

Fondo de Titularización Hencorp Valores Corporación Pirámide Cero Uno- FTHVCOP 01

Informe con Estados Financieros no Auditados al 30 de junio 2018	Fecha de Comité: 30/ 10/ 2018
Comité Ordinario No. 46 / 2018	San Salvador, El Salvador
Waldo Arteaga / Analista Titular	(503) 2266.9471
	warteaga@ratingspcr.com

Aspecto o Instrumento Clasificado ¹	Clasificación	Perspectiva
Valores de titularización Hencorp Valores Corporación Pirámide 01 (VTHVCOP01)		
Tramo Único	AA-	Estable

Significado de la Clasificación

Categoría AA: Corresponde a aquellos instrumentos en que sus emisores cuentan con una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

"Dentro de una escala de clasificación se podrán utilizar los signos "+" y "-", para diferenciar los instrumentos con mayor o menor riesgo² dentro de su categoría. El signo "+" indica un nivel menor de riesgo, mientras que el signo menos "-" indica un nivel mayor de riesgo.

"La 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".

"La información empleada en la presente clasificación proviene de fuentes oficiales, sin embargo no garantizamos la confiabilidad e integridad de la misma, por lo que no nos hacemos responsables por algún error u omisión por el uso de dicha información. Las clasificaciones de PCR constituyen una opinión sobre la calidad crediticia y no son recomendaciones de compra y venta de estos instrumentos."

Racionalidad

En Comité Ordinario de Clasificación de Riesgo, PCR decidió por unanimidad ratificar la clasificación de "AA-", Perspectiva Estable a los Valores de Titularización Hencorp Valores Corporación Pirámide 01.

La decisión se fundamenta en la adecuada capacidad de pago del Fondo de Titularización, debido a la generación de ingresos del Originador por medio del cobro por tarjeta de crédito y débito lo cual ha generado una adecuada cobertura de los flujos cedidos al fondo, sus gastos operativos decrecieron. Asimismo, al cumplimiento de los resguardos legales, los cuales permiten minimizar el riesgo de incumplimiento de pago de la emisión.

Perspectiva

Estable

Resumen Ejecutivo

- **Cobertura de los ingresos sobre la cesión de fondos.** A junio de 2018 la cesión de los flujos es dividida entre las cuatro compañías originadoras y en conjunto alcanzaron ventas de US\$4.98 millones; de los cuales el 44.34% se recaudaron a través de los colectores asignados. La

¹ Metodología de clasificación de riesgo para deuda titulizada

² Normalizado bajo los lineamientos del Art.9 de "NORMAS TECNICAS SOBRE OBLIGACIONES DE LAS SOCIEDADES CLASIFICADORAS DE RIESGO" (NRP-07), emitidas por el Comité de Normas del Banco Central de Reserva de El Salvador.

cobertura de las cuotas de cesión (US\$0.69 millones) en relación a lo ingresado por los colectores cubre 3.20 veces.

- **Mecanismos de cobertura.** La emisión cuenta con cuatro mecanismos de cobertura: una cuenta restringida que tendrá un saldo mínimo equivalente a las siguientes dos cuotas de capital e intereses, orden irrevocable de pago sobre los colectores del flujo; cuenta discrecional mediante la cual se transferirán los flujos cedidos y un contrato de fondeo que en caso de mora, se incorporará otra compañía para cubrir las necesidades de fondos.
- **Decremento en los gastos de los originadores.** El total de los gastos a junio de 2018 fue de US\$2.68 millones, una disminución interanual de 12.63%. La razón principal del decremento se refleja en los gastos de administración, los cuales disminuyeron en US\$205 miles (39.20%), los gastos de operación lo hicieron en US\$123 miles (6.40%), y los gastos financieros los cuales disminuyeron en US\$78 miles (15.55%).
- **Apoyo del grupo accionario.** Grupo Pirámide es parte de un conglomerado de empresas que se dedica al servicio de restaurante, y manejo de franquicias internacionales, con presencia en Centroamérica y México.

Resumen de la estructura de titularización

Datos Básicos de la Emisión	
Emisor	HENCORP VALORES, LIMITADA, TITULARIZADORA, en carácter de administradora del FTHVCOP 01 y con cargo a dicho Fondo.
Emisión	Valores de Titularización – Títulos de Deuda con cargo al FONDO DE TITULARIZACIÓN HENCORP VALORES CORPORACIÓN PIRÁMIDE 01, cuya abreviación es VTHVCOP01.
Originador	Corporación Pirámide, S.A. de C.V. , JSH de El Salvador, S.A. de C.V., Restaurantes y Tabernas, S.A de C.V, Premium Steak Restaurants, S.A. de C.V (en adelante también referido como las “Sociedades”).
Activos del Fondo de Titularización	Los Derechos sobre Flujos Financieros Futuros de una porción correspondiente a los primeros ingresos percibidos por las Sociedades, generados por la recolección de las 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 en virtud de los Contrato de Afiliación suscritos con los emisores de tarjetas de crédito o de débito y cualquier otro ingreso que estuvieren facultadas legal o contractualmente las Sociedades a percibir.
Sociedad de Titularización	Hencorp Valores LTDA., Titularizadora (en adelante también referida como Sociedad Titularizadora).
Agente Estructurador	Hencorp Valores LTDA., Titularizadora.
Respaldo de la Emisión	Los Valores de Titularización-Títulos de Deuda, son respaldados únicamente por el patrimonio del Fondo de Titularización FTHVCOP01, constituido como un patrimonio independiente del patrimonio del Originador. El Fondo de Titularización es constituido con el propósito principal de generar los pagos de esta emisión, sirviéndose de los derechos sobre flujos financieros futuros, hasta un monto de ONCE MILLONES OCHOCIENTOS SESENTA Y OCHO MIL DÓLARES DE LOS ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA, de los primeros ingresos percibidos por las Sociedades, generados por la recolección de las 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 débito en virtud de los Contrato de Afiliación suscritos con los emisores de tarjetas de crédito o débito, y cualquier otro ingreso que estuvieren facultadas legal o contractualmente las sociedades a percibir.
Restricciones financieras	Las Cedentes, se encuentran sujetas a cumplir con el siguiente ratio financiero: el total de la suma de los saldos finales de la deuda bancaria no puede ser superior a los ingresos anuales registrados durante el año fiscal anterior. Este ratio es medido a la mitad y al final cada año fiscal, por tanto esto es al cierre de Junio y Diciembre.

Mecanismos de Cobertura	<p>(i) Cuenta Restringida de Hencorp Valores, LTDA. , Titularizadora con cargo al Fondo de Titularización Hencorp Valores Corporación Pirámide 01. Esta cuenta es administrada por Hencorp Valores LTDA. Titularizadora.</p> <p>((ii) Cuenta Discrecional: mediante ésta, los originadores se compromete por medio de su colector a transferir la cesión de flujos financieros.</p> <p>(iii) Orden Irrevocable de Pagos (OIP): por medio del Contrato de Cesión de Flujos Financieros Futuros se ha comprometido a transferir los montos de cesión mensual a través de girar, cada una, una OIP que será mantenida válida y vigente mientras no se haya liquidado la totalidad de capital e intereses de la emisión.</p> <p>(iv) Contrato de fondeo en caso de mora: Como respaldo operativo adicional de la emisión, las Sociedades, por medio del Contrato de Cesión de Flujos Financieros Futuros se comprometen a otorgar con la sociedad Central American Restaurants Corporation, S.A. de C.V. un Contrato de Fondeo en Caso de Mora, que será mantenido válido y vigente mientras no se haya liquidado la totalidad de capital e intereses de la emisión del FTHVCOP CERO UNO, mediante el cual la segunda se compromete, en caso de ser requerido por escrito por la Sociedad Titularizadora al presentarse un Evento de Mora conforme lo establecido en el Contrato, a transferir a la cuenta bancaria a nombre del Fondo de Titularización que sea indicada en el requerimiento escrito presentado por la Sociedad Titularizadora, los montos de cesión mensual que le corresponden a las Cedentes .</p>
Custodia y Depósito	La emisión de Valores de Titularización representada por anotaciones electrónicas de valores en cuenta, está depositada en los registros electrónicos que lleva CEDEVAL, S.A. de C.V.
Destino	Los fondos que las Sociedades Corporación Pirámide, Sociedad Anónima de Capital Variable, JSH de El Salvador, Sociedad Anónima de Capital Variable, Restaurante RT, Sociedad Anónima de Capital Variable, Premium Steak Restaurants, Sociedad Anónima de Capital Variable recibe en virtud de la cesión de los derechos sobre flujos financieros futuros, que efectúa al Fondo de Titularización FTHVCOP CERO UNO, son invertidos por dichas sociedades, en la reestructuración de pasivos, inversiones en infraestructura o capital de trabajo.

