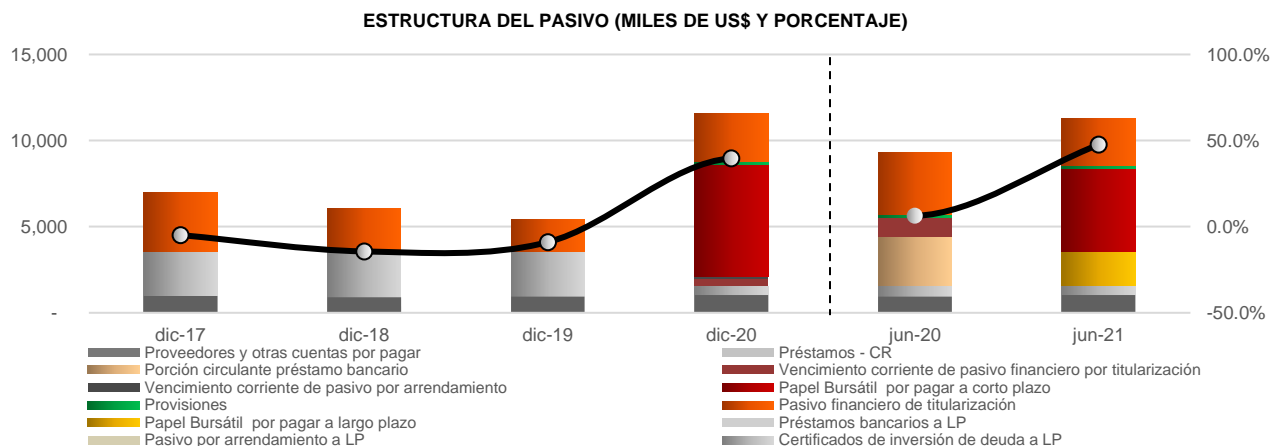


La compañía reflejó una ligera disminución de 2.81% (US\$281 miles) en la Propiedad planta y equipo, como resultado de la respectiva depreciación contable. En cuanto a la estructura la Propiedad, Planta y Equipo neto, estos muestran la mayor participación respecto al total de los activos, con una representación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

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

Pasivos

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

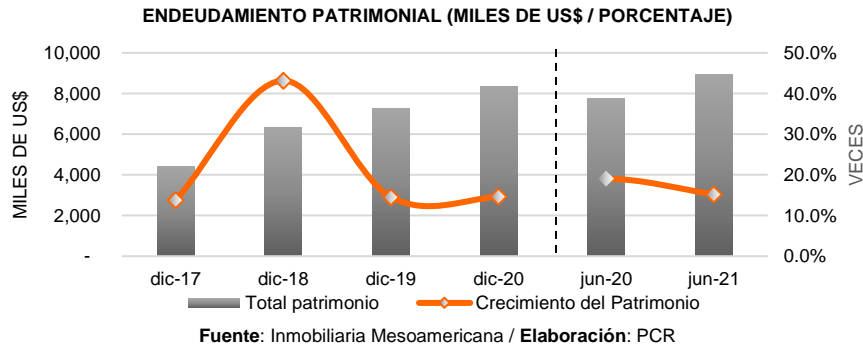


Al período de análisis, el 50.74% de los pasivos totales registrados por Inmobiliaria Mesoamericana corresponden a las obligaciones largo plazo, superior en 0.47 p.p. respecto a la participación reportada en junio 2020; en este sentido, el pasivo con mayor relevancia dentro de la estructura de largo plazo corresponde a la emisión de papel bursátil con una concentración de 20.19%, seguido del pasivo financiero de titularización con una participación del 15.9%, menor a la reportada en junio 2019 (30.53%), y corresponde al Fondo de Titularización Ricorp Titularizadora – Inmobiliaria Mesoamericana Cero Uno (FTRTIME01) suscrito en diciembre de 2013 por un monto de US\$9,300 miles mediante dos

tramos; el tramo 1 por un monto de US\$6,510 miles a un plazo de 10 años y una tasa de interés de 7%, y el tramo 2 por un monto de US\$2,790 miles a un plazo de 7 años y una tasa de interés de 6.5%. Finalmente, los Certificados de Inversión son otro pasivo con alta importancia dentro de la estructura de los pasivos totales, el cual representa a junio 2021 el 8.65% y corresponde al tramo II por un monto de US\$1,500 miles con vencimiento en noviembre de 2024.

