

## BOLSA DE VALORES, S.A. DE C.V. (BVES)

### Informe de Mantenimiento de Clasificación de Riesgo

**Sesión Ordinaria:** N° 6052019

**Fecha de ratificación:** 29 de abril de 2019.

**Información financiera:** auditada a diciembre 2018, considerando información no auditada a setiembre 2018.

**Contactos:** José Pablo López Barquero  
Marco Orantes Mancía

Analista Financiero  
Analista Financiero

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

## 1. CALIFICACIÓN DE RIESGO

El presente informe corresponde al análisis de mantenimiento de la Bolsa de Valores de El Salvador (BVES), con información financiera auditada a diciembre 2018, considerando información financiera no auditada a setiembre 2018.

| BOLSA DE VALORES |               |             |               |             |
|------------------|---------------|-------------|---------------|-------------|
| Tipo             | Anterior      |             | Actual*       |             |
|                  | Clasificación | Perspectiva | Clasificación | Perspectiva |
| Emisor           | EAAA (SLV)    | Estable     | EAAA(SLV)     | Estable     |

\*La clasificación actual no varió con respecto a la anterior.

### Explicación de la clasificación otorgada:

**EAAA:** Corresponde a aquellas entidades que cuentan con la más alta capacidad de pago de sus obligaciones en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada ante posibles cambios en la entidad, en la industria a que pertenece o en la economía. Los factores de riesgo son insignificantes.

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

**(SLV):** Indicativo de país (SLV) para las clasificaciones que otorga en El Salvador. El indicativo no forma parte de la escala de clasificación en El Salvador. La escala utilizada por la Clasificadora está en estricto apego a la Ley del Mercado de Valores y a las Normas técnicas sobre las Obligaciones para las Sociedades Clasificadoras de Riesgo.

## 2. FUNDAMENTOS

### Fortalezas

- La Bolsa de Valores S.A. de C.V. (BVES) es la única institución que intermedia en el mercado de emisiones de deuda privada y pública, así como acciones y operaciones de reportos.
- Pilar estratégico para el desarrollo económico del país, al generar alternativas de financiamiento a través del mercado de valores para los sectores