Fuente: Hencorp Valores, LTDA. , Titularizadora / Elaboración: PCR

Instrumentos Clasificados

Características

Detalle de la Emisión	
Monto	Hasta US\$ 8,400,000
Fecha de Colocación	27 de agosto de 2013
Tasa	6.85% Fija
Plazo de Emisión	8 años (96 meses)
Periodicidad de Pagos de Intereses	Mensual
Cuota Restringida	Dos cuotas de la cesión de los flujos futuros
Saldo del Fondo al 30 de junio de 2018.	US\$ 5,318,793.00

Fuente: Hencorp Valores, LTDA. , Titularizadora / Elaboración: PCR

El monto de la emisión es US\$8,400,000, representada en un tramo de 8 años. Cabe mencionar que los montos de los Valores de Titularización están representados por anotaciones electrónicas de valores en cuenta y denominaciones en dólares de los Estados Unidos de América (US\$). La negociación de la emisión se realizó por oferta pública mediante la Bolsa de Valores de El Salvador y por intermediación de las Casas de Corredores de Bolsas.

La emisión de Valores de Titularización tiene un plazo de noventa y seis (96) meses a partir de la fecha de emisión. “La Sociedades”, como originador de los flujos futuros, se compromete a ceder los montos establecidos de acuerdo al cuadro al final del presente informe.

La Sociedad Titularizadora con cargo al Fondo de Titularización, paga intereses de forma mensual y consecutiva sobre el saldo de las anotaciones electrónicas de valores en cuenta de cada titular durante la vigencia de la emisión la cual se calculan con base en el año calendario. La tasa de Interés es fija. La suma

del total de los noventa y seis montos mensuales serán equivalentes a US\$ 11,868,000.00 pagaderos en 96 montos mensuales y sucesivos.

Destino de los fondos

Los fondos que las Sociedades reciban, en virtud de la cesión de los derechos sobre los flujos financieros futuros, y que efectúa el Fondo de Titularización FTHVCOP CERO UNO, han sido invertidos por las sociedades en la reestructuración de pasivos, inversiones en infraestructura y capital de trabajo. La distribución de los fondos recibidos se detalla en el siguiente cuadro.

Distribución de los fondos obtenidos		
	Porcentaje	Total
Corporación Pirámide	87.60%	US\$7,007,617
JSH El Salvador	3.00%	US\$ 246,779
Restaurantes y Tabernas	3.80%	US\$ 300,988
Premium Steak	5.60%	US\$ 444,616
Total	100.0%	US\$ 8,000,000

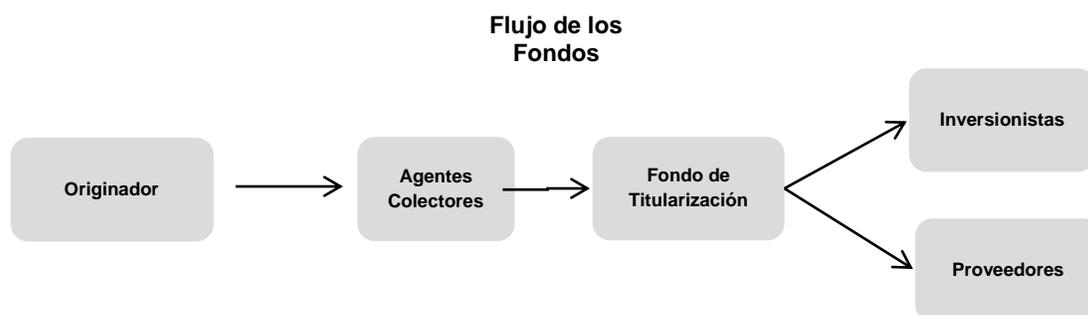
Fuente: Hencorp Valores / Elaboración: PCR

Descripción de la estructura

Cesión de Derechos de Flujos Futuros

Corporación Pirámide, S.A. de C.V., JSH de El Salvador, S.A. de C.V., Restaurantes y Tabernas, S.A. de C.V. Premium Steak Restaurants, S.A. de C.V. se han comprometido, de manera solidaria, mediante Escritura Pública de Contrato de Cesión Irrevocable a Título Oneroso de Derechos de Flujos Financieros Futuros, a ceder, y hacer la tradición de dominio a Hencorp Valores, LTDA., Titularizadora, como administradora del Fondo de Titularización Hencorp Valores Corporación Pirámide 01, de todos los derechos sobre Flujos Financieros Futuros de una porción correspondiente a los primeros ingresos percibidos por las Sociedades, generados por la recolección de las 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 en virtud de los Contratos de Afiliación suscritos con los emisores de tarjetas de crédito o de débito y cualquier otro ingreso que estuvieren facultadas legal o contractualmente las Sociedades a percibir, a partir del día uno de cada mes, hasta completar el monto de cada uno de los noventa y seis montos cedidos.

Los fondos son recolectados a través de las Ordenes Irrevocables de Pago giradas a nombre de las compañías emisoras de tarjetas de crédito y tarjetas de débito (Banco Promerica, Sociedad Anónima y Banco de América Central, Sociedad Anónima), cuando los clientes cancelen por dicho medio. Sin embargo, esta condición no limita la responsabilidad de las Sociedades, de trasladar directamente el total de los montos mensuales de cesión establecidos en el Contrato de Cesión.



Fuente: Hencorp Valores, LTDA. , Titularizadora / Elaboración: PCR

La suma del total de los noventa y seis montos mensuales serán equivalentes a US\$ 11,868,000.00 pagaderos en 96 montos mensuales y sucesivos de la siguiente manera: US\$ 85,000.00 del mes 1 al mes 24, a enterar de la siguiente forma: a) COPI US\$74,456.00; b) JSH US\$2,622.00; c) RT US\$3,198.00; y d) PS US\$4,724.00 ; en un segundo período del mes 25 al mes 60, de US\$ 115,000.00 a enterar de la siguiente forma: a) COPI US\$ 100,735.00; b) JSH US\$3,547.00; c) RT US\$4,327.00; y d) PS US\$6,391.00; y en un tercer período del mes 61 al mes 96 de US\$158,000.00 a enterar de la siguiente forma: a) COPI US\$ 138,400.00; b) JSH US\$4,874.00; c) RT US\$5,945.00; y d) PS US\$8,781.00.



Operatividad de la estructura de Titularización

Para la operación de la estructura de titularización se han abierto las siguientes cuentas a nombre del Fondo de Titularización:

1. Cuenta Discrecional del Fondo de Titularización: cuenta operativa donde se depositan los ingresos provenientes de las cesiones de flujos del originador.
2. Cuenta Restringida del Fondo de Titularización: constituye la provisión por el monto de dos cuotas mensuales de flujos cedidos por el originador. El monto de la cuenta restringida ha sido constituido con los fondos provenientes de la venta de los valores de titularización.

Todo pago es realizado por la Sociedad Titularizadora, con cargo al Fondo de Titularización a través de la cuenta bancaria denominada Cuenta Discrecional y es por el siguiente orden de prelación:

- i. Abono a la cuenta bancaria denominada Cuenta Restringida³, que debe mantener un saldo mínimo de dos cuotas mensuales de flujos cedidos por el originador, únicamente cuando esto haga falta para asegurar el pago a los tenedores de los valores⁴;
- ii. Obligaciones a favor de los Tenedores de Valores;
- iii. Comisiones a la Sociedad Titularizadora;
- iv. Saldo de costos y gastos adeudados a terceros;
- v. Cualquier remanente se devuelve mensualmente al originador

Forma y Lugar de Pago

Tanto el capital como los intereses de la emisión son pagaderos a través del procedimiento establecido por la Central de Depósito de Valores, S.A. de C.V. (CEDEVAL), tal como consta en los documentos informativos relacionados con la presente emisión.