Patrimonio

A junio 2021, Inmobiliaria Mesoamericana registró un patrimonio de US\$8,932 miles, con una tasa de crecimiento interanual de 15.2% (US\$1,179 miles), como resultado del incremento de las utilidades retenidas 21.5% (+US\$1,066 miles); cabe destacar que el incremento estaría relacionado a los ajustes por corrección de errores de años anteriores, dicho ajuste fue equivalente a un incremento en las utilidades retenidas de US\$1,931.14 miles⁷. Asimismo, la utilidad del período se ubicó en US\$609 miles, con un crecimiento equivalente al 22.9% respecto a junio 2020.



Riesgos financieros

Como parte de su política para administrar sus riesgos, la institución ha estructurado las siguientes políticas, comités y procesos relacionados al adecuado manejo de sus operaciones:

Riesgo de crédito

La administración de Inmobiliaria Mesoamericana ha desarrollado políticas para el otorgamiento de créditos, de tal forma que la exposición al riesgo crediticio es monitoreada constantemente de acuerdo con el comportamiento de pago de los deudores, la antigüedad de los saldos y las garantías que presenten. El crédito está sujeto a evaluaciones en las que se considera la capacidad de pago, el historial y las referencias del cliente. Asimismo, la Inmobiliaria cuenta con un comité de aprobación integrado por el Presidente de la Junta Directiva, el Representante Legal, el Director Legal y el Ejecutivo Financiero, los cuales determinan la aprobación de cualquier operación que tenga que ver con la adquisición, arrendamiento o venta de bienes inmuebles.

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

Análisis de cartera de crédito

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

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

Préstamos por cobrar a largo plazo

En noviembre de 2014, Inmobiliaria Mesoamericana otorgó a Cartonera Centroamericana, S.A. de C.V., un préstamo mercantil por un monto de US\$2,000 miles a 10 años plazo, con vencimiento en el año 2024, a una tasa de interés de 12.5% anual sobre saldos, durante los primeros 7 años, a partir del octavo año sufriría incrementos anuales acumulativos del 1.5%, sobre la tasa inicial establecida, con un techo máximo de 17%, sobre el saldo del capital. En noviembre de 2016, Cartonera Centroamericana, S.A. de C.V., pagó a Inmobiliaria Mesoamericana, S.A. de C.V., US\$500 miles.

Riesgo Operativo

Con el objetivo de mitigar el riesgo operativo de la entidad, la Inmobiliaria posee un manual de políticas y procedimientos elaborado con recomendaciones del Grupo de Acción Financiera Internacional (GAFI, por sus siglas en inglés), en el cual

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

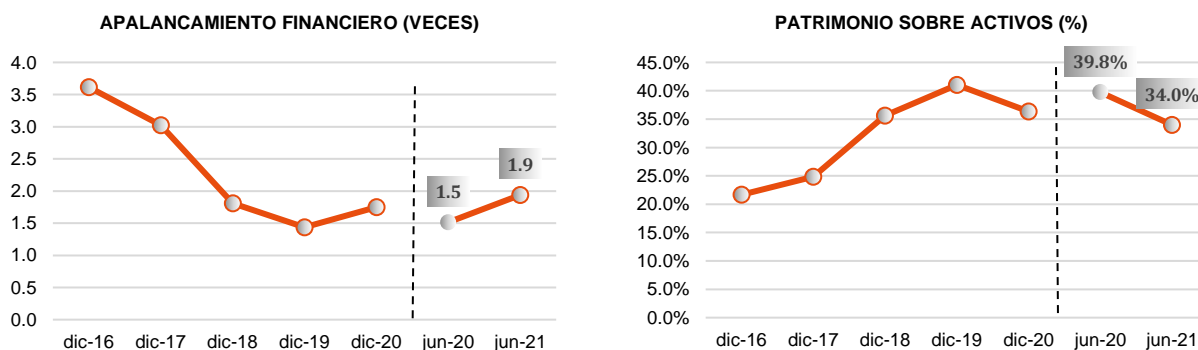
establece los procedimientos a seguir en cada una de sus operaciones, así como el compromiso por mantener un personal capacitado.

