

## FONDO DE TITULARIZACIÓN HENCORP VALORES CORPORACIÓN PIRÁMIDE CERO UNO-FTHVCOP01

### Informe de mantenimiento de clasificación de riesgo

Sesión Ordinaria: N° 6172017 del 13 de octubre de 2017.

Información financiera no auditada al 30 de junio del 2017 y auditada al 31 de diciembre del 2016.

**Contactos:** Claudia Córdova Larios  
Marco Orantes Mancia

Analista financiero  
Analista financiero

[ccordova@scriesgo.com](mailto:ccordova@scriesgo.com)  
[morantes@scriesgo.com](mailto:morantes@scriesgo.com)

#### Clasificación de riesgo:

Tipo	VALORES DE TITULARIZACIÓN			
	ANTERIOR		ACTUAL	
	Clasificación	Perspectiva	Clasificación	Perspectiva
VTHVCOP01	AA-	Negativa	A+	Estable

La clasificación otorgada varió respecto a la anterior.

#### Explicación de la clasificación otorgada:

**AA:** 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.

**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.

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 riesgo, mientras que el signo "-" indica un nivel mayor de riesgo.

**Perspectiva Estable:** Se percibe una baja probabilidad de que la calificación varíe en el mediano plazo.

**Perspectiva Negativa:** Se percibe una alta probabilidad de que la calificación desmejore en el mediano plazo.

#### Fundamentos

##### Fortalezas:

- La estructura de pagos de la emisión ha cubierto la cuota mensual cedida en favor de los inversionistas desde el inicio de la transacción. La captura de liquidez directamente de las ventas provee prelación operativa a los inversionistas frente a otros acreedores.

- El mantenimiento de un fondo de reserva de efectivo en el Fondo de titularización, genera una cobertura permanente de un máximo de tres pagos mensuales de capital e intereses de los bonos emitidos.
- La experiencia del originador operando su modelo de negocios en el segmento de restaurantes de mantel blanco y la capacidad de incorporar nuevas franquicias reconocidas para fortalecer la estructura del Fondo.
- La desconcentración de clientes, en virtud de los segmentos atendidos y la naturaleza *retail* de los servicios y productos brindados por las sociedades cedentes.
- La calidad crediticia, trayectoria y experiencia de los agentes colectores (Banco Promerica y Banco de América Central), respalda la captura de liquidez y su traslado al fondo de titularización, reduciendo riesgos operativos.

##### Retos:

- Las variaciones en el portafolio de marcas administradas, número de salas de ventas y sus ubicaciones, plantean un desafío para sostener el tráfico de clientes y volumen de ventas.
- Las coberturas de flujos sobre la cesión y el servicio de la deuda muestran una tendencia decreciente, explicado por el menor volumen de ingresos de los últimos dos años.
- Las utilidades operativas de las sociedades cedentes han sido afectadas ante el recurrente descenso en el volumen de ventas y los mayores gastos de operación.
- Controlar los niveles de endeudamiento dado el comportamiento observado en los últimos periodos.
- Inyecciones de capital fresco son necesarias para fortalecer el patrimonio del originador, principalmente en las sociedades que presentan mayor exposición.

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

El detalle de toda la escala de clasificación que utiliza la Clasificadora podrá ser consultado en nuestra página [www.scriesgo.com](http://www.scriesgo.com)

## Amenazas:

- El sector de restaurantes está expuesto a las fases bajas del ciclo económico. Lo cual, puede limitar la capacidad de incrementar el volumen de negocios del Grupo.
- Disminución de flujo migratorio, dadas las nuevas políticas de Estados Unidos podría derivar en una contracción de las remesas familiares, esto afecta directamente en el sector consumo.
- Cambios regulatorios y fiscales, pueden limitar el ambiente operativo y de negocios del Grupo.

La baja en la clasificación obedece a que los flujos cedidos han disminuido ante el menor volumen de ventas, debilitando las coberturas sobre el monto de cesión. Asimismo, las sociedades cedentes muestran una tendencia a la baja de sus márgenes operativos, lo cual ha dificultado el crecimiento orgánico a través de su negocio fundamental. Cabe señalar, que el Fondo ha efectuado oportunamente el pago de sus obligaciones, sin tener la necesidad de recurrir a las cuentas en reserva. Además, GCOPI ha cumplido con sus *ratios* de obligatoriedad hasta el periodo analizado en este reporte.

## Resumen de la emisión.

Grupo Pirámide (en adelante GCOPI) a través de sus empresas: Corporación Pirámide S.A. de C.V., JSH de El Salvador, S.A. de C.V., Restaurantes y Tabernas, S.A. de C.V. y Premiun Steak Restaurants, S.A. de C.V., cedieron al Fondo de Titularización gestionado por la Sociedad Hencorp Titularizadora, LTDA., los flujos futuros derivados de los ingresos de la explotación comercial de restaurantes de reconocidas franquicias, para servir como fuente de pago de la serie de valores de titularización emitida por el fondo de titularización denominado FTHVCOP01. Todas las empresas mencionadas funcionan como cedentes de manera solidaria.

Los flujos futuros capturados corresponden a los primeros ingresos de cada mes que las sociedades cedentes generan por las ventas de bienes y servicios realizados a sus clientes que pagan por medio de tarjetas de crédito o de débito. La estructura incluye también cualquier otro ingreso que estuvieren facultadas legal o contractualmente las sociedades a percibir.

GCOPI emitió sendas órdenes irrevocables de pago (OIPS) hacia los agentes colectores (Banco Promerica y BAC El Salvador) a favor del Fondo de Titularización. Por medio de tales órdenes, se generan las capturas de liquidez que son transmitidos al patrimonio independiente y que sirven como la fuente principal del repago de los valores de titularización (VTHVCOP01). Además, existe un contrato de fondeo en caso

de mora, a cargo de la sociedad CARC, S.A. de C.V., y un contrato de fianza solidaria a cargo de la sociedad Restaurantes RT, S.A. en beneficio de la fortaleza de la estructura y tenedores de los bonos, de tal forma que si no se alcanza a enterar la porción que corresponde, estas sociedades responderán solidariamente.

## Cuadro resumen de la estructura.

Emisión	Valores de Titularización Hencorp Valores Corporación Pirámide 01-VTHVCOP01
Emisor y estructurador	Hencorp Valores, LTDA.
Originadores	COPI, S.A. de C.V. JSH de El Salvador, S.A. de C.V. Restaurantes y Tabernas, S.A. de C.V. Premiun Steak Restaurants, S.A. de C.V.
Custodia-Depósito	Anotaciones electrónicas depositadas en los registros electrónicos de CEDEVAL, S.A.
Monto	US\$8,415,000.00
Tramo	Único
Tasa	6.85%
Plazo	8 años
Activos subyacentes:	Cuentas por cobrar a favor de las sociedades por las ventas de bienes y servicios que éstas realizan a sus clientes mediante la utilización de tarjetas de crédito o de débito.
Protección y mejoradores crediticios.	<ul style="list-style-type: none"><li>• Exceso de flujos de efectivo derivado de la explotación comercial de la cadena de restaurantes.</li><li>• Contrato de fondeo en caso de mora aplicado a CARC, S.A. de C.V. a favor del Fondo de titularización.</li><li>• Reserva de fondos equivalentes al pago de los tres próximos montos mensuales de flujos financieros futuros.</li><li>• Restaurantes RT, S.A. como fiadora solidaria a favor del Fondo de titularización.</li></ul>
Pago intereses y principal:	Mensual
Monto a ceder	Mes 1 -24: US\$85.0 mil mensuales Mes 25 -60: US\$115.0 mil mensuales Mes 61 -96: US\$158.0 mil mensuales
Fecha de colocación	27 de agosto del 2013

## Contexto económico

### Producción nacional

De acuerdo con el Banco Central de Reserva (BCR), El Salvador experimentó una expansión económica del 2.3% al finalizar el segundo trimestre del 2017. La Comisión Económica para América Latina (CEPAL), estima que para el 2017 la actividad económica registrará una expansión del

## OFICINAS REGIONALES

**Costa Rica: (506) 2552-5936**  
Cartago, Residencial El Molino  
Edificio Platino Segunda Planta

**Panamá: (507) 6674-5936 | 260-9157**  
Edificio Golden Point, Piso 16  
Oficina 2, Vía Ricardo J. Alfaro

**El Salvador: (503) 2243-7419**  
Centro Profesional Presidente, final Avenida  
La Revolución, Local A-4 Colonia San Benito

2.5%, como consecuencia de nuevos proyectos de inversión pública, privada y extranjera. La economía salvadoreña exhibe un lento crecimiento exacerbado por factores que persisten y limitan la realización de cambios estructurales entre estos un ambiente político polarizado, los elevados niveles de criminalidad y elevados niveles de deuda pública. La falta de acuerdos entre las fracciones políticas ha limitado la obtención de financiamiento externo y ha debilitado los avances en materia fiscal, que combinado con la situación económica ha conducido a una tendencia a la baja de las calificación de riesgo soberano por parte de las clasificadoras de riesgo internacionales.

Se señala como factor de riesgo, las restricciones al financiamiento en mercados nacionales e internacionales, deterioro fiscal, baja inversión extranjera directa y el modesto crecimiento económico. Los retos estarán vinculados a mejorar el crecimiento económico, reducir desequilibrios fiscales, estabilizar la deuda pública y mejorar el entorno político y de negocios.