Caducidad del Plazo de la emisión

Al ocurrir cualquiera de las causales de caducidad que se establezcan en el Contrato de Cesión Irrevocable a Título Oneroso de los Derechos sobre Flujos Financieros Futuros, a ser otorgado por Las Sociedades y la Titularizadora, dichas sociedades procederán a enterar a la Titularizadora la cantidad que haga falta para completar el saldo que se encuentre pendiente de pago para completar, a la fecha de ocurrir la causal de caducidad de que se trate, hasta la suma de ONCE MILLONES OCHOCIENTOS SESENTA Y OCHO MIL DOLARES DE LOS ESTADOS UNIDOS DE AMERICA, en concepto del valor total que como contraprestación deba ser pagado a la Titularizadora, en los términos que se establezcan en el referido contrato; esta última deberá notificar dicha situación de manera inmediata al Representante de los Tenedores de Valores a efecto de que este convoque de inmediato a una Junta General Extraordinaria de Tenedores de Valores de Titularización y de acuerdo a lo establecido en el literal c) del Artículo sesenta y seis de la Ley de Titularización de Activos, considere acordar la liquidación del Fondo de Titularización, caducando de esta manera el plazo de la presente emisión. En este caso, la Titularizadora deberá proceder a enterar de inmediato, a los Tenedores de Valores de Titularización, la totalidad correspondiente de las

³ El saldo de la Cuenta Restringida no deberá ser menor dos cuotas mensuales de flujos cedidos por el originador.

⁴ Información proporcionado por Hencorp; documento "Características de Emisión".

sumas de dinero que en virtud de lo anterior le hayan sido entregadas por las Sociedades, hasta el pago total del saldo insoluto de capital e intereses acumulados por los valores emitidos. Lo anterior deberá ser notificado por la Titularizadora y el Representante de los Tenedores de Valores de manera inmediata a la Bolsa de Valores y a la Superintendencia del Sistema Financiero.

Procedimiento en Caso de Mora

Si diez días antes de la fecha en que deba ser efectuado un pago de la presente emisión con todas sus erogaciones al Fondo de Titularización y se determina que no existen en la Cuenta Discrecional del Fondo de Titularización, fondos suficientes para pagar en un cien por ciento (100%) el valor de la cuota de intereses y capital próximo siguiente, la Sociedad Titularizadora procederá a disponer de los fondos en la Cuenta Restringida del Fondo de Titularización para que esta realice los pagos a los Tenedores de los Valores de Titularización.

Si los fondos depositados en la Cuenta Restringida del Fondo de Titularización no son superiores al valor de los fondos necesarios para realizar el pago inmediato de la cuota de intereses y principal próxima siguiente de la presente emisión habrá lugar a una situación de mora. En el caso de mora en el pago de capital, se reconocerá un interés moratorio del 5% sobre la porción del capital de la cuota morosa correspondiente y esto debe ser comunicada al representante los Tenedores de los Valores de Titularización con el objetivo que convoque a Junta General de Tenedores y se determinen los pasos a seguir. Asimismo, la Sociedad Titularizadora deberá notificar a la BVES⁵ y a la SSF⁶.

Prelación de pagos del fondo en caso de liquidación

Los pagos se deberán realizar en el orden establecido por el artículo 70 de la “Ley de Titularización de Activos⁷”.

Mecanismos de Cobertura y Resguardos Financieros

Mecanismos de Cobertura

El Fondo de Titularización Hencorp Valores Corporación Pirámide 01, abrió la denominada Cuenta Discrecional, en la cual se depositan los ingresos percibidos de parte de las Sociedades, que le son transferidos en virtud y bajo las condiciones que se han establecido en el Contrato de Cesión respectivo y conforme a lo establecido en el respaldo de la emisión. Dicha cuenta es administrada por Hencorp Valores, Sociedad Anónima, Titularizadora a cargo del Fondo de Titularización Hencorp Valores Corporación Pirámide 01.

El Fondo de Titularización posee una Cuenta Restringida como mecanismo de cobertura interno. La cuenta restringida es una cuenta bancaria administrada por Hencorp Valores, LTDA. Titularizadora, y el saldo de ésta no debe ser menor a las próximas dos cuotas mensuales de flujos que serán cedidos por el originador. Como respaldo operativo de la emisión, las Sociedades, por medio del Contrato de Cesión de Flujos Financieros Futuros de la emisión, se han comprometido a transferir los montos de cesión mensual a través de girar la o las Ordenes Irrevocables de Pago (“OIPS”) que son mantenidas válidas y vigentes mientras no se haya liquidado la totalidad de capital e intereses de la emisión del FTHVCOP CERO UNO, y que es ejecutada directamente por quienes hagan la función de colecturía de los ingresos detallados previamente en la cesión por parte de las Sociedades, siendo inicialmente girada a los emisores de tarjetas de crédito o débito: Banco Promerica, Sociedad Anónima y Banco de América Central, Sociedad Anónima. Sin embargo, esta condición no limita la responsabilidad de las Sociedades, de trasladar directamente el total de los montos mensuales de cesión establecidos en el Contrato de Cesión a favor del FTHVCOP CERO UNO, disponiendo para ello de los ingresos que legalmente o contractualmente estén facultadas para percibir, incluyendo, los que provengan de la venta de: alimentos y bebidas en restaurantes, certificados de regalo, servicios administrativos, productos alimenticios, arrendamiento de locales comerciales y dividendos de sus inversiones. Una vez se cumple con dicha obligación, los fondos remanentes son trasladados a la cuenta operativa de cada una de las Sociedades, conforme el mecanismo establecido en las referidas OIPS.

Las Cedentes, se encuentran sujetas a cumplir con el siguiente ratio financiero: el total de la suma de los saldos finales de la deuda bancaria no puede ser superior a los ingresos anuales registrados durante el año

⁵ Bolsa de Valores de El Salvador.

⁶ Superintendencia del Sistema Financiero.

⁷ Art. 70. Los pagos que se deban hacer en el proceso de liquidación respectivo, guardarán el orden establecido en este artículo, lo cual deberá hacerse constar en el Contrato de Titularización, así: a) Deuda Tributaria, b) Obligaciones a favor de Tenedores de Valores, c) Otros saldos adeudados a terceros, d) Comisiones por gestión a favor de la Titularizadora.

fiscal anterior. Este ratio debe ser medido a la mitad y al final cada año fiscal Diciembre. A junio de 2018 este ratio fue de 1.11 veces (Resultado de dividir Ingresos Fiscales Anterior/ Saldos Finales Deuda Bancaria).

Compromisos Adicionales del Originador

Como respaldo operativo adicional de la emisión, las Sociedades se han comprometido a otorgar con la sociedad Central American Restaurants Corporation, S.A. de C.V. un Contrato de Fondeo en caso de mora, que será mantenido válido y vigente mientras no se haya liquidado la totalidad de capital e intereses de la emisión del FTHVCOP01, mediante el cual la segunda se compromete, en caso de ser requerido por escrito por la Sociedad Titularizadora al presentarse un evento de mora, a transferir a la cuenta bancaria a nombre del Fondo de Titularización que sea indicada en el requerimiento escrito presentado por la Sociedad Titularizadora, los montos de cesión mensual que se encuentren pendientes de entrega a la fecha de notificación. Sin embargo, esta condición no limita la responsabilidad de las Sociedades, de trasladar directamente el total de los montos mensuales de cesión establecidos en el Contrato de Cesión a favor del FTHVCOP01.

El 13/10/2017 se incorporó la Compañía PANCO, la cual es fiadora Solidaria (Fly Wings), obteniendo así una mejora en la estructura original.

Análisis FODA de la Titularización de Grupo Pirámide

Fortalezas

- Más de 20 años de experiencia en el mercado de “Manteles Blancos”.
- Excelentes franquicias respaldan la operación (Benihana, Tony Roma’s, Paradise y Bennigans).
- Diversidad de públicos meta.
- Productos diferenciados.
- Buena ubicación geográfica de locales propios.

Oportunidades

- Creciente tendencia por el consumo de restaurantes de franquicias americanas.
- Apertura de nuevas sucursales con las mismas franquicias.
- Posibilidad de servicio a domicilio.
- Expansión regional.