Las políticas van orientadas a mitigar los riesgos asociados a las actividades de la entidad, adicionalmente, se han constituido comités que permitan identificar de forma temprana los factores que pudiesen afectar el desempeño de la Inmobiliaria. Algunas de las políticas aplicadas destacan la política contra el lavado de dinero y activos, la cual permite identificar cada nuevo cliente y proveedor, así como monitorear la actividad de los clientes existentes, con el único fin de evitar ser utilizada como medio para legitimar activos provenientes de actividades delictivas. Asimismo, se cuenta con políticas sobre personas expuestas políticamente (PEPs), lo cual permite contar con sistemas apropiados de manejo de riesgo para determinar si el cliente o beneficiario real es una persona políticamente expuesta, contando con una base de datos sobre la información de sus empresas, ingresos, cargo, lugar de trabajo.

Riesgo de solvencia

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

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



Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

Resultados Financieros de Inmobiliaria Mesoamericana

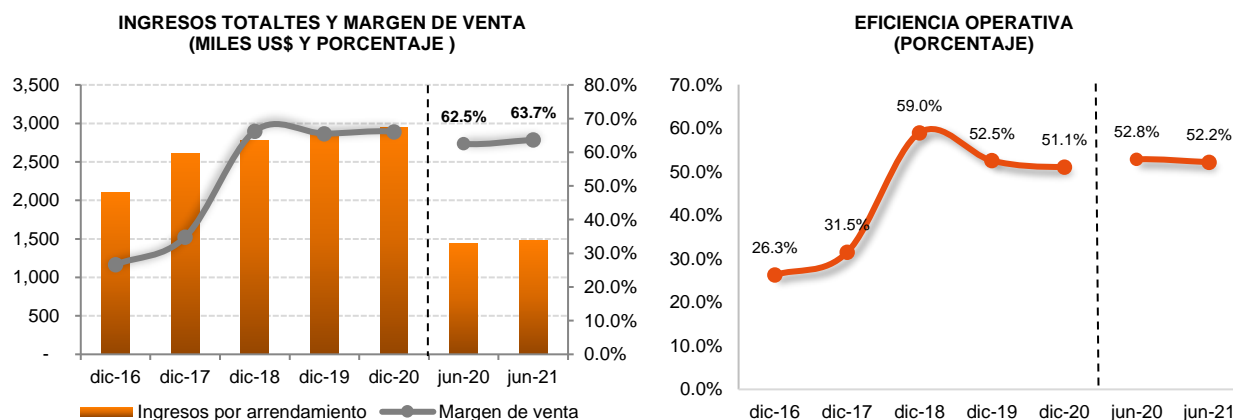
Al 30 de junio 2021, los ingresos de Inmobiliaria Mesoamericana totalizaron los US\$1,482 miles, evidenciando un ligero incremento de 3.0% (US\$43.6 miles) respecto a junio 2020, provenientes de actividades de arrendamiento de inmuebles, maquinaria y vehículos. Cabe destacar que Inmobiliaria Mesoamericana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

Por su parte, los costos de IME se ubicaron en US\$538 miles, con una leve disminución de 0.3% (US\$1.7 miles) respecto a junio de 2020, asociado a los gastos de mantenimiento y depreciación de bienes en arrendamiento. Alineado con lo anterior, la utilidad bruta se ubicó en US\$944 miles, reflejando un crecimiento interanual de 6.0% (US\$45 miles), lo cual generó un margen de venta⁸ de 63.7%, ligeramente por encima respecto al reportado en junio de 2020 (62.5%), debido a la tendencia de los ingresos por arrendamiento.