### Deuda pública

El saldo de la deuda pública total fue de US\$17,876.3 millones (66.7% del PIB), experimentando un crecimiento interanual del 5.8%, equivalente a US\$977.3 millones al finalizar junio 2017. La tendencia al alza de la deuda pública, tiene su origen en las recurrentes emisiones de deuda, cuyo propósito es estabilizar la brecha déficit fiscal, lo cual constituye un factor de riesgo importante dado los persistentes déficit fiscales que han rondado el 4% del PIB en los últimos cinco años. Durante el mismo periodo, la deuda externa fue de US\$9,790.2 millones, mostrando un incremento del 10.3%, mientras que la deuda pública interna creció en 0.8% representando el 45.2% de la deuda total.

### Inflación

La inflación medida por las variaciones en el Índice de Precios al Consumidor (IPC) registró una inflación de 0.9% a junio 2017. Entre los rubros que obtuvieron mayores aumentos destacan: alojamiento, agua, electricidad y otros (5.3%); bebidas alcohólicas y tabaco (3.2%); restaurantes y hoteles (1.5%); y educación (1.1%). Mientras que prendas de vestir y calzado (-1.6%); recreación y cultura (-1.6%); y comunicaciones (-1.1%), mostraron un desempeño contrario.

### Tasa de interés

A junio 2017, la tasa básica pasiva se ubicó en 4.48%, igual a lo registrado un año antes. Por su parte, la tasa activa promedio fue de 6.56%, ligeramente inferior al 6.58% de junio 2017.

### Evolución de las tasas de interés promedio ponderada mensual En términos nominales



Fuente: elaboración propia con base en datos del BCR

### Remesas familiares

Las remesas familiares han presentado un buen desempeño a junio 2017, explicado por la propensión de los migrantes a ahorrar, reflejo de la incertidumbre generada por las nuevas decisiones para inmigrantes adoptadas por el gobierno de los EEUU. De acuerdo con datos publicados por el BCR, la tasa de crecimiento de las remesas familiares fue de 10.5%, acumulando US\$2,454.2 millones (16.0% del PIB), cifra superior en US\$233.1 millones a lo registrado a junio 2016. Cabe mencionar que la sostenibilidad del flujo de las remesas continuará en función de las políticas migratorias que adopte la administración de EEUU.

### Sector de Comercio, Restaurantes y Hoteles

De acuerdo a datos publicados por el Banco Central de Reserva (BCR), el sector comercio, restaurantes y hoteles, creció 2.7% a junio 2017, a un mayor ritmo relativo respecto a junio 2016 (2.2%). En el primer semestre del 2017, el sector se recuperó luego de que en el año 2016 experimentara niveles de crecimiento ligeramente por debajo del PIB. No obstante, su desempeño ha demostrado una fuerte correlación con el de la economía.

### Evolución del sector comercio, restaurantes y hoteles PIB a precios constantes



Fuente: elaboración propia con base en datos del BCR.

## OFICINAS REGIONALES

**Costa Rica: (506) 2552-5936**  
Cartago, Residencial El Molino  
Edificio Platino Segunda Planta

**Panamá: (507) 6674-5936 | 260-9157**  
Edificio Golden Point, Piso 16  
Oficina 2, Vía Ricardo J. Alfaro

**El Salvador: (503) 2243-7419**  
Centro Profesional Presidente, final Avenida  
La Revolución, Local A-4 Colonia San Benito

En promedio el sector comercio, restaurantes y hoteles concentró el 20.8% de la producción total del país a junio 2017. Una mayor vulnerabilidad a las fluctuaciones de la economía, factores vinculados a la problemática social y un alto componente de estacionalidad, determinaron de forma conjunta el volumen de actividad de restaurantes y hoteles al finalizar junio 2017.

## Sociedad Titularizadora

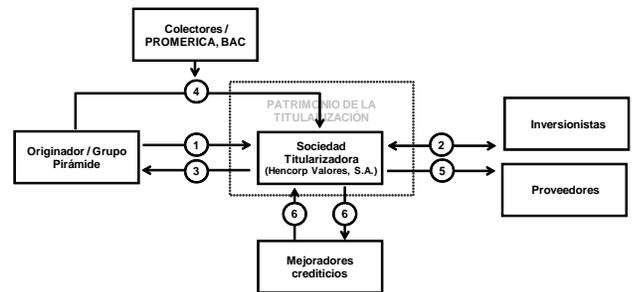
Hencorp Valores, LTDA., Titularizadora se estableció en el año 2008 como la primera sociedad titularizadora en El Salvador, de manera que su finalidad especial es constituir, integrar y administrar Fondos de Titularización de conformidad con las Leyes Salvadoreñas. En consideración de las estrategias adoptadas por la administración, el crecimiento de la sociedad ha sido relevante, administrando a la fecha, varias estructuras colocadas en el mercado de valores local.

El 29 de diciembre de 2016, el Consejo Directivo de la Superintendencia del Sistema Financiero en sesión No. CD-47/2016, autorizó la modificación del Pacto Social de la Sociedad Hencorp Valores, S.A. Titularizadora, por transformación de la naturaleza jurídica de Sociedad Anónima a Sociedad de Responsabilidad Limitada, denominándose Hencorp Valores, Limitada, Titularizadora.

ejecutivos de mayor experiencia ocupan posiciones gerenciales que demandan capacidad de estructuración financiera y ejecución, debido a lo especializado de los productos de la empresa. Las prácticas de Gobierno Corporativo están reveladas en el Código de Ética y Gobierno Corporativo y la divulgación de la información cumple con los estándares locales.

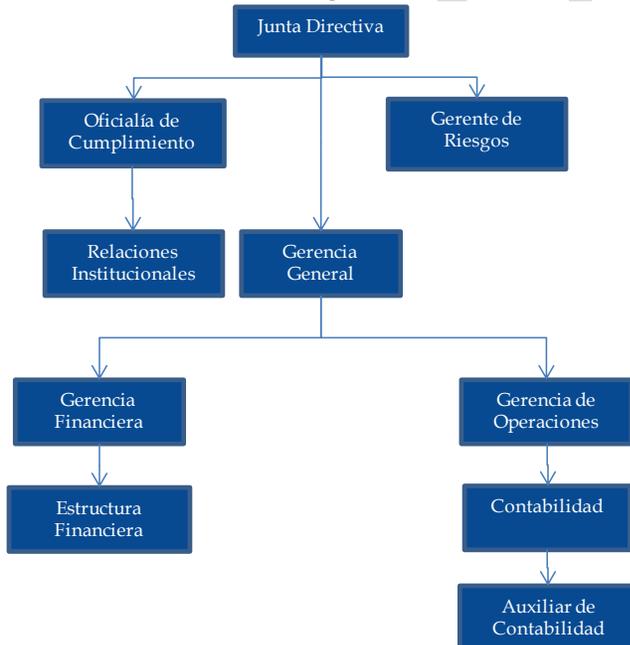
Hencorp Valores, LTDA., Titularizadora, cuenta con un esquema de gestión integral de riesgo que tiene la responsabilidad de monitorear y supervisar el proceso a lo largo de la cadena de titularización. Para ello, se apoya en el Manual Integral de Riesgo que determina el involucramiento de la Junta Directiva como responsable principal en la gestión de las exposiciones. El documento también identifica los factores y tipos de riesgo, determinando las políticas de gestión de acuerdo a cada tipología del riesgo identificado.

## Componentes de la estructura.



Elaboración: SCRiesgo Clasificadora

## Estructura organizativa



Elaboración: SCRiesgo Clasificadora con información de Titularizadora.

El equipo directivo cuenta en promedio con más de 20 años de experiencia en el sector financiero, mientras en la estructura organizacional, que es relativamente liviana, los

1. Mediante contrato de cesión de flujos futuros, GCOPI cedió los primeros ingresos de cada mes de las sociedades cedentes, generados por la recolección de las cuentas por cobrar a favor de las sociedades, por las ventas de bienes y servicios que estas realizan a sus clientes mediante la utilización de tarjetas de crédito o de débito, provenientes de la explotación comercial de los restaurantes operados por las sociedades siguientes:

- COPI, S.A. de C.V., sociedad salvadoreña constituida el diecisiete de octubre de 1983, maneja la operación de restaurantes con franquicias internacionales como Tony Roma's y Bennigan's La Gran Vía, además del restaurante nacional Paradise.
- JSH de El Salvador, S.A. de C.V., Sociedad salvadoreña constituida el veintisiete de diciembre de 2003, maneja la operación del restaurante con franquicias internacional Benihana.
- Restaurantes y Tabernas, S.A. de C.V. sociedad salvadoreña constituida el seis de octubre de 2011, maneja la operación del restaurante con franquicia internacional Bennigan's Torre Futura.
- Premiun Steak Restaurants, S.A. de C.V. sociedad salvadoreña constituida el seis de octubre de 2011. Hasta

## OFICINAS REGIONALES

**Costa Rica: (506) 2552-5936**  
Cartago, Residencial El Molino  
Edificio Platino Segunda Planta

**Panamá: (507) 6674-5936 | 260-9157**  
Edificio Golden Point, Piso 16  
Oficina 2, Vía Ricardo J. Alfaro

**El Salvador: (503) 2243-7419**  
Centro Profesional Presidente, final Avenida  
La Revolución, Local A-4 Colonia San Benito

el año 2015, manejó la operación del restaurante con franquicia internacional Ruth's Chris Steak House. De acuerdo a la administración, a partir del año 2016, el restaurante Paradise registra sus movimientos contables en esta sociedad.