Debilidades

- Algunas franquicias son demasiado recientes en el mercado salvadoreño.
- Limitado gasto en publicidad.
- Precios mayores de los que brindan similares competidores.

Amenazas

- Incursión de nuevos competidores.
- Cambios en patrones de consumo.
- Fuerte amenaza de productos sustitutos, alimentos light y/o comida casera a precios relativamente bajos.

Cobertura del Flujo del Fondo de Titularización

La emisión consiste en un tramo de 8 años. La forma en la que están estructurados los pagos del tramo, hace que no existan diferencias marcadas en la cobertura de los pagos del fondo a través de su vigencia.

A junio de 2018 la cesión de los flujos es dividida entre las cuatro compañías originadoras y en conjunto alcanzaron ventas de US\$4.98 millones; de los cuales el 44.34% se recaudaron a través de los colectores asignados. La cobertura de las cuotas de cesión (US\$0.69 millones) en relación a lo ingresado por los colectores cubre 3.20 veces.

Perfil de la Titularizadora

Reseña

El 17 de diciembre de 2007 fue publicada la Ley de Titularización de Activos, la cual fue aprobada por la Asamblea Legislativa de la República de El Salvador. El 24 de junio de 2008, el Grupo Hencorp constituye la primera Sociedad Titularizadora de El Salvador, la cual se denominaba Hencorp Valores, S.A., Titularizadora.

Es importante mencionar, el Consejo Directivo de la Superintendencia del Sistema Financiero en sesión No. CD-47/2016, de fecha 29 de diciembre de 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.

La principal finalidad de la constitución de Hencorp Valores, LTDA., Titularizadora, es el brindarle liquidez a activos propiedad del sector corporativo Salvadoreño y regional, a través de la creación de un vínculo entre dichos activos y el mercado de capitales. El objetivo de la organización consiste en introducir mecanismos adicionales que provean financiamiento indirecto al sector corporativo y que produzcan nuevos instrumentos bursátiles con niveles de riesgo aceptables.

Participantes Sociales y Consejo de Gerentes

En el siguiente cuadro se detallan los principales Participantes Sociales de Hencorp Valores, LTDA., Titularizadora:

Participantes Sociales	
Participantes Sociales	Participantes Sociales
Hencorp, Inc.	82.50%
Eduardo Alfaro Barillas	11.20%
FHH Corp.	6.30%
Total	100%

Fuente: Hencorp Valores, LTDA., Titularizadora / Elaboración: PCR

En tanto, al Consejo de Gerentes de Hencorp Valores, LTDA., Titularizadora está compuesto de la siguiente manera:

Concejo de Gerentes	
Cargo	Nombre
Gerente Presidente	Raúl Henríquez Marroquín
Gerente Secretario	Eduardo Arturo Alfaro Barillas
Gerente Administrativo	Víctor Manuel Henríquez
Gerente Administrativo	Jaime Guillermo Dunn de Ávila
Gerente Suplente	Felipe Holguín
Gerente Suplente	Roberto Arturo Valdivieso
Gerente Suplente	José Miguel Valencia Artiga
Gerente Suplente	Víctor Guillermo Quijano

Fuente: Hencorp Valores, LTDA., Titularizadora / Elaboración: PCR

Experiencia

Hencorp Valores, LTDA., Titularizadora, es una empresa autorizada por el ente regulador local, para operar como Sociedad Titularizadora, a partir de noviembre de 2008. La Ley de Titularización de Activos fue aprobada en noviembre de 2007 y su normativa de aplicación, recientemente a inicios del año 2010. Como empresa tienen nueve emisiones autorizadas por la Bolsa de Valores.

Además, es importante mencionar que los ejecutivos de Hencorp Valores, cuentan con años de experiencia en la emisión de valores bursátiles tanto en mercados locales como internacionales.

Políticas de administración del riesgo y buen gobierno corporativo

Responsabilidades del Concejo de Gerentes

- Tener conocimiento y comprender todos los riesgos inherentes en los procesos de integración y administración de los fondos de titularización.
- Aprobar los respectivos manuales de organización y funciones.
- Aprobar las estrategias, políticas y límites de exposición para la gestión integral de los riesgos.
- Aprobar la integración de Fondos de Titularización, una vez medido el riesgo por el área responsable.
- Asegurarse que la Auditoría Externa como parte de la evaluación del control interno verifique el cumplimiento del esquema de gestión integral de riesgo de la entidad.

Políticas de Riesgo Reputacional

1. Dar cumplimiento a los gastos establecidos en los Contratos de Titularización.
2. Dar cumplimiento a las fechas establecidas de los ingresos de flujos en los Fondos de Titularización para pago de Valores de Titularización y gastos.
3. Deberá darse estricto cumplimiento a las fechas de envíos de información establecidos en las normas emitidas por la Superintendencia del Sistema Financiero.
4. Deberá darse estricto cumplimiento a la Ley de Titularización de Activos, Ley del Mercado de Valores, Leyes Tributarias, Código de Comercio y otras Leyes relacionadas.
5. Dar cumplimiento a lo establecido en la Política de Acceso de Usuarios Sistema Informático de Titularización, aprobado por su Concejo de Gerentes.

Políticas de Riesgo Operacional

1. Los gastos pagados por cuenta de los Fondos de Titularización en proceso de integración no podrán ser superiores a los establecidos en el Contrato de Titularización.
2. La contabilidad de Hencorp Valores y los Fondos de Titularización deberá estar actualizada a más tardar el séptimo día hábil de cada mes.
3. Los Estados Financieros semestrales de Hencorp Valores y los Fondos de Titularización, deberán estar auditados y emitido el informe del Auditor Externo en los 30 días posterior al cierre de cada semestre.
4. Las publicaciones de los Estados Financieros semestrales de Hencorp Valores y los Fondos de Titularización, deberán publicarse en dos periódicos de circulación nacional a más tardar 60 días posteriores al cierre de cada semestre.
5. Los libros legales que amparan los registros contables y gestiones administrativas de Hencorp Valores y los Fondos de Titularización deben encontrarse actualizados con el mes inmediato anterior y debidamente archivados.
6. Los movimientos contables de Hencorp Valores y los Fondos de Titularización, deberán archivers mensualmente.

Análisis de los Originadores

Reseña

Corporación Pirámide, S.A. de C.V. inició operaciones en el año 1984 con el restaurante Paradise, compitiendo en el rubro de restaurantes de "Mantel Blanco" especializado en Carnes y Langostas.

Fue hasta 1998 en que Corporación Pirámide adquiere la Franquicia de Tony Roma's en El Salvador, comenzando con el Restaurante Tony Roma's de la Zona Rosa en agosto de ese mismo año.

Debido al éxito de la Franquicia y la buena aceptación en el mercado Salvadoreño deciden abrir dos restaurantes Tony Roma's adicionales, el primero ubicado en el Centro Comercial Metrocentro en marzo de 2003 y el segundo en el Centro Comercial Multiplaza en abril de 2005.

En el primer trimestre de 2006, Corporación Pirámide adquiere la franquicia de Bennigans, y se da la apertura del primer restaurante de esta franquicia en el Centro Comercial La Gran Vía.

El Grupo se ha expandido con las siguientes sociedades:

- **JSH de El Salvador, S.A. de C.V.**
- **Restaurantes y Tabernas, S.A. de C.V.**
- **Premium Steak Restaurants, S.A. de C.V.**

Actualmente la institución no posee manual de riesgos, pero la Dirección está trabajando en ello para subsanar futuros inconvenientes.

Gobierno Corporativo

Para PCR, los miembros actuales de la plana gerencial y su personal de apoyo en las áreas estratégicas son de amplia experiencia y trayectoria en el rubro.

Plana Gerencial	
Conrado Rovira	Presidente y Gerente General
Mercedes de Rovira	Gerente de Operaciones
Enrique Cuellar	Gerente Desarrollo de Proyectos

Estructura Corporativa – Grupo Pirámide



Análisis Financiero

El análisis financiero se ha realizado en base a los Estados Financieros de los cierres (2015 - 2017) y junio 2017 y 2018 de los cuatro originadores, Corporación Pirámide, S.A. de C.V. (COPI); JSH de El Salvador, S.A.(JSH); Restaurantes y Tabernas, S.A. de C.V.(R&T); y Premium Steak Restaurants, S.A. de C.V.(PSR).