El indicador de eficiencia operativa se ubicó en 52.2%, sin variaciones significativas respecto en junio 2020 (52.8%)⁹, como resultado de la estabilidad en los ingresos por arrendamiento de la compañía. En este sentido, PCR considera que los niveles de gastos operativos siguen siendo congruentes con los lineamientos estratégicos de Inmobiliaria Mesoamericana en cuanto a la búsqueda de eficiencia por medio de una organización más pequeña, es decir, con baja carga administrativa.

⁸ Margen de venta: Utilidad bruta/Ingresos

⁹ Eficiencia operativa: Utilidad operativa/Ingresos

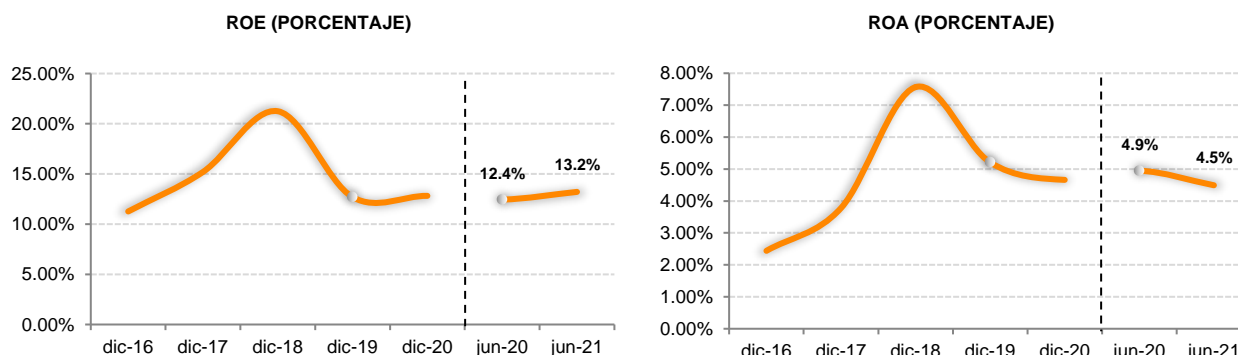


Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

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

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

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



Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

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

Reseña

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

A continuación, se presenta la estructura accionaria de la sociedad:

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

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

Gobierno Corporativo

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

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

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

Gestión Integral de Riesgo

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

Riesgo crediticio

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

Riesgo de tipo de cambio e interés

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

Riesgo tecnológico

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

Productos y estrategias

CARSA es una compañía dedicada a la producción de cajas y productos de cartón y papel, que cuenta con una plaza industrial de 15,000 metros cuadrados. A la fecha de análisis, los segmentos que atiende son: alimentos, bebidas, agroindustria, cuidado personal, maquila, confección, comercio, entre otras. Por su parte, las líneas de producto que ofrece son cajas de corrugado y micro-corrugado, productos promocionales, exhibidores, cartón chip y cara blanca.

Análisis cuantitativo de CARSA

Análisis Financiero

Activos

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

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

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

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

Pasivos

Al período de análisis, los pasivos totales de Cartonera Centroamericana fueron de US\$18,062 miles, registrando una disminución del 7.2% (US\$1,403 miles) respecto al reportado en junio de 2020, asociado a la reducción de los préstamos bancarios de corto plazo de la compañía (-US\$4,411 miles). La contracción de dicha cuenta fue compensada por el comportamiento de los préstamos bancarios de Largo Plazo, los cuales mostraron un crecimiento de 104.1% (+US\$3,327

miles). A junio 2021, CARSA mantiene préstamos fiduciarios otorgados por Inmobiliaria Mesoamericana, S.A. de C.V. De acuerdo con el contrato suscrito en mayo 2014, se establecen las siguientes condiciones; el primer préstamo por la cantidad de US\$1,500 miles con vencimiento en el año 2021 y el segundo préstamo por un monto de US\$2,000 miles con vencimiento en el año 2024 y devengando una tasa de interés de 11.0% y 11.5% respectivamente.