2. Estructurador: Hencorp Valores LTDA. Titularizadora, sociedad autorizada por la Superintendencia del Sistema Financiero para operar como sociedad titularizadora el trece de octubre de dos mil ocho, de conformidad a la Ley de Titularización de Activos.
3. Emisor: Fondo de Titularización Hencorp Valores Corporación Pirámide Cero Uno, que puede abreviarse "FTHVCOP 01".
4. Sociedad de titularización: Hencorp Valores, LTDA., Titularizadora.
5. Agentes colectores: Banco Promerica (Primario) y El Banco de América Central, BAC (Secundario). Estas instituciones tienen la facultad de cobrar y percibir por cuenta de la Titularizadora los primeros ingresos de cada mes de las sociedades cedentes. Lo anterior, en su calidad de colectores del Fondo de titularización.
6. Patrimonio de la titularización: patrimonio del Fondo de Titularización Hencorp Valores Corporación Pirámide Cero Uno, que puede abreviarse "FTHVCOP 01", Fondo de Titularización creado como un patrimonio independiente del patrimonio del originador.
7. Cuentas de recaudación: cuentas colectoras formalizadas en instituciones bancarias locales dispuestas para recibir los pagos efectuados por los clientes de los restaurantes mediante tarjetas de crédito o débito y que posteriormente serán transferidas a la cuenta discrecional (esta cuenta mantendrá una cuota como balance mínimo).
8. Cuenta discrecional: cuenta de depósito bancaria abierta por el Fondo de titularización en los bancos debidamente autorizados para realizar operaciones pasivas por la Superintendencia del Sistema Financiero, en la cual se depositan los ingresos cedidos mediante la aplicación de la Orden Irrevocable de Pago (OIP).
9. Cuenta restringida: Cuenta de depósito bancaria abierta en una institución debidamente autorizada por la Superintendencia del Sistema Financiero, que funciona como un fondo de liquidez, cuyo saldo será equivalente al pago de los próximos noventa días de capital e intereses (mas otros gastos) de los dos tramos que conforman la emisión. Su saldo inicial será constituido de la colocación de los instrumentos.

10. Cedentes solidarios: En caso de que el flujo de ingresos de una sociedad no alcance a cubrir el monto de su cesión mensual, COPI actúa como cedente solidario cediendo el monto necesario para completar la cuota global cedida. Además, las sociedades CARC y Restaurantes RT actúan como garantes de tercer orden, aceptando una OIP a favor de Fondo de titularización, la cual se hará efectiva en caso de que la captura de liquidez no sea suficiente para honrar el servicio de la deuda en cualquier periodo durante la vigencia de la emisión.

#### Mejoras crediticias.

1. Contrato de Fondeo en Caso de Evento de Mora a cargo de la Sociedad CARC, S.A. de C.V. actuando como garante de tercer orden. El contrato a favor del Fondo de titularización, se hará efectivo en caso de que los recursos no sean suficientes para honrar el servicio de la deuda en cualquier periodo durante la vigencia de la emisión. Además, los pagos que deben realizar las sociedades cedentes a CARC por la prestación de servicios administrativos, quedarán subordinados al cumplimiento oportuno de la entrega de los montos de cesión mensual correspondientes por parte de las Sociedades cedentes.
2. Los fondos mantenidos en la cuenta restringida en un monto equivalente al pago de los próximos noventa días para ambos tramos de la emisión.
3. En caso de que el flujo de ingresos de las sociedades participantes no alcance a cubrir el monto de su cesión mensual, la sociedad Restaurantes RT, S.A, actuará como fiadora solidaria brindando respaldo operativo adicional de la emisión para garantizar las obligaciones emanadas del contrato de cesión en cualquier periodo durante la vigencia de la emisión.

#### Cumplimiento de ratios financieros.

Las cedentes se encuentran sujetas a cumplir con el *ratio* financiero siguiente: el total de la suma de los saldos finales de la deuda bancaria no podrá ser superior al total de los ingresos anuales registrados durante el año fiscal anterior. Este *ratio* que debe ser medido a la mitad y al final cada año fiscal, presentó cumplimiento al cierre de junio 2017.

#### Resguardos:

1. Obligatoriedad sobre el mantenimiento de la vigencia de las diferentes pólizas de seguro durante el plazo de la emisión.
2. Obligatoriedad sobre el mantenimiento de los permisos de operación propios del giro del negocio.

#### OFICINAS REGIONALES

**Costa Rica: (506) 2552-5936**  
Cartago, Residencial El Molino  
Edificio Platino Segunda Planta

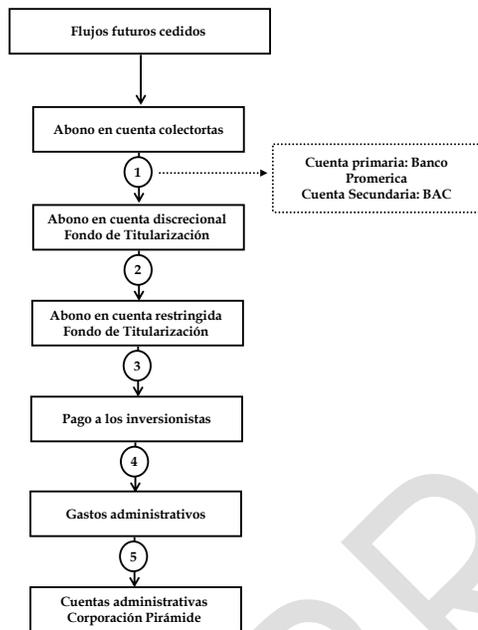
**Panamá: (507) 6674-5936 | 260-9157**  
Edificio Golden Point, Piso 16  
Oficina 2, Vía Ricardo J. Alfaro

**El Salvador: (503) 2243-7419**  
Centro Profesional Presidente, final Avenida  
La Revolución, Local A-4 Colonia San Benito

- Prohibición para decretar reparto de dividendos por parte de las sociedades cedentes en caso se encuentre en incumplimiento a las obligaciones contraídas en el contrato de cesión de flujos financieros futuros.

### Distribución de pagos:

Todo pago se hará por la Sociedad titularizadora con cargo al Fondo de titularización, a través de la cuenta de depósito bancaria denominada cuenta discrecional, en el siguiente orden:



Elaboración: SCRiesgo Clasificadora

- Banco Promerica y BAC recibe los primeros flujos de ingresos y los traslada a la cuenta discrecional del Fondo de titularización hasta completar la cuota cedida. El BAC funciona como colector secundario.
- Abono de la cantidad necesaria en la cuenta bancaria denominada cuenta restringida hasta que su saldo sea equivalente como mínimo al pago de 90 días de la cesión al fondo.
- El Fondo de titularización genera los pagos de la emisión, amortización de las obligaciones a favor de los tenedores de valores VTHVCOP01.
- Pago de las comisiones a la Sociedad titularizadora y otros costos y gastos adeudados a terceros.
- No podrán trasladarse recursos excedentes a GCOPI sino hasta después de haber cubierto el pago de intereses y principal de los certificados.

### Eventos de pérdidas y amortización anticipada.

De producirse situaciones que impidan la generación proyectada del flujo de fondos y una vez agotados los recursos del Fondo de titularización, los tenedores de valores deberán asumir las eventuales pérdidas que se produzcan como consecuencia de tales situaciones, sin perjuicio de exigir el cumplimiento de las garantías establecidas en el contrato de titularización.

En caso de presentarse circunstancias económicas y financieras que pongan en riesgo el flujo de fondos proyectado establecido en el contrato de titularización, corresponderá a los tenedores de valores decidir si se da una redención anticipada de los valores, para la cual será necesario el acuerdo tomado por la Junta General Extraordinaria de Tenedores de Valores.

### Procedimiento en caso de mora.

Si diez días antes de una fecha de pago de intereses o capital de la emisión de valores de titularización que realice la titularizadora con cargo al Fondo de Titularización Hencorp Valores Corporación Pirámide Cero Uno, las erogaciones realizadas por las cedentes al fondo de titularización antes relacionado, no han completado el monto mensual establecido, las sociedades contarán con un período para solucionar esta situación y completar el pago de todas las cesiones que se encuentren pendientes conforme el detalle de cesiones, pudiendo para ello, si es necesario, realizar aportes adicionales a la cesión mensual, este período será de hasta diez días antes de la siguiente fecha de pago de la emisión de valores de titularización.

En caso que las sociedades, no logren hacer los aportes adicionales requeridos para solventar dicha situación, la Titularizadora requerirá por escrito a la Sociedad CARC que haga efectiva la Orden Irrevocable de Pago suscrita entre las sociedades y debidamente aceptada por esta, según los términos establecidas en la misma, y quien deberá trasladar los montos correspondientes de la cesión pendientes de enterar y hasta completar los montos que estuvieren pendientes. En caso que las sociedades no logren solucionar el evento de mora, deberán trasladar la totalidad de los flujos pendientes de ser entregados y de no obtener el traslado de los flujos en las condiciones solicitadas, el cesionario emprenderá contra todas las sociedades, las acciones administrativas y judiciales necesarias para obtener el pago de los flujos no enterados y una indemnización por los daños y perjuicios originados por esta acción.