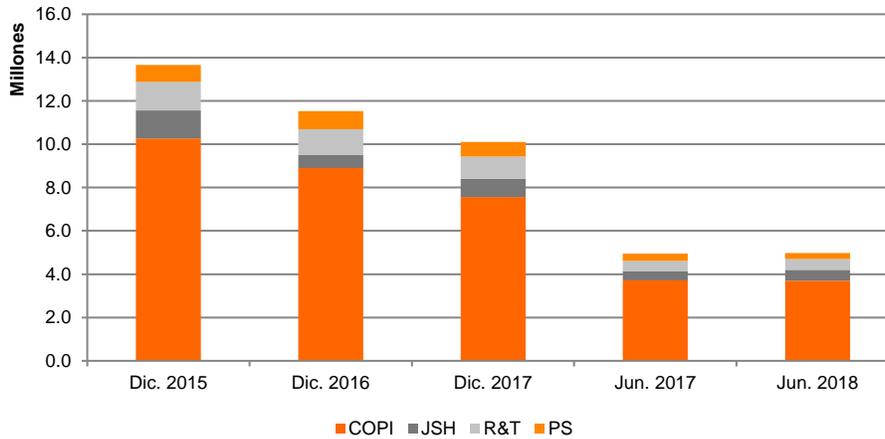
Análisis de Resultados

El giro del grupo son los servicios de restaurantes, contando con 5 cadenas de franquicias en El Salvador, y ocho restaurantes en la zona metropolitana de San Salvador.

Al 30 de junio de 2018, el total de sus ventas asciende a US\$4.98 millones, superior en un 0.66% a lo logrado a junio de 2017. Del total de sus ingresos, el 74.38% proviene de COPI, seguido por R&T con el 10.11%, y JSH con el 10.05%. PSR, el restaurante más reciente de la cadena, aporta el 5.46% de los ingresos totales.

Al 30 de junio de 2018 las ventas fueron de US\$4.98 millones (+US\$0.33 millones interanualmente). Este comportamiento hace que la utilidad bruta del ejercicio llegue a US\$2.74 millones, una mejora interanual de US\$71.89 miles, o 2.69%, esto debido a los mejores ingresos obtenidos por las compañías.

Ventas totales (En millones de US\$)



Fuente: Grupo Pirámide / Elaboración: PCR

El leve incremento de los ingresos de las Compañías que integran la estructura de COPI, están asociados al lento crecimiento de la economía y repercusión en los patrones de consumo de los clientes.

Por otra parte, se espera que luego de un acuerdo fiscal, la reforma de pensiones, Asamblea Legislativa equilibrada en torno a partidos pro-empresa y el crecimiento de las remesas familiares en 2018, la tendencia a la de los ingresos sea estable para 2018.

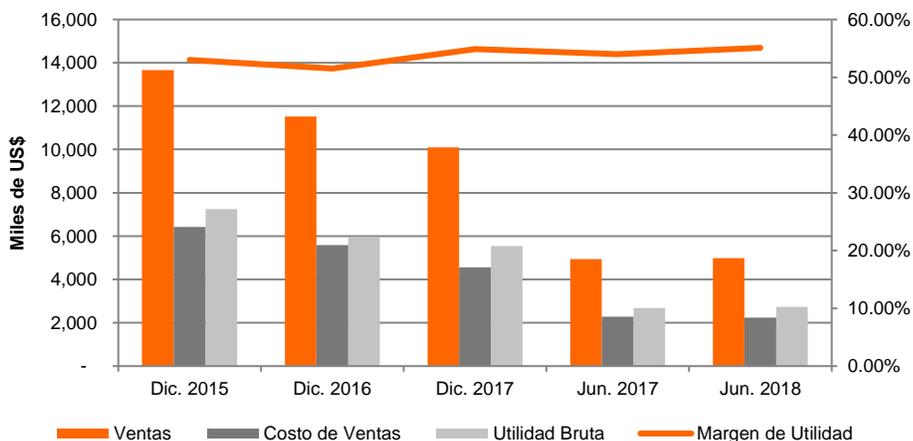
Hencorp Valores en su calidad de administrador, con la finalidad de fortalecer la estructura y anteponerse a cualquier evento que pudiera poner en riesgo el cumplimiento de obligaciones de COPI, ha agregado a las sociedades PANCO EL SALVADOR, S.A. de C.V. y Restaurantes RT EL SALVADOR, S.A. DE C.V. como fiadoras solidarias del Fondo de Titularización.

Utilidad Bruta - Consolidados (Miles de US\$)					
Indicador	Dic. 2015	Dic. 2016	Dic. 2017	Jun. 2017	Jun. 2018
Ventas	13,665	11,523	10,100	4,946	4,978
Costo de Ventas	6,421	5,588	4,555	2,275	2,235
Utilidad Bruta	7,244	5,935	5,544	2,671	2,743
Margen de Utilidad	53.01%	51.51%	54.90%	54.00%	55.10%

Fuente: Grupo Pirámide / Elaboración: PCR

El margen de utilidad bruta sobre ventas había tenido una tendencia decreciente desde el cierre de 2012, cuando llegó a 58.37%. Sin embargo a junio de 2018, este fue de 1.09 puntos porcentuales más comparados con el año previo, y cerró el periodo de análisis en 55.10%.

Utilidad Bruta (Miles de US\$)



Fuente: Grupo Pirámide / Elaboración: PCR

Con respecto al resto de costos, los principales gastos de la sociedad son los de operación, lo cual tiene estrecha relación a su giro de negocio y que a junio 2018, representaba el 66.60% (US\$1.78 millones) del total de sus Costos y Gastos. Le siguen en orden de importancia los Gastos Financieros, con el 15.73%, siendo estos pagos a los préstamos contratados y de los valores de titularización y los Gastos Administrativos (11.85%).

Gastos y Costos - Consolidados (Miles de US\$)					
Indicador	Dic. 2015	Dic. 2016	Dic. 2017	Jun. 2017	Jun. 2018
Gastos de Venta	3.2%	3.8%	4.4%	4.5%	5.82%
Gastos Administrativos	19.0%	21.1%	15.7%	17.0%	11.85%
Gastos de Operación	61.0%	59.4%	63.6%	62.2%	66.60%
Gastos Financieros	16.8%	15.7%	16.3%	16.3%	15.73%
Total Costos y Gastos	7,809	6,396	5,849	3,063	2,676

Fuente: Grupo Pirámide / Elaboración: PCR

El total de los costos y gastos a junio de 2018 es de US\$2.68 millones, un decremento interanual de 12.63%. El principal causante del decremento, son los gastos de administración, con un decremento interanual de 39.20%. Asociado en mayor proporción a los menores gastos generados por la principal compañía del grupo.

Resultados - Consolidados (Miles de US\$)					
Indicador	Dic. 2015	Dic. 2016	Dic. 2017	Jun. 2017	Jun. 2018
Utilidad Bruta	7,244	5,935	5,544	2,671	2,743
Gastos de Operación	6,496	5,391	4,897	2,565	2,255
Utilidad de Operación	748	544	647	106	488
Gastos Financieros	1,313	1,004	951	498	421
Otros Ingresos	608	235	147	90	2
Utilidad antes de Impuestos	43	(225)	(157)	(303)	68
Impuestos	(154)	(99)	(61)	-	(46)
Reserva legal	(24)	-	(14)	-	(10)
Ganancia de capital en Inversiones	(840)	448	-	-	-
Dividendos recibidos	149	62	67	67	44
Utilidad Neta	(826)	185	(165)	(236)	57

Fuente: Grupo Pirámide / Elaboración: PCR

Al 30 de junio de 2018, Corporación Pirámide S.A. de C.V. (la empresa más grande del grupo) ha obtenido una ganancia de US\$131.49 miles, esto debido a que para el presente periodo se registraron menores costos de ventas y gastos administrativos y financieros.