PASIVOS (EN MILES US\$)

Componente	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-20	jun-21
Proveedores y otras cuentas por pagar	3,949.3	1,540.3	1,649.2	1,179.9	1,363.8	1,228.9
Cuentas por pagar – CR	407.2	203.1	208.8	553.9	304.6	983.2
Préstamos bancarios a CP	8,042.6	6,804.8	6,239.7	5,576.2	9,550.0	5,138.9
Provisiones	351.4	475.5	1,213.4	963.2	1,273.0	313.0
Préstamo fiduciario	3,500.0	3,500.0	3,500.0	3,500.0	3,500.0	3,500.0
Préstamos bancarios a LP	-	2,830.8	3,065.8	7,594.2	3,195.0	6,522.5
Obligaciones laborales	-	-	302.1	302.1	279.0	375.8
ISR Diferido	320.4	302.1	-	-	-	-
Total Pasivos	16,570.9	15,656.6	16,179.0	19,669.5	19,465.4	18,062.3

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

Patrimonio

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

PATRIMONIO (EN MILES US\$)

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

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

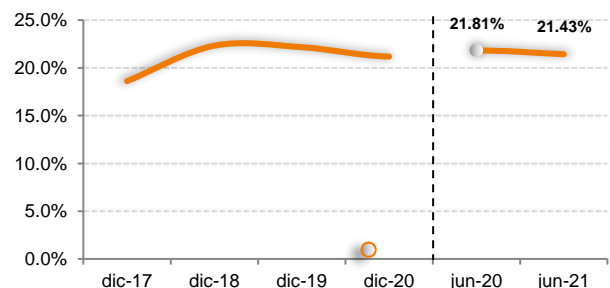
Análisis de Resultados

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

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

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

MARGEN DE VENTA (PORCENTAJE)



Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

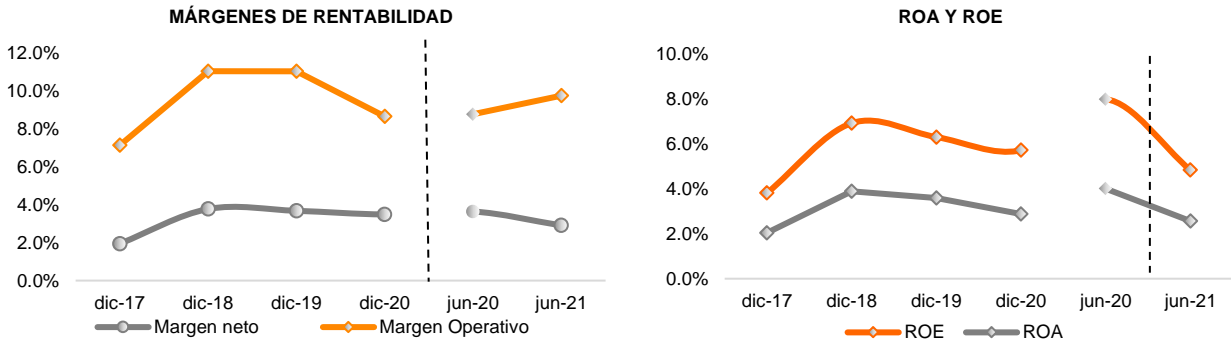
En línea con lo anterior, el margen de venta de Cartonera Centroamericana se ubicó en 21.4%, ligeramente inferior al 21.8% registrado en junio de 2020, como resultado de la mayor contracción de las ventas respecto a los costos. La reducción observada en los costos (-2.38%) estaría asociada en parte a la eficiencia de los procesos productivos que se han desarrollado en los últimos periodos, siendo la estrategia operativa el enfoque a la mejora y protección del margen, no obstante, el descenso de los ingresos reflejó una ligera disminución en los resultados, evidenciando un leve deterioro en el margen de utilidad bruta y EBITDA.