### Procedimiento en caso de liquidación.

En un escenario de proceso de liquidación del Fondo de titularización, se deberá seguir el orden de prelación de pagos

## OFICINAS REGIONALES

**Costa Rica: (506) 2552-5936**  
Cartago, Residencial El Molino  
Edificio Platino Segunda Planta

**Panamá: (507) 6674-5936 | 260-9157**  
Edificio Golden Point, Piso 16  
Oficina 2, Vía Ricardo J. Alfaro

**El Salvador: (503) 2243-7419**  
Centro Profesional Presidente, final Avenida  
La Revolución, Local A-4 Colonia San Benito

detallado en el Art. 70 de la Ley de Titularización de Activos, como sigue:

1. Deuda tributaria.
2. Obligaciones a favor de tenedores de valores.
3. Otros saldos adeudados a terceros.
4. Comisiones por gestión a favor de la Titularizadora.

## Análisis del originador

Para efectos de análisis, las sociedades consolidadas bajo el Grupo Corporación Pirámide operan como franquiciatarios con territorio protegido de las reconocidas cadenas internacionales Tony Roma's, Bennigan's y Benihana (entre otros), que le provee una posición ventajosa en el segmento de restaurantes de comida casual y relevante presencia geográfica en los principales centros comerciales y centros de negocios de San Salvador.

Los derechos del GCOPI a utilizar de forma exclusiva las marcas señaladas, las transferencias de tecnologías, procedimientos operativos como franquiciatario, las renovaciones de las franquicias efectuadas, la experiencia y regionalización del equipo directivo en la industria, son factores que soportan la clasificación asignada al originador.

La estructura accionaria de GCOPI es controlada totalmente por la familia Rovira, que cuenta con experiencia en el segmento de restaurantes de comida casual y servicio rápido, teniendo intereses comerciales en toda la región (México y parte de Centro América). Vale destacar que el Grupo es dueño de algunas de las propiedades donde se ubican sus restaurantes, si bien en su mayor parte, opera en locales arrendados.

## Estrategia

La compañía es líder en El Salvador en el segmento de restaurantes de mantel blanco y de servicio completo, a la luz de los acuerdos de franquicia firmados con importantes cadenas de restaurantes internacionales que le otorgan una importante imagen de marca en el país, que combinado con la reciente puesta en operación de nuevas salas de ventas (restaurantes de otras franquicias), le ha permitido a la Compañía incrementar consistentemente el tamaño de su operación. El GCOPI es dueño y operador directo del Restaurante Paradise, que acumulan más de 30 años de operación ininterrumpida en el mercado salvadoreño.

Los beneficios del contrato de franquicia se derivan de la participación en la red mundial de mercadeo y publicidad, imagen de marca, así como del apoyo en el entrenamiento y la gestión de las facilidades de servicios. Los contratos, que pueden ser prorrogados con el consentimiento mutuo,

otorgan durante el tiempo de vigencia exclusividad en el uso de la marca en el territorio protegido.

## Gobierno corporativo y control interno

Grupo Corporativo Pirámide mediante las "Reglas Generales de Gobierno Corporativo" tiene establecidas sus prácticas corporativas, de conducta y de sus administradores que buscan generar confianza a través de un manejo íntegro, ético, coordinado, estructurado y con respeto hacia sus grupos de interés. Entre las directrices se pueden mencionar: los derechos de los accionistas, funcionamiento del directorio y del Comité de auditoría, relaciones con los grupos de interés y procedimientos para el manejo y resolución de conflictos de interés, entre otros.

La máxima autoridad dentro de la estructura corresponde al directorio. Sus miembros cuentan con un adecuado perfil profesional y trayectoria en el giro principal de la Corporación, siendo responsables del nombramiento de los ejecutivos principales de las sociedades y de la dirección del Comité de auditoría.

El Comité de auditoría tiene entre sus principales funciones asegurar el control interno y la aplicación de las políticas de buen gobierno corporativo. Entre sus actividades está supervisar la integridad de los sistemas contables, cumplimiento de las leyes y reglamentos aplicables, así como apoyo al auditor externo e interno.

Entre los principios generales que rigen las actuaciones de funcionarios y directivos de la compañía se encuentran los que rigen: (i) las relaciones con los clientes, (ii) las relaciones con las autoridades, (iii) las relaciones en el trabajo, (iv) la relación con proveedores, (v) las relaciones con la comunidad.

## Hechos relevantes

Luego de captados los fondos por la emisión de los valores de titularización, la ejecución del plan de expansión condujo a la apertura de nuevas salas de ventas y la diversificación de las franquicias administradas, según detalle siguiente:

Fecha	Olive Garden Torre Futura	Soho Multiplaza	LongHorn Multiplaza	Wings Multiplaza	Cold Stone Multiplaza
jun-14	1				
oct-14		1			
oct-14			1		
nov-14				1	
dic-14					1

Elaboración: SCRiesgo Clasificadora

Es importante destacar, que las transacciones económicas de estas operaciones, son consolidadas en otras sociedades que no participan en la estructura de titularización.

## OFICINAS REGIONALES

**Costa Rica: (506) 2552-5936**  
Cartago, Residencial El Molino  
Edificio Platino Segunda Planta

**Panamá: (507) 6674-5936 | 260-9157**  
Edificio Golden Point, Piso 16  
Oficina 2, Vía Ricardo J. Alfaro

**El Salvador: (503) 2243-7419**  
Centro Profesional Presidente, final Avenida  
La Revolución, Local A-4 Colonia San Benito

En el mediano plazo, el Grupo centrará sus esfuerzos en rentabilizar las operaciones ya existentes y no en el crecimiento mediante nuevas franquicias o la apertura de salas de ventas con las marcas ya administradas.

En el año 2015, el Grupo decidió cerrar la operación de Tony Roma's en el Centro Comercial Multiplaza. Lo anterior, generó un impacto en el volumen de facturación de la Sociedad COPI. No obstante, buena parte del tráfico fue derivado a las otras dos salas de la Zona Rosa y Metrocentro, lo cual compensó en el corto plazo la facturación.

Asimismo, en el segundo semestre de 2015, el restaurante Ruth's Chris Steak House cerró operaciones en San Salvador, debido a que el formato del restaurante no contó con la base de clientes que asegurara el tráfico necesario para cubrir los fuertes costos de operar este tipo de restaurante.

Otro acontecimiento, es el cambio de ubicación del Restaurante Benihana, desde la Gran Vía en el Municipio de Antiguo Cuscatlán al Centro Comercial el Paseo en San Salvador. La reapertura de este restaurante fue durante abril de 2016. Por su parte, ante el cierre de operaciones de la marca Ruth's Chris Steak House, la administración decidió reubicar el Restaurante Paradise (marca propia) en el local de la Plaza Futura, con lo que se busca mantener la clientela en el segmento de mantel blanco.

Después de los movimientos descritos, la conformación entre sociedades participantes y los restaurantes en operación se ha reconfigurado de acuerdo a lo siguiente:

#### Estructura al inicio de la transacción:

C	JHS	R&T	PS
Tony Roma's, Zona Rosa			
Tony Roma's, Metro centro	Benihana, Gran Vía	Bennigan's Torre Futura	Ruth's Chris Steak House Plaza futura
Tony Roma's, Multiplaza			
Paradise, Zona Rosa			
Bennigan's, Gran Vía			

Elaboración: SCRiesgo Clasificadora

#### Estructura modificada:

COPI	JHS	R&T	PS
Tony Roma's, Zona Rosa	Benihana, Paseo Escalón	Bennigan's Torre Futura	Paradise, Plaza futura
Tony Roma's, Metro centro			
Bennigan's Gran Vía			

Elaboración: SCRiesgo Clasificadora

Aunque a nivel de ventas consolidadas, el cierre de operación de Ruth's Chris Steak House y las reubicaciones descritas no generaron mayor impacto durante 2015, para el año 2016 y el primer semestre de 2017, esto contribuyó con la reducción del

volumen de negocios. SCRiesgo dará seguimiento al comportamiento de las ventas y al tráfico de los clientes, a fin de analizar potenciales efectos negativos sobre los flujos y coberturas de la transacción y la posición financiera de los originadores.

Cabe destacar que los montos cedidos al Fondo de Titularización, por parte de las sociedades que han experimentado cambios recientes, son considerablemente pequeños, según detalle:

Sociedad	Mes 1 a 24	%	Mes 25 a 30	%	Mes 61 a 96	%
COPI	74,456	88%	100,735	88%	138,400	88%
JSH	2,622	3%	3,547	3%	4,874	3%
R&T	3,198	4%	4,327	4%	5,945	4%
PS	4,724	6%	6,391	6%	8,781	6%
Total	85,000	100%	115,000	100%	158,000	100%

Monto expresado en dólares.