Análisis de Rentabilidad

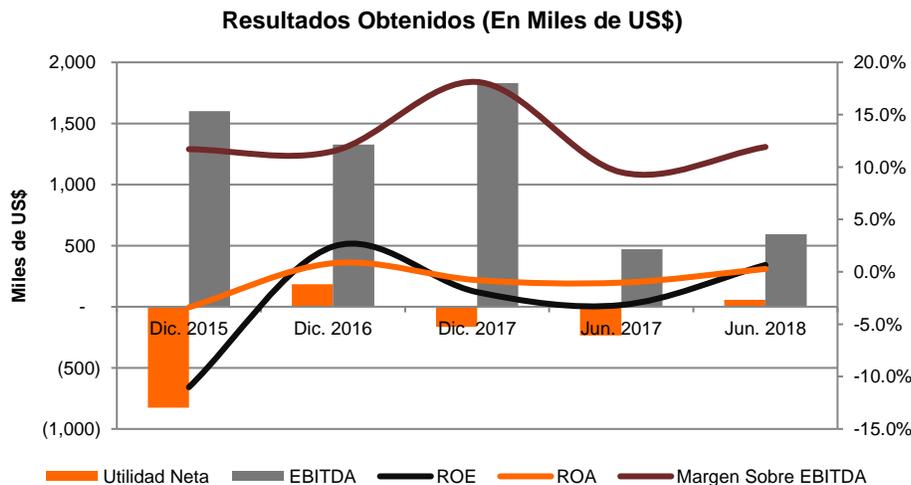
A junio 2018, los originadores lograron un EBITDA conjunto de US\$594 miles, mejorando este índice con respecto al año anterior que había sido de US\$470 miles (26.35%).

El margen sobre el EBITDA, ha mostrado un comportamiento variable, luego que en 2012 lograra su nivel más alto de los últimos 6 años. Durante el último periodo este ha crecido de 9.5% en junio 2017 a 11.9% en junio 2018.

Rentabilidad - Consolidados (Miles de US\$)					
Indicador	Dic. 2015	Dic. 2016	Dic. 2017	Jun. 2017	Jun. 2018
Utilidad Neta	(826)	185	(165)	(236)	57
EBITDA	1,600	1,327	1,831	470	594
Margen Sobre EBITDA	11.7%	11.5%	18.1%	9.5%	11.9%
ROE	-11.0%	2.4%	-1.9%	-3.2%	0.7%
ROA	-3.4%	0.8%	-0.8%	-1.0%	0.3%

Fuente: Grupo Pirámide / Elaboración: PCR

Por el lado de la rentabilidad al 30 de junio de 2018, el grupo presenta una rentabilidad sobre patrimonio (ROE) de 0.7%, y una rentabilidad sobre activos (ROA) de 0.3%, ambos indicadores mejoran como resultado de la ganancia obtenida para junio del 2018.



Fuente: Grupo Pirámide / Elaboración: PCR

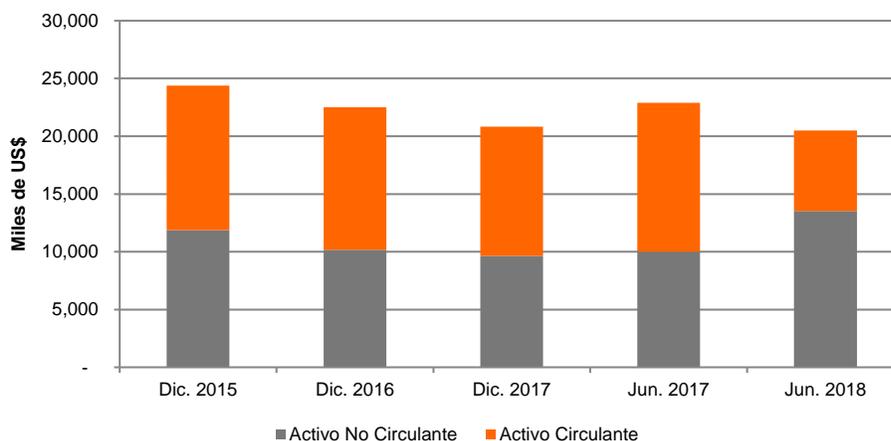
Análisis del Balance General

El principal componente de los activos del grupo, son las inversiones, los cuales ascendieron a la fecha de análisis a US\$10.32 millones, con un incremento interanual del US\$7.25 millones, esto corresponde a capitalizaciones que COPI ha hecho en otras empresas relacionadas a su grupo empresarial, siempre en el sector de restaurantes. En segundo lugar de participación están los Préstamos Intercompany y en tercer lugar por el activo fijo los cuales están compuestos por terrenos adquiridos, construcciones, mejoras en locales arrendados, mobiliarios y vehículos. A junio de 2018, los activos fijos llegaron a US\$2.81 millones, es decir el 13.73% de los activos.

Dentro de los activos no circulantes, las inversiones en otras compañías relacionadas (6 compañías), han crecido en 236.77%, y totalizan a junio de 2018 US\$10.32 millones y representan el 50.35% de los activos (el primer rubro de mayor participación).

En total, los activos del grupo totalizan US\$20.48 millones al período analizado, menor en 10.51% comparado con junio de 2017.

Activos Totales (En miles de US\$)



Fuente: Grupo Pirámide / Elaboración: PCR

Activos Consolidados (En miles de US\$)					
Indicador	Dic. 2015	Dic. 2016	Dic. 2017	Jun. 2017	Jun. 2018
Efectivo	351	310	333	262	238
Ctas x cobrar	83	96	127	472	97
Préstamos a intercomp - PC	10,313	10,212	9,046	10,264	4,976
Impuestos Acreditables	298	252	267	322	274
Inv pdto en proceso	207	269	218	219	158
Gastos Pagados por anticipado	1,253	1,197	1,194	1,357	1,141
Activo Circulante	12,505	12,336	11,185	12,896	6,955
Activo Fijo Neto	8,399	6,673	2,886	6,507	2,812
Inversiones Permanentes	3,042	3,059	6,356	3,063	10,315
Intangibles Netos	85	62	42	53	31
Depósitos en garantía	2	9	9	9	9
Gastos Pagados por anticipado a LP	342	362	362	362	362
Activo No Circulante	11,870	10,166	9,655	9,994	13,529
Total Activo	24,374	22,502	20,840	22,890	20,484

Fuente: Grupo Pirámide / Elaboración: PCR

Estructura de Pasivos y Patrimonio

El grupo tiene a junio de 2018 un total de US\$11.90 millones en pasivos, contra US\$8.59 millones de capital propio.

El principal componente del pasivo de la sociedad es la deuda a largo plazo, por US\$7.04 millones, menor en 12.31% comparado a junio de 2017. En esta cuenta se contabiliza el financiamiento adquirido por la venta de los valores de titularización, que ha reemplazado parte de las deudas con otras entidades financieras.

Los préstamos Intercompany a corto plazo, es el segundo componente de mayor participación, con US\$2.07 millones (inferior al mismo período del año anterior -15.21%).

Pasivos Consolidados (En miles de US\$)					
Indicador	Dic. 2015	Dic. 2016	Dic. 2017	Jun. 2017	Jun. 2018
Préstamos CP con Bancos	3,048	3,056	207	2,435	2,065
Cuentas por Pagar	1,366	1,098	744	1,178	827
Préstamos Intercompany CP	2,600	2,537	4,168	2,682	1,762
Otras cuentas por Pagar	-	-	-	-	-
Acreedores Diversos	72	74	69	103	93
Impuestos por Pagar	12	9	68	2	97
Pasivo Circulante	7,099	6,774	5,255	6,400	4,843
Deuda Bancaria LP	9,758	8,028	7,039	8,028	7,039
Préstamos Intercompany LP	20	17	14	1,016	14
Pasivo No Circulante	9,779	8,045	7,054	9,044	7,054
Total Pasivo	16,877	14,819	12,309	15,444	11,897

Fuente: Grupo Pirámide / Elaboración: PCR

Con respecto al patrimonio, éste es conformado en su mayoría por las acciones comunes, que totalizan US\$7.20 millones y representan el 83.82% del capital total, y el 35.14% de las fuentes de fondeo totales de las sociedades.

El segundo componente del patrimonio son las utilidades de ejercicio anteriores, que totalizan US\$1.62 millones, o el 19.44% del patrimonio.

Las sociedades han adoptado las NIIF para Pymes, por lo que se han realizado cambios y ajustes en sus cuentas, dando como resultado un apartado de compensación en el patrimonio, que a cierre de junio 2018, presenta un saldo de -US\$180 miles.