Análisis de Rentabilidad y Cobertura

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

Por su parte, al período de análisis se observa una mayor rotación de los activos en 2.47 veces al compararlos con el registrado en junio de 2020 (2.38 veces), producto de la reducción de los inventarios. Pese a la mayor rotación de los

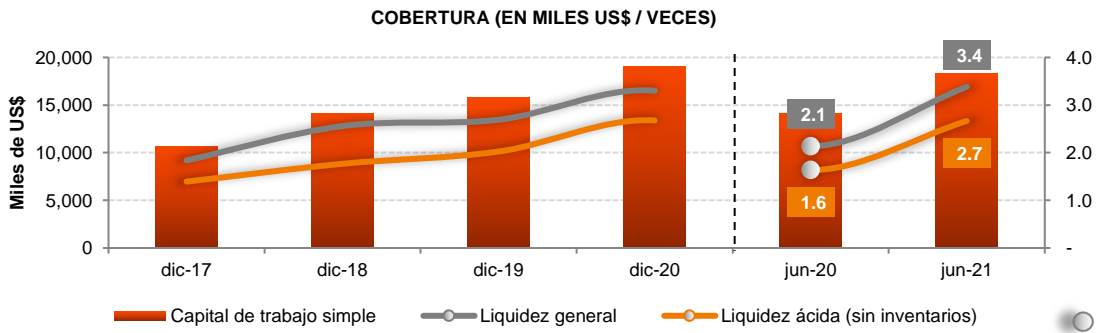
activos, el rendimiento sobre activos (ROA) se vio mermado por el deterioro de los principales márgenes de rentabilidad ante la disminución de las ventas de CARSA, lo cual ha evidenciado un indicador de 2.57%, inferior al reportado en junio de 2020 (4.0%). Alineado con lo anterior, el rendimiento patrimonial (ROE) se posicionó en 4.8%, menor en 3.2 p.p. reportado el período pasado (8.0%).



Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

Liquidez

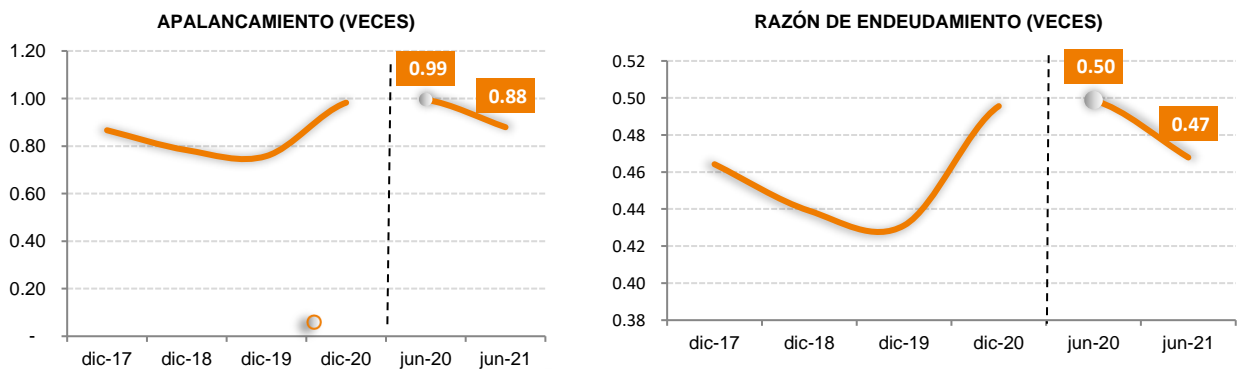
A junio 2021, la liquidez general de CARSA se ubicó en 3.4 veces, superior a la reportada en junio de 2020 (2.1 veces), como resultado de la ligera disminución de los activos corrientes 2.7% (-US\$ 726 miles), respecto a la mayor contracción de los pasivos corrientes 38.6% (-US\$4,827 miles), ante la reducción de los préstamos bancarios de corto plazo. Asimismo, el índice de liquidez ácida fue de 2.7 veces, superior al 1.6 veces reportado en junio 2020, favorecido por la disminución de los inventarios (-11.9%). Los índices de liquidez muestran una holgada capacidad para hacer frente a sus obligaciones de corto plazo ante cualquier eventualidad.



Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

Endeudamiento y solvencia

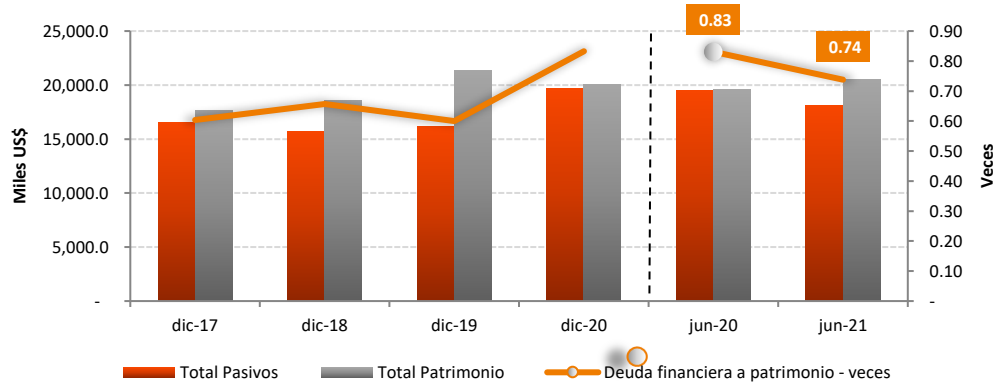
Al 30 junio de 2021, el ratio de deuda total a patrimonio se ubicó en 0.88 veces, reflejando una tendencia decreciente (junio 2020: 0.96 veces), derivado de la disminución de los préstamos bancarios de corto plazo, lo cual influyó en la reducción de los pasivos totales (-7.2%). Por su parte, los niveles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



Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

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

DEUDA FINANCIERA A PATRIMONIO (VECES)



Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

Resumen del Instrumento Clasificado.