Elaboración: SCRiesgo Clasificadora

#### Análisis financiero

Los estados financieros de las diferentes sociedades consideradas en este reporte fueron auditados por la firma Latin American Audit & Tax Corporate El Salvador Ltda. de C.V. para los años fiscales comprendidos en el período de 2014-2016 y presentados de acuerdo con las Normas Internacionales de Información Financiera para Pequeñas y Medianas Entidades (NIIF para las Pymes). Los estados financieros al 30 de junio del 2017 son no auditados.

#### Estructura financiera

La reestructuración de las sociedades cedentes en el año 2015, la participación de GCOPI en un mercado altamente competitivo y la sensibilidad del sector a los ciclos económicos, explican la contracción en el volumen de ventas consolidado y el registro de pérdidas operativas; condición que han limitado la generación orgánica y el crecimiento de los activos en los últimos dos años.

Los activos totales del Grupo (COPI, JSH, RT y PS), acumularon un saldo por US\$22.9 millones a junio 2017, presentando una contracción de 1.9% anual. Las cuentas por cobrar entre relacionados, cuyo saldo está vinculado a las operaciones entre las franquicias del GCOPI, aunado a la capacidad instalada (activos fijos) de la Corporación, continúan como las partidas más relevantes dentro del balance.

El tamaño de los activos consolidados del Grupo, estuvo determinado en mayor medida por la contribución de COPI, que a junio 2017, mantiene una participación significativa del 87.9%. Por consiguiente, el resto de sociedades cedentes en

#### OFICINAS REGIONALES

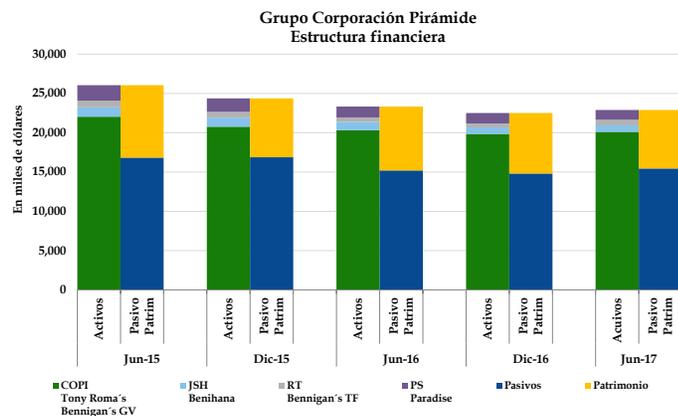
**Costa Rica: (506) 2552-5936**  
Cartago, Residencial El Molino  
Edificio Platino Segunda Planta

**Panamá: (507) 6674-5936 | 260-9157**  
Edificio Golden Point, Piso 16  
Oficina 2, Vía Ricardo J. Alfaro

**El Salvador: (503) 2243-7419**  
Centro Profesional Presidente, final Avenida  
La Revolución, Local A-4 Colonia San Benito

orden de participación son: Premium Steak Restaurants (PS) con el 5.4%, JHS el 3.6%, y Restaurantes & Tabernas 3.1%.

Los pasivos totales GCOPI sumaron un monto de US\$15.4 millones, 1.6% mayor que lo acumulado al finalizar junio 2016 (US\$15.2 millones). La deuda de largo plazo con el 58.5%, a corto plazo 24.1%, y en menor medida las cuentas por pagar a partes relacionadas 17.5%, continúan determinando la estructura del pasivo a junio 2017. El comportamiento de la deuda obedece a las necesidades de liquidez para el financiamiento del capital de trabajo. Las sociedades mantienen en su estructura financiera, la deuda proveniente de la emisión de valores de titularización, que significó el 27.2% del balance a junio 2017.



Elaboración: SCRiesgo Clasificadora

El saldo de los recursos propios se contrajo en 8.3% al finalizar junio 2017, registrando un saldo de US\$7.4 millones, (junio 2016: -11.9%). Este comportamiento está vinculado con los resultados netos negativos que han percibido las compañías del grupo (JSH, RT y PS) y el registro contable de pérdidas de capital no recurrentes en la compañía JSH, reconocidas en el año 2016. Las principales cuentas que conforman el patrimonio son: capital social con el 83.2%, reservas y utilidades con 9.2%.

Cabe señalar, que las pérdidas acumuladas de JSH y PS han tenido su impacto al debilitar el patrimonio de estas compañías. SCRiesgo considera, que inyecciones de capital fresco son necesarias para sostener el negocio en marcha y mejorar los niveles de apalancamiento. Asimismo, estas sociedades tienen el reto de conseguir una operación rentable que genere capital interno.

En nuestra opinión, el patrimonio consolidado del Grupo aún es adecuado para el nivel de endeudamiento adquirido, como resultado de la mayor participación de COPI en la estructura de balance. No obstante, el continuo debilitamiento del patrimonio podría limitar la flexibilidad financiera, el margen de maniobra y con ello, el crecimiento de las operaciones.

## Liquidez y análisis de generación de flujos

En términos de liquidez, la relación activo corriente/pasivo corriente se ubica en 1.6 veces a junio 2017, igualando el resultado obtenido un año antes; índice que disminuye a 0.7 veces de no incorporar en la medición las transacciones con partes relacionadas. Cabe señalar, que debido a las relaciones comerciales entre las compañías del grupo, se observan saldos elevados en las cuentas de compañías relacionadas, estas significaron el 36.0% del patrimonio consolidado a junio 2017.

Como resultado de su modelo de negocio, GCOPI muestra bajos niveles de cuentas por cobrar, la captura de ingresos por venta se realiza a través de efectivo, equivalentes de efectivo y en la forma de cobros por medios de pago electrónicos (tarjetas de crédito). Adicionalmente, la posición de liquidez se ha visto favorecida por la mezcla de financiamiento, la cual está soportada por cuentas por pagar comerciales y préstamos de corto plazo y en mayor medida por obligaciones financieras de largo plazo.

El capital de trabajo se ubicó en US\$3.8 millones al cierre de junio 2017 (valor negativo al incorporar las transacciones con partes relacionadas en US\$1.1). Por otra parte, la liquidez medida a través del *ratio* de cobertura del efectivo a deuda financiera y comercial de corto plazo, registró un 7.6% frente al 5.6% registrado un año antes.

Liquidez y flujos del periodo	Jun-15	Dic-15	Jun-16	Dic-16	Jun-17
Activos corrientes / Pasivos corrientes	1.4	1.0	1.6	1.4	1.6
Liquidez ácida (x veces)	1.3	1.0	1.6	1.4	1.6
Efectivo / Pasivos corrientes	10.4%	4.9%	3.5%	4.6%	4.1%
Capital de trabajo neto*	2,764	119	3,925	2,880	3,814
Capital de trabajo neto Oper. Relacionadas	1,802	(2,307)	(1,666)	(2,114)	(1,085)
Efectivo / Deuda financiera y comercial CP	22.2%	8.0%	5.6%	7.5%	7.6%

\* En miles de dólares

Elaboración: SCRiesgo Clasificadora

## Endeudamiento

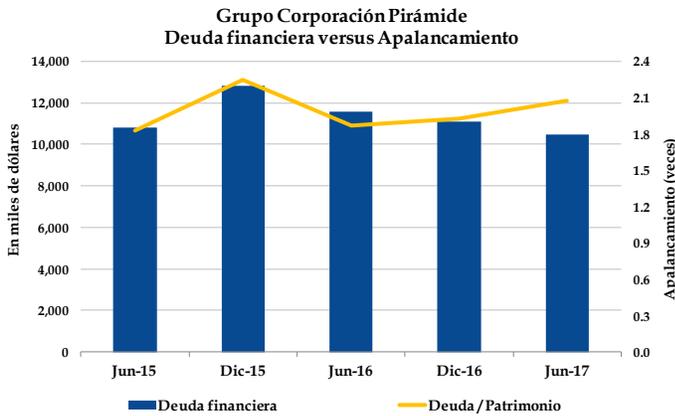
Con una contracción de 9.5%, la deuda financiera acumuló un saldo de US\$10.5 millones a junio 2017, representando 82.2% del pasivo total (junio 2016: 84.5%), asociado a la amortización de las cuotas correspondientes y a la no incorporación de nueva deuda a la estructura. No obstante, el apalancamiento simple (deuda/patrimonio) fue de 2.1 veces, resultando mayor al 1.9 veces observado en junio 2016, explicado por el incremento en las transacciones con compañías relacionadas y la contracción del patrimonio a consecuencia de las pérdidas acumuladas.

## OFICINAS REGIONALES

**Costa Rica: (506) 2552-5936**  
Cartago, Residencial El Molino  
Edificio Platino Segunda Planta

**Panamá: (507) 6674-5936 | 260-9157**  
Edificio Golden Point, Piso 16  
Oficina 2, Vía Ricardo J. Alfaro

**El Salvador: (503) 2243-7419**  
Centro Profesional Presidente, final Avenida  
La Revolución, Local A-4 Colonia San Benito



Elaboración: SCRiesgo Clasificadora

Endeudamiento	Jun-15	Dic-15	Jun-16	Dic-16	Jun-17
Pasivo / Patrimonio (veces)	1.8	2.3	1.9	1.9	2.1
Endeudamiento de corto plazo / patrimonio	0.8	0.9	0.8	0.9	0.9
Deuda financiera CP/deuda financiera	0.1	0.2	0.2	0.3	0.2
Patrimonio / Activos	35%	31%	35%	34%	33%
Deuda financiera / EBITDA	11.8	9.9	11.2	11.4	16.9
Activos / patrimonio	2.8	3.3	2.9	2.9	3.1

Elaboración: SCRiesgo Clasificadora

### Indicadores de cobertura y calidad crediticia.

Los *ratios* de endeudamiento y cobertura de intereses mostraron desmejoras a junio 2017, debido a que la generación EBITDA se contrajo en 40.1%, producto del menor volumen de ingresos alcanzado y el incremento en los gastos de operación. En consecuencia, el indicador de apalancamiento (deuda financiera a EBITDA) mostró un desplazamiento desfavorable al pasar a 16.9 veces, desde 11.2 veces en el lapso de un año.