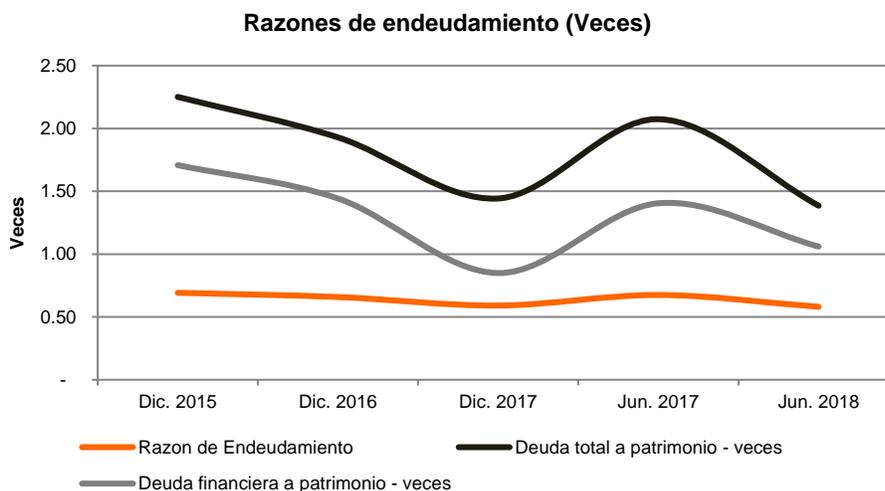
Patrimonio - Consolidados (En miles de US\$)					
Indicador	Dic. 2015	Dic. 2016	Dic. 2017	Jun. 2017	Jun. 2018
Acciones Comunes	6,198	6,198	7,198	6,198	7,198
Reserva legal	348	348	362	348	362
Superávit por Revaluación	-	(465)	(465)	(465)	(465)
Utilidades de Ejercicios Anteriores	1,131	1,781	1,616	1,781	1,616
Utilidad del Ejercicio Actual	-	-	-	(236)	57
Ajuste por conversión NIIF	(180)	(180)	(180)	(180)	(180)
Total Capital Contable	7,497	7,682	8,531	7,446	8,588

Fuente: Grupo Pirámide / Elaboración: PCR

Endeudamiento y cobertura

COPI tiene una razón de endeudamiento de 0.58 veces al pasivo sobre el activo total al período en estudio, leve disminución en comparación a junio de 2017.

La razón de deuda total a patrimonio ha mantenido una tendencia variable y cierra a junio de 2018 en 1.39 veces, menor en 0.69 puntos comparado con el año previo.



Por el lado de las coberturas, estas se muestran adecuadas para sus cargos fijos, cerrando a junio de 2018 en 8.65 veces, mayor que lo logrado en junio 2017 (5.12 veces). De igual forma, la razón deuda financiera a patrimonio ha mantenido una tendencia variable y cierra a junio de 2018 en 1.06 veces, menor en 0.35 puntos comparado con el año previo.

Endeudamiento y cobertura - Consolidados					
Indicador	Dic. 2015	Dic. 2016	Dic. 2017	Jun. 2017	Jun. 2018
Cobertura de Cargos fijos (Uti.Brut/G.Admon)	4.88	4.41	6.02	5.12	8.65
Razón de Endeudamiento	0.69	0.66	0.59	0.67	0.58
Deuda total a patrimonio - veces	2.25	1.93	1.44	2.07	1.39
Deuda financiera a patrimonio - veces	1.71	1.44	0.85	1.41	1.06

Fuente: Grupo Pirámide / Elaboración: PCR

Liquidez

Desde 2008, el grupo había mantenido un fondo de maniobra negativo (sus obligaciones inmediatas son mayores a sus activos corrientes) con un monto inicial de -US\$2.00 millones, hasta cerrar 2012 con -US\$1.65 millones. Con los cambios en su estructura de deuda, el capital de trabajo de las sociedades cierra a junio de 2018 en US\$2.11 millones, un decremento respecto a junio de 2017 del 67.48%, esto debido al incremento interanual de los pasivos circulante en mayor proporción que los activos circulantes.

La razón de liquidez a partir de diciembre de 2013 se ha mantenido por arriba de la unidad, a junio de 2018 cierra en 1.44 veces.

Liquidez - Consolidados					
Indicador	Dic. 2015	Dic. 2016	Dic. 2017	Jun. 2017	Jun. 2018
Liquidez general	1.76	1.82	2.13	2.02	1.44
Capital de trabajo simple (Miles US\$)	5,406	5,562	5,930	6,496	2,112

Fuente: Grupo Pirámide / Elaboración: PCR

Proyecciones elaboradas por Titularizadora

Al haber cuatro empresas originadoras, se distribuirá entre ellas la cesión total de la emisión, siendo la principal fuente de cesión los flujos de Corporación Pirámide, que representará el 87.6% de todos los flujos cedidos.

Distribución de la Cesión (Miles US\$)			
	2018	2019	2020
Corporación Pirámide	1,661	1,661	1,661
JSH El Salvador	58	58	58
Restaurantes y Tabernas	71	71	71
Premium Steak	105	105	105
Total	1,896	1,896	1,896

Fuente: Grupo Pirámide / Elaboración: PCR

La cesión del flujo para el fondo será recaudados a través de los colectores determinados, que en este caso son las compañías que proveen el servicio de transferencias por pagos realizados con tarjetas de crédito o débito en los restaurantes.

Para la estimación de las coberturas de la emisión, se han establecido tres escenarios, partiendo de los crecimientos históricos de Corporación Pirámide:

1. En el primero, el optimista, se ha estimado una tasa de crecimiento del 8.9%, igual al comportamiento mostrado por COPI durante los últimos 4 años.
2. El segundo, un escenario base, toma en cuenta el promedio de crecimiento de los últimos 6 años, de 4.4%. Este escenario incluye el impacto que tuvo la recesión económica de 2008 - 2009 en el modelo de negocios de COPI, y podría tomarse como referencia ante futuras amenazas por problemas económicos de El Salvador
3. Por último, el escenario pesimista toma una muestra de 0% de crecimiento, manteniendo los resultados obtenidos durante el 2013.

Escenario Optimista (Miles de US\$)			
COMBINADO	2018	2019	2020
Ventas	19,482	20,913	22,457
Utilidades	1,214	1,357	1,512
Flujo de caja operativo	1,991	2,159	2,341
Efectivo al final	1,790	2,050	2,489
Flujo de Caja Operativo/Cesión	1.27	1.36	1.46
(Flujo de Caja Operativo + Cuenta Restringida)/Cesión	1.44	1.53	1.63
(Flujo de Caja Operativo + Cuenta Restringida+ CAPEX)/Cesión	1.7	1.79	1.88

Fuente: Grupo Pirámide / Elaboración: PCR

En el primer escenario, la cobertura del flujo operativo sobre la cesión es un mínimo de 1.27 veces, con un promedio durante la vida de la emisión de 1.71 veces. El flujo de caja previo a actividades de financiamiento es mayor, mostrando una cobertura promedio de 2.05 veces la cesión.

Escenario Base (Miles de US\$)			
COMBINADO	2018	2019	2020
Ventas	16,792	17,563	18,371
Utilidades	870	928	989
Flujo de caja operativo	1,609	1,683	1,760
Efectivo al final	583	367	225
Flujo de Caja Operativo/Cesión	1.07	1.11	1.15
(Flujo de Caja Operativo + Cuenta Restringida)/Cesión	1.24	1.28	1.32
(Flujo de Caja Operativo + Cuenta Restringida+ CAPEX)/Cesión	1.49	1.54	1.58

Fuente: Grupo Pirámide / Elaboración: PCR

En el escenario base, la cobertura del flujo operativo sobre la cesión es un mínimo de 1.07 veces, con un promedio durante la vida de la emisión de 1.37 veces, inferior al del escenario anterior, aunque cabe mencionar que es suficiente para la cesión de flujos, sin utilizar los mecanismos de respaldo. El flujo de caja

previo a actividades de financiamiento es mayor, mostrando una cobertura promedio de 1.88 veces la cesión.