DATOS BÁSICOS DE LA EMISIÓN

CONCEPTO	DETALLE
Nombre del emisor	: Inmobiliaria Mesoamericana S.A. de C.V.
Denominación	: CIIMSA01
Clase de Valor	: Certificados de Inversión representado por anotaciones electrónicas de valores en cuenta.
Definición del Instrumento	Son títulos que representan una parte de un crédito constituido a cargo de una sociedad registrada como Emisora de Valores. Por sus características, estos títulos son considerados de renta fija y equivalentes con un bono, con la diferencia que los tenedores de estos no forman Juntas de tenedores de Bonos y que pertenecen a la categoría de títulos no reglamentados
Monto máximo de la emisión	: De hasta cuatro millones de dólares de los Estados Unidos de América (\$4,000,000.00) que serán colocados en dos o más tramos de hasta dos millones de dólares de los Estados Unidos de América (\$2,000,000.00) cada uno.
Plazo de la emisión	: La emisión cuenta con un plazo desde uno hasta nueve años a partir de la fecha de colocación de cada tramo.
Transferencia de los valores	: Los traspasos de los valores representados por anotaciones electrónicas de valores en cuenta son por medio de transferencia contable en el Registro de Cuenta de Valores que lleva la Central de Depósito de Valores, S.A. DE C.V. (CEDEVAL, S.A. de C.V.) de forma electrónica.
Obligaciones de no hacer	: El emisor se obliga a no vender, pignorar, dar en garantía o caución, y/o transferir bajo ningún título o modo, ni constituir derecho real o personal alguno, a favor de terceros, sobre los préstamos prendarios relacionados en los literales a), b) y c) de la presente característica, así como sobre los flujos económicos derivados de los mismos. Dicha obligación estará sujeta al plazo de cada tramo de la presente emisión, estipulada en las características Plazo y Estructuración de los tramos del presente contrato y de 15 conformidad a la cláusula de la Estructuración de los tramos a negociar de la Emisión.
Obligaciones de hacer	: El emisor se obliga y se compromete a utilizar y destinar única y exclusivamente, los flujos económicos derivados de los préstamos prendarios relacionados en los literales a), b) y c) de la presente característica, para el pago de las obligaciones derivadas de los certificados de inversión de la presente Emisión. En el caso que la sociedad Cartonera Centroamericana S.A. de C.V., realice el prepago o pago anticipado de los créditos anteriormente indicados y relacionados en esta misma característica sea total o parcialmente, el pago recibido por el emisor será utilizado y destinado única y exclusivamente para el pago de las obligaciones derivadas de los certificados de inversión de la presente Emisión, quedando prohibido un destino diferente al mismo. Este caso en particular, también se someterá al plazo fijado para cada uno de los tramos, tal cual lo establecen las características Plazo y Estructuración de los tramos, sobre el plazo de los tramos a colocar. En caso de incumplimiento de las obligaciones de la presente característica y en especial de las obligaciones de hacer y no hacer aquí descritas, el plazo de los tramos caducará, lo que dará derecho a cada tenedor de los certificados de inversión derivados de la presente emisión, a que pueda exigir la petición de cumplimiento de lo aquí establecido so pena de iniciar las acciones ordinarias o ejecutivas contenidas en el Código Procesal Civil y Mercantil.
Interés Moratorio	: En caso de mora en el pago de capital, el emisor reconocerá a los Tenedores de los valores, además, un interés del 5.00% anual sobre la porción del capital de la cuota correspondiente en mora.
Destino de los recursos:	: Los fondos que se obtengan por la negociación de la presente emisión serán destinados para la cancelación de préstamos mercantiles de Inmobiliaria Mesoamericana S.A. de C.V.

Fuente: The Network Co./ Elaboración: PCR

Características del instrumento clasificado

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

DETALLE DE LA EMISIÓN

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

Fuente: The Network Co./ Elaboración: PCR

Características de los Tramos

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

A opción de Inmobiliaria Mesoamericana S.A. de C.V., podrá haber redenciones anticipadas de capital, parciales o totales, a partir del décimo trimestre o en los trimestres sucesivos después de cada tramo de emisión, previo acuerdo de la Junta Directiva de Inmobiliaria Mesoamericana S.A. de C.V., en el cual se establecerá el procedimiento respectivo y que oportunamente, con un plazo mínimo de 5 días hábiles, se hará del conocimiento de la Bolsa de Valores y CEDEVAL. La Bolsa de Valores hizo del conocimiento del mercado las condiciones de redención anticipada que le hayan sido comunicadas. Cabe mencionar que durante el mes de junio de 2020, IME realizó la redención total del tramo I correspondiente a la Emisión de Certificados de Inversión por un monto de US\$2.00 millones.

Resumen de Estados Financieros Auditados

Inmobiliaria Mesoamericana

BALANCE GENERAL (MILES DE US\$)

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

Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

ESTADO DE RESULTADOS (MILES DE US\$)

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

Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

INDICADORES FINANCIEROS

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

Fuente: Inmobiliaria Mesoamericana / Elaboración: PCR

Cartonera Centroamericana

BALANCE GENERAL (MILES DE US\$)

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

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

ESTADO DE RESULTADO (MILES DE US\$)

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

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

INDICADORES FINANCIEROS

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

Fuente: Cartonera Centroamericana / Elaboración: PCR

Nota sobre información empleada para el análisis

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

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