La generación EBITDA, cubre el monto de intereses incurrido en 0.6 veces, menor a lo observado en el mismo período del 2016 (1.0 veces). Mientras que, el indicador que mide la relación (EBIT/Intereses) registró una disminución al pasar a 0.2 veces a junio 2017 desde 0.5 veces en junio 2016. En nuestra opinión, la modesta generación de flujos operativos en relación a los actuales niveles de endeudamiento, se pondera como un factor de riesgo en el perfil crediticio de GCOPI.

Los *ratios* de cobertura y apalancamiento podrían tener avances positivos a medida que el Grupo logre materializar mejoras en la eficiencia de los restaurantes y recuperar el volumen de ventas. Lo anterior, ante un contexto económico retador y con altos niveles de competencia.

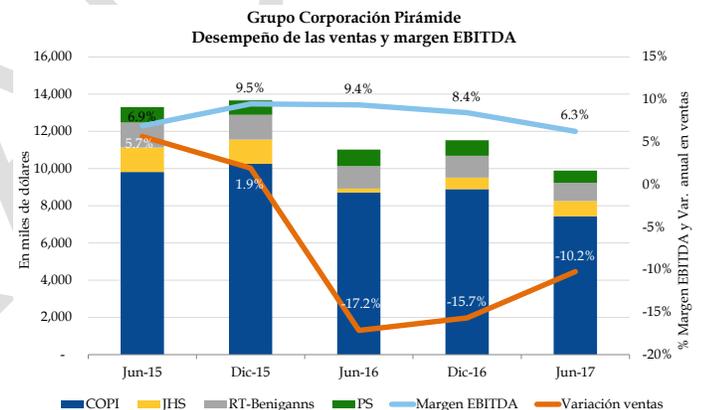
Coberturas	Jun-15	Dic-15	Jun-16	Dic-16	Jun-17
Deuda financiera / EBITDA	11.8	9.9	11.2	11.4	16.9
EBITDA / Gasto financiero	0.7	1.0	1.0	1.0	0.6
EBIT/Intereses	0.3	0.6	0.5	0.5	0.2

Elaboración: SCRiesgo Clasificadora

### Rentabilidad

Los ingresos consolidados de GCOPI se contrajeron en 10.2% (junio 2016: -17.2%), acumulando un saldo de US\$4.9 millones, US\$564.4 mil menos que junio 2016. Los volúmenes de ingresos han sido afectados producto de las estrategias que impulsó el Grupo en el año 2015, las cuales requirieron del reacondicionamiento de algunos de sus restaurantes, implicando el cierre definitivo de una de sus operaciones y el cierre temporal de algunos restaurantes en los primeros meses del año 2016.

Adicionalmente, el volumen de ventas ha sido impactado por operar en un entorno de bajo crecimiento de la demanda interna y de la economía, el menor dinamismo del consumo y los altos niveles de competitividad. Por lo que será un desafío para el Grupo consolidar sus operaciones y regresar a niveles observados en períodos anteriores. SCRiesgo considera, que GCOPI tiene una amplia experiencia como operador de restaurantes y cuenta con el conocimiento necesario para manejar las condiciones actuales del mercado.



Elaboración: SCRiesgo Clasificadora

A nivel de participación de ingreso, los restaurantes de COPI continúan liderando dentro del grupo de las sociedades cedentes, con una participación del 75.1%. Por su parte, la sociedad RT generó una participación del 9.9%, la compañía JSH 8.4% de la facturación y PS aportó un 6.6% a junio 2017. El resultado de operación de las sociedades se redujo hasta US\$106.3 mil, (US\$237.5 mil en junio 2016), implicando una contracción del 55.2%, producto del menor volumen de ingresos alcanzados y el mayor gasto operativo (+11.7%) al finalizar junio 2017, aunque ligeramente contrarrestado por los menores costos de ventas.

La estrategia para el cierre del 2017, continúa enfocada en consolidar la rentabilidad de las operaciones existentes y reducir los gastos. Por consiguiente, la mejora en el margen EBITDA dependerá de la capacidad de controlar el gasto operativo y la capacidad de las sociedades de dinamizar las ventas.

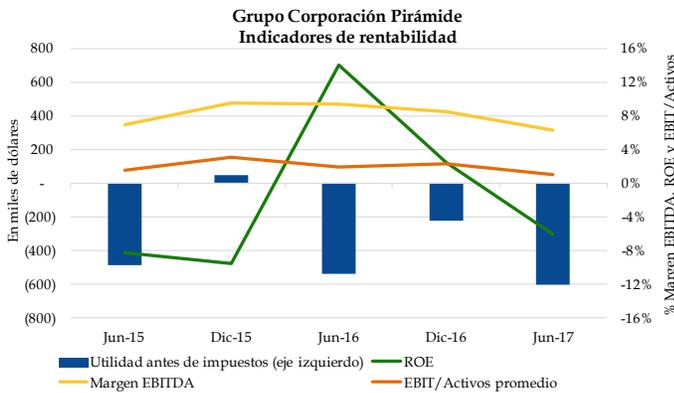
### OFICINAS REGIONALES

**Costa Rica: (506) 2552-5936**  
Cartago, Residencial El Molino  
Edificio Platino Segunda Planta

**Panamá: (507) 6674-5936 | 260-9157**  
Edificio Golden Point, Piso 16  
Oficina 2, Vía Ricardo J. Alfaro

**El Salvador: (503) 2243-7419**  
Centro Profesional Presidente, final Avenida  
La Revolución, Local A-4 Colonia San Benito

Como participación de las ventas netas, el total de gastos representaron el 34.4%, incrementando desde el 27.7% en junio 2016. Los indicadores de rentabilidad a partir de la última línea del estado de resultado reportaron una desmejora en relación a lo observado un año antes, el ROA fue de -1.9%, (junio 2016: 5.0%) y el ROE de -6.1%, (junio 2016: 14.1%). En 2016, el resultado neto fue favorecido por ganancias de capitales no recurrentes vinculadas en parte a la venta de posiciones accionarias que COPI mantenía en otras sociedades.



Elaboración: SCRiesgo Clasificadora

En resumen, el detalle de los ingresos por sociedad participante y el resultado al finalizar junio 2017, es como se muestra a continuación:

Principales cifras (en US\$ miles) del estado de resultado por sociedad al 30 de junio de 2017

Cuenta	COPI	JSH	RT	PS
Ventas	3,715.0	414.2	489.4	327.0
Otros Ingresos	88.4	0.8	0.4	0.1
<b>Total ingresos</b>	<b>3,803.5</b>	<b>415.0</b>	<b>489.8</b>	<b>327.1</b>
Costo de Ventas	1,871.7	126.2	162.7	114.2
Gastos de operación	1,525.2	354.7	368.0	316.7
Gastos financieros	451.4	16.9	15.0	15.1
<b>Total gastos</b>	<b>3,848.3</b>	<b>497.8</b>	<b>545.7</b>	<b>446.1</b>
Utilidad (pérdida) antes de impuestos	(44.8)	(82.8)	(55.9)	(119.0)
Dividendos recibidos	66.5			
<b>Utilidad (pérdida) neta</b>	<b>21.8</b>	<b>(82.8)</b>	<b>(55.9)</b>	<b>(119.0)</b>

Elaboración: SCRiesgo Clasificadora

SCRiesgo monitoreará el comportamiento en volúmenes de ventas, los avances en eficiencia operativa de los restaurantes y el desempeño de la rentabilidad. Esto, debido al impacto sobre los resultados finales, solvencia y los niveles de coberturas que proporcionan a la estructura.

Indicadores de rentabilidad	Jun-15	Dic-15	Jun-16	Dic-16	Jun-17
ROA	-2.9%	-3.3%	5.0%	0.8%	-1.9%
ROE	-8.3%	-9.7%	14.1%	2.4%	-6.1%
Margen EBITDA	6.9%	9.5%	9.4%	8.4%	6.3%
EBIT/Activos promedio	1.5%	3.0%	1.9%	2.3%	0.9%
EBITDA *	459.0	1,295.6	516.2	973.2	309.1
Utilidad (pérdida) neta*	(381)	(826)	609	185	(236)

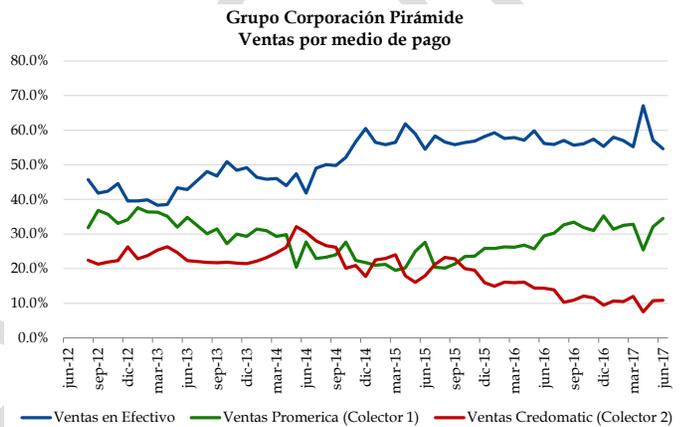
\* En miles de dólares

Elaboración: SCRiesgo Clasificadora

## Análisis de los ingresos

Es importante mencionar, que a pesar que la captura primaria de liquidez proviene de las ventas efectuadas por mecanismos de pago electrónico, la transacción está respaldada por todos los ingresos que generan las sociedades cedentes.