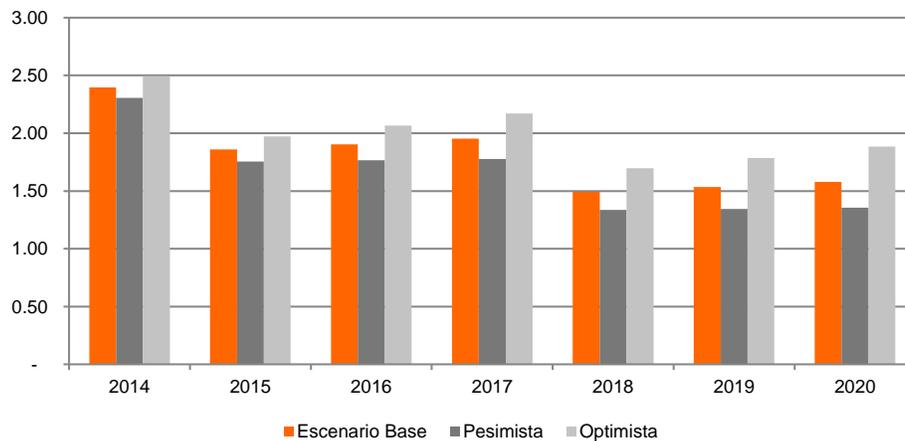
Escenario Pesimista (Miles de US\$)			
COMBINADO	2018	2019	2020
Ventas	14,667	15,026	15,406
Utilidades	598	604	610
Flujo de caja operativo	1,307	1,322	1,339
Efectivo al final	-437	-1,014	-1,577
Flujo de Caja Operativo/Cesión	0.91	0.92	0.93
(Flujo de Caja Operativo + Cuenta Restringida)/Cesión	1.16	1.17	1.18
(Flujo de Caja Operativo + Cuenta Restringida+ CAPEX)/Cesión	1.34	1.34	1.36

Fuente: Grupo Pirámide / Elaboración: PCR

En el escenario pesimista, la cobertura del flujo operativo sobre la cesión es un mínimo de 0.91 veces, con un promedio durante la vida de la emisión de 1.23 veces, inferior a los escenarios anteriores, mientras se debe utilizar la cuenta restringida los últimos tres años de operación.

Es importante mencionar que, en caso de que los fondos cedidos sean insuficientes, una quinta compañía, Central American Restaurant Corporation, S.A. de C.V, actuará como quinta fuente de ingresos, y tomando en cuenta su aportación estimada, la cobertura promedio se incrementa a 1.4 veces. El flujo de caja previo a actividades de financiamiento es mayor, mostrando una cobertura promedio de 1.74 veces la cesión

Cobertura de flujo operativo, más cuenta restringida sobre cesión (Veces)



Fuente: Grupo Pirámide / Elaboración: PCR

Flujos mensuales							
Cuota	Cesión (US\$)	Cuota	Cesión (US\$)	Cuota	Cesión (US\$)	Cuota	Cesión (US\$)
1	85,000	25	115,000	49	115,000	73	158,000
2	85,000	26	115,000	50	115,000	74	158,000
3	85,000	27	115,000	51	115,000	75	158,000
4	85,000	28	115,000	52	115,000	76	158,000
5	85,000	29	115,000	53	115,000	77	158,000
6	85,000	30	115,000	54	115,000	78	158,000
7	85,000	31	115,000	55	115,000	79	158,000
8	85,000	32	115,000	56	115,000	80	158,000
9	85,000	33	115,000	57	115,000	81	158,000
10	85,000	34	115,000	58	115,000	82	158,000
11	85,000	35	115,000	59	115,000	83	158,000
12	85,000	36	115,000	60	115,000	84	158,000
13	85,000	37	115,000	61	158,000	85	158,000
14	85,000	38	115,000	62	158,000	86	158,000
15	85,000	39	115,000	63	158,000	87	158,000
16	85,000	40	115,000	64	158,000	88	158,000
17	85,000	41	115,000	65	158,000	89	158,000
18	85,000	42	115,000	66	158,000	90	158,000
19	85,000	43	115,000	67	158,000	91	158,000
20	85,000	44	115,000	68	158,000	92	158,000
21	85,000	45	115,000	69	158,000	93	158,000
22	85,000	46	115,000	70	158,000	94	158,000
23	85,000	47	115,000	71	158,000	95	158,000
24	85,000	48	115,000	72	158,000	96	158,000

Fuente: Grupo Pirámide / **Elaboración:** PCR

Resumen de Estados Financieros no Auditados Corporación Pirámide.

Estado de Situación Financiera (En miles de US\$)					
Activos	Dic. 2015	Dic. 2016	Dic. 2017	Jun. 2017	Jun. 2018
Efectivo	351	310	333	262	238
Ctas x cobrar	83	96	127	472	97
Préstamos a intercomp - PC	10,313	10,212	9,046	10,264	4,976
Impuestos Acreditables	298	252	267	322	274
Inv pdto en proceso	207	269	218	219	158
Gastos Pagados por anticipado	1,253	1,197	1,194	1,357	1,141
Activo Circulante	12,505	12,336	11,185	12,896	6,955
Activo Fijo Neto	8,399	6,673	2,886	6,507	2,812
Inversiones Permanentes	3,042	3,059	6,356	3,063	10,315
Intangibles Netos	85	62	42	53	31
Depósitos en garantía	2	9	9	9	9
Gastos Pagados por anticipado a LP	342	362	362	362	362
Activo No Circulante	11,870	10,166	9,655	9,994	13,529
Total Activo	24,374	22,502	20,840	22,890	20,484
Pasivo	Dic. 2015	Dic. 2016	Dic. 2017	Jun. 2017	Jun. 2018
Préstamos CP con Bancos	3,048	3,056	207	2,435	2,065
Cuentas por Pagar	1,366	1,098	744	1,178	827
Préstamos Intercompany CP	2,600	2,537	4,168	2,682	1,762
Otras cuentas por Pagar	-	-	-	-	-
Acreedores Diversos	72	74	69	103	93
Impuestos por Pagar	12	9	68	2	97
Pasivo Circulante	7,099	6,774	5,255	6,400	4,843
Deuda Bancaria LP	9,758	8,028	7,039	8,028	7,039
Préstamos Intercompany LP	20	17	14	1,016	14
Pasivo No Circulante	9,779	8,045	7,054	9,044	7,054
Total Pasivo	16,877	14,819	12,309	15,444	11,897
Patrimonio	Dic. 2015	Dic. 2016	Dic. 2017	Jun. 2017	Jun. 2018
Acciones Comunes	6,198	6,198	7,198	6,198	7,198
Reserva legal	348	348	362	348	362
Superávit por Revaluación	-	(465)	(465)	(465)	(465)
Utilidades de Ejercicios Anteriores	1,131	1,781	1,616	1,781	1,616
Utilidad del Ejercicio Actual	-	-	-	(236)	57
Ajuste por conversión NIIF	(180)	(180)	(180)	(180)	(180)
Total Patrimonio	7,497	7,682	8,531	7,446	8,588
Total Pasivo + Patrimonio	24,374	22,502	20,840	22,890	20,484

Fuente: Grupo Pirámide / Elaboración: PCR

Estados de resultados (En miles US\$)					
Indicador	Dic. 2015	Dic. 2016	Dic. 2017	Jun. 2017	Jun. 2018
Ventas	13,665	11,523	10,100	4,946	4,978
Costo de Ventas	6,421	5,588	4,555	2,275	2,235
Utilidad Bruta	7,244	5,935	5,544	2,671	2,743
Gastos de Venta	251	243	255	138	156
Gastos de Administración	1,485	1,347	921	522	317
Gastos de Operación	4,760	3,801	3,722	1,905	1,782
Utilidad de Operación	748	544	647	106	488
Gastos Financieros	1,313	1,004	951	498	421
Otros Ingresos	608	235	147	90	2
Utilidad antes de Impuestos	43	(225)	(157)	(303)	68
Impuestos	154	99	61	-	46
Reserva legal	24	-	14	-	10
Ganancia de K en Inversiones	(840)	448	-	-	-
Dividendos recibidos	149	62	67	67	44
Resultado Neto	(826)	185	(165)	(236)	57

Fuente: Grupo Pirámide / Elaboración: PCR

Historial de clasificaciones		
Con información financiera correspondiente a:	Clasificación otorgada	Perspectiva
Del 30 de septiembre de 2013 al 31 de diciembre de 2017	AA-	Estable

Fuente: PCR

Nota sobre información empleada para el análisis

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

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