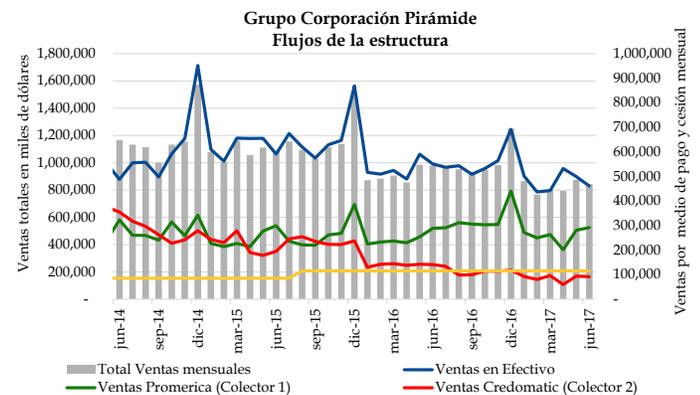
A junio 2017, los ingresos recibidos por medios de pago (tarjetas de crédito o débito de BAC y Promerica), representaron el 45.4% de los ingresos totales generados por las entidades cedentes; superior a lo reportado en junio 2016, cuando representaron un 43.8%.



Elaboración: SCRiesgo Clasificadora

## Cobertura de la estructura y cumplimiento de covenants.

El monto de la cesión comparado contra los ingresos generados por medio de los mecanismos de captura primaria (ventas por tarjetas de crédito y débito) semestral, promedió una participación de 33.3% a junio 2017. Esto se tradujo en un Índice de Cobertura sobre el Servicio de la Deuda de 3.0 veces, (junio 2016: 3.3 veces). Cabe mencionar, que ésta cobertura mejora una vez se incluyen las ventas en efectivo hasta 7.2 veces. No obstante, este indicador fue menor respecto a junio 2016 (7.9 veces).



Elaboración: SCRiesgo Clasificadora

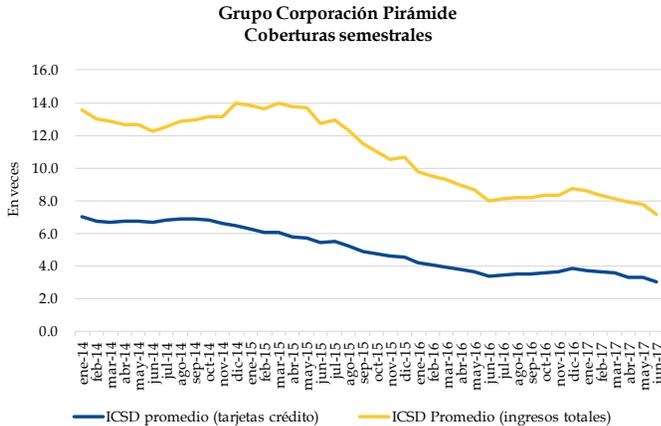
## OFICINAS REGIONALES

Costa Rica: (506) 2552-5936  
Cartago, Residencial El Molino  
Edificio Platino Segunda Planta

Panamá: (507) 6674-5936 | 260-9157  
Edificio Golden Point, Piso 16  
Oficina 2, Vía Ricardo J. Alfaro

El Salvador: (503) 2243-7419  
Centro Profesional Presidente, final Avenida  
La Revolución, Local A-4 Colonia San Benito

Las coberturas promedio semestrales muestran una tendencia decreciente, debido al aumento en el monto de la cesión mensual y la reducción en el volumen de ingresos de las compañías cedentes. SCRiesgo, valora positivo que la estructura de pagos de la emisión ha cubierto la cuota mensual cedida en favor de los inversionistas desde el inicio de la transacción. No obstante, consideramos que los niveles actuales de cobertura deben incrementarse en el corto plazo a fin de asegurar el correcto pago de la transacción.



Elaboración: SCRiesgo Clasificadora

Coberturas semestrales	jun-15	dic-15	jun-16	dic-16	jun-17
Cesión/Ingresos totales (%)	7.8%	9.4%	12.6%	11.5%	14.0%
Cesión/Ingresos medios de pago (%)	18.4%	21.9%	29.9%	26.2%	33.3%
ICSD Promedio (ingresos totales)	12.8	10.6	7.9	8.7	7.2
ICSD promedio (tarjetas crédito)	5.4	4.6	3.3	3.8	3.0
Ventas totales*	6,502,776	7,026,228	5,485,414	6,012,715	4,945,698
Ventas en efectivo*	3,728,606	4,013,213	3,180,455	3,378,477	2,874,009
Ventas tarjetas de crédito*	2,774,170	3,013,015	2,304,959	2,634,238	2,071,688

ICSD: Índice de Cobertura sobre el Servicio de la Deuda

\* En miles de dólares

De acuerdo con el análisis efectuado, el resguardo de la estructura de titularización, donde la suma de los saldos finales de la deuda bancaria, no podrá ser superior al saldo global de los ingresos anuales registrados durante el año fiscal anterior; se mantuvo en cumplimiento (0.91 veces).

Coberturas mensuales	jun-15	dic-15	jun-16	dic-16	jun-17
Cesión	85,000	115,000	115,000	115,000	115,000
Cesión/Ingresos totales (%)	7.8%	7.7%	11.7%	9.2%	13.6%
Cesión/Ingresos medios de pago (%)	17.2%	18.4%	26.8%	20.6%	30.0%
ICSD Promedio (ingresos totales)	12.8	13.0	8.5	10.9	7.3
ICSD promedio (tarjetas crédito)	5.8	5.4	3.7	4.9	3.3
Deuda bancaria a ingresos (<1x)	0.81	0.94	0.85	0.96	0.91

ICSD: Índice de Cobertura sobre el Servicio de la Deuda

SCRiesgo da desde 2013 clasificación de riesgo a esta emisión. Toda la información contenida en el informe que presenta los fundamentos de clasificación se basa en información obtenida de los emisores y suscriptores y otras fuentes consideradas confiables por SCRiesgo. SCRiesgo no audita o comprueba la veracidad o precisión de esa información, además no considera la liquidez que puedan tener los distintos valores tanto en el mercado primario como en el secundario. La información contenida en este documento se presenta tal cual proviene del emisor o administrador, sin asumir ningún tipo de representación o garantía.

“SCRiesgo considera que la información recibida es suficiente y satisfactoria para el correspondiente análisis.”

“La clasificación expresa una opinión independiente sobre la capacidad de la entidad clasificada de administrar riesgos”

Anexo 1

Grupo Corporación Pirámide:	Información financiera (US\$)										
	Estado de resultados		Jun-15	%	Dic-15	%	Jun-16	%	Dic-16	%	Jun-17
-COPI, S.A. de C.V.	Ventas	6,651,109	100%	13,664,829	100%	5,510,096	100%	11,522,811	100%	4,945,699	100%
-JSH, S.A. de C.V.	Costo de ventas	(3,139,565)	-47%	(6,420,563)	-47%	(2,687,686)	-49%	(5,587,528)	-48%	(2,274,794)	-46%
-Restaurantes y Tabernas, S.A. de C.V.	<b>Utilidad bruta</b>	<b>3,511,544</b>	<b>53%</b>	<b>7,244,265</b>	<b>53%</b>	<b>2,822,409</b>	<b>51%</b>	<b>5,935,283</b>	<b>52%</b>	<b>2,670,905</b>	<b>54%</b>
-Premiun Steak Restaurants, S.A. de C.V.	Gastos de venta	(161,801)	-2%	(250,953)	-2%	(114,492)	-2%	(242,768)	-2%	(137,789)	-3%
	Gastos generales y de administración	(792,711)	-12%	(1,485,394)	-11%	(668,008)	-12%	(1,347,287)	-12%	(521,809)	-11%
	Depreciación y amortización	(275,088)	-4%	(547,708)	-4%	(278,711)	-5%	(429,378)	-4%	(202,819)	-4%
	Gastos de operación	(2,098,018)	-32%	(4,212,330)	-31%	(1,523,686)	-28%	(3,372,056)	-29%	(1,702,174)	-34%
	Total de gastos	(3,327,618)	-50%	(6,496,384)	-48%	(2,584,897)	-47%	(5,391,488)	-47%	(2,564,591)	-52%
	<b>Utilidad de operación</b>	<b>183,926</b>	<b>3%</b>	<b>747,881</b>	<b>5%</b>	<b>237,512</b>	<b>4%</b>	<b>543,795</b>	<b>5%</b>	<b>106,314</b>	<b>2%</b>
	Gastos financieros	(631,624)	-9%	(1,312,773)	-10%	(517,329)	-9%	(1,004,397)	-9%	(498,492)	-10%
	Otros ingresos	204,205	3%	607,630	4%	7,561	0%	235,407	2%	89,666	2%
	Venta de activos	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
	Total otros ingresos	(427,419)	-6%	(705,143)	-5%	(509,768)	-9%	(768,990)	-7%	(408,825)	-8%
	<b>Utilidad antes de impuestos</b>	<b>(243,492)</b>	<b>-4%</b>	<b>42,738</b>	<b>0%</b>	<b>(272,256)</b>	<b>-5%</b>	<b>(225,195)</b>	<b>-2%</b>	<b>(302,511)</b>	<b>-6%</b>
	Impuestos	0	0%	(30,752)	0%	(16,377)	0%	(99,411)	-1%	0	0%
	Reserva legal	0	0%	(24,134)	0%	0	0%	0	0%	0	0%
	<b>Utilidad antes de extraordinarios</b>	<b>(243,492)</b>	<b>-4%</b>	<b>(12,148)</b>	<b>0%</b>	<b>(288,633)</b>	<b>-5%</b>	<b>(324,606)</b>	<b>-3%</b>	<b>(302,511)</b>	<b>-6%</b>
	Pérdida de capital en inversiones	(194,687)	-3%	(839,844)	-6%	835,365	15%	447,509	4%	0	0%
	Dividendos recibidos	56,760	1%	149,280	1%	62,459	1%	62,459	1%	66,549	1%
	<b>Utilidad neta</b>	<b>(381,420)</b>	<b>-6%</b>	<b>(825,962)</b>	<b>-6%</b>	<b>609,191</b>	<b>11%</b>	<b>185,362</b>	<b>2%</b>	<b>(235,962)</b>	<b>-5%</b>



**OFICINAS REGIONALES**

**Costa Rica: (506) 2552-5936**  
 Cartago, Residencial El Molino  
 Edificio Platino Segunda Planta

**Panamá: (507) 6674-5936 | 260-9157**  
 Edificio Golden Point, Piso 16  
 Oficina 2, Vía Ricardo J. Alfaro

**El Salvador: (503) 2243-7419**  
 Centro Profesional Presidente, final Avenida  
 La Revolución, Local A-4 Colonia San Benito

Anexo 2

Grupo Corporación Pirámide:	Información financiera (US\$)										
	Balance general		Jun-15	%	Dic-15	%	Jun-16	%	Dic-16	%	Jun-17
-COPI, S.A. de C.V.	Efectivo	759,936	3%	350,991	1%	222,022	1%	310,450	1%	261,761	1%
-JSH, S.A. de C.V.	Cuentas por cobrar	144,035	1%	79,974	0%	99,782	0%	90,094	0%	225,775	1%
-Restaurantes y Tabernas, S.A. de C.V.	Préstamos a intercomp - PC	4,626,630	18%	5,025,609	21%	7,819,332	34%	7,530,210	33%	7,582,158	33%
-Premiun Steak Restaurants, S.A. de C.V.	Otras ctas x cobrar	2,296,325	9%	3,040	0%	19,816	0%	5,599	0%	246,325	1%
	Impuestos acreditables	422,967	2%	298,353	1%	345,107	1%	289,136	1%	322,371	1%
	Inventario productos en proceso	255,340	1%	206,700	1%	181,677	1%	231,372	1%	218,639	1%
	Gastos pagados por anticipado	1,538,763	6%	1,252,680	5%	1,525,391	7%	1,197,183	5%	1,357,401	6%
	<b>Activo circulante</b>	<b>10,043,996</b>	<b>39%</b>	<b>7,217,346</b>	<b>30%</b>	<b>10,213,127</b>	<b>44%</b>	<b>9,654,045</b>	<b>43%</b>	<b>10,214,431</b>	<b>45%</b>
	Propiedad, planta y equipo	11,454,144	44%	10,186,782	42%	8,542,793	37%	7,969,287	35%	7,992,170	35%
	-Activo fijo bruto	15,019,861	58%	13,229,136	54%	11,593,370	50%	11,033,718	49%	11,059,458	48%
	-Depreciación acumulada	(4,858,934)	-19%	(4,829,657)	-20%	(4,739,456)	-20%	(4,360,573)	-19%	(4,552,279)	-20%
	<b>Activo fijo neto</b>	<b>10,160,927</b>	<b>39%</b>	<b>8,399,479</b>	<b>34%</b>	<b>6,853,914</b>	<b>29%</b>	<b>6,673,144</b>	<b>30%</b>	<b>6,507,180</b>	<b>28%</b>
	Inversiones permanentes	950,278	4%	3,041,822	12%	3,041,822	13%	3,058,865	14%	3,062,820	13%
	Activo diferido	331,449	1%	343,185	1%	377,792	2%	371,150	2%	371,150	2%
	Intangibles otros	223,342	1%	225,876	1%	227,752	1%	227,752	1%	229,072	1%
	Amortización acumulada	(129,368)	0%	(140,822)	-1%	(153,570)	-1%	(165,347)	-1%	(176,461)	-1%
	Total intangibles netos	93,974	0%	85,054	0%	74,182	0%	62,405	0%	52,612	0%
	Activo no circulante	16,012,484	61%	17,156,745	70%	13,109,746	56%	12,847,600	57%	12,675,797	55%
	<b>Total activo</b>	<b>26,056,480</b>	<b>100%</b>	<b>24,374,091</b>	<b>100%</b>	<b>23,322,873</b>	<b>100%</b>	<b>22,501,645</b>	<b>100%</b>	<b>22,890,228</b>	<b>100%</b>
	Préstamos CP con bancos	1,432,342	5%	3,047,910	13%	2,664,199	11%	3,055,612	14%	2,434,975	11%
	Cuentas por pagar	1,986,531	8%	1,366,026	6%	1,289,374	6%	1,098,432	5%	1,024,487	4%
	Préstamos intercompany CP	3,664,488	14%	2,600,146	11%	2,227,771	10%	2,536,675	11%	2,682,327	12%
	Otras cuentas por pagar	37,818	0%	30,324	0%	36,640	0%	19,033	0%	33,665	0%
	Acreedores diversos	121,647	0%	51,490	0%	67,684	0%	55,392	0%	222,411	1%
	Impuestos por pagar	37,518	0%	2,620	0%	2,307	0%	9,136	0%	2,226	0%
	<b>Pasivo circulante</b>	<b>7,280,343</b>	<b>28%</b>	<b>7,098,516</b>	<b>29%</b>	<b>6,287,975</b>	<b>27%</b>	<b>6,774,280</b>	<b>30%</b>	<b>6,400,092</b>	<b>28%</b>
	Deuda bancaria LP	9,399,086	36%	9,758,076	40%	8,896,328	38%	8,027,738	36%	8,027,738	35%
	Préstamos intercompany LP	160,858	1%	20,488	0%	15,988	0%	17,253	0%	15,988	0%
	Pasivo no circulante	9,559,944	37%	9,778,563	40%	8,912,319	38%	8,044,991	36%	9,043,726	40%
	<b>Total pasivo</b>	<b>16,840,287</b>	<b>65%</b>	<b>16,877,079</b>	<b>69%</b>	<b>15,200,294</b>	<b>65%</b>	<b>14,819,271</b>	<b>66%</b>	<b>15,443,817</b>	<b>67%</b>
	Acciones comunes	6,198,016	24%	6,198,016	25%	6,198,016	27%	6,198,016	28%	6,198,016	27%
	Reserva legal	323,899	1%	348,033	1%	348,033	1%	348,033	2%	348,033	2%
	Utilidades de ejercicios anteriores	2,184,851	8%	1,957,272	8%	1,147,686	5%	1,131,309	5%	1,316,672	6%
	Utilidad del ejercicio actual	(381,420)	-1%	(825,962)	-3%	609,191	3%	185,362	1%	(235,962)	-1%
	Ajuste por conversión NIIF	(1,099,061)	-4%	(180,347)	-1%	(180,347)	-1%	(180,347)	-1%	(180,347)	-1%
	<b>Total capital contable</b>	<b>9,216,192</b>	<b>35%</b>	<b>7,497,012</b>	<b>31%</b>	<b>8,122,579</b>	<b>35%</b>	<b>7,682,374</b>	<b>34%</b>	<b>7,446,411</b>	<b>33%</b>
	<b>Pasivo y Capital</b>	<b>26,056,480</b>	<b>100%</b>	<b>24,374,091</b>	<b>100%</b>	<b>23,322,873</b>	<b>100%</b>	<b>22,501,645</b>	<b>100%</b>	<b>22,890,229</b>	<b>100%</b>

**OFICINAS REGIONALES**

**Costa Rica: (506) 2552-5936**  
Cartago, Residencial El Molino  
Edificio Platino Segunda Planta

**Panamá: (507) 6674-5936 | 260-9157**  
Edificio Golden Point, Piso 16  
Oficina 2, Vía Ricardo J. Alfaro

**El Salvador: (503) 2243-7419**  
Centro Profesional Presidente, final Avenida  
La Revolución, Local A-4 Colonia San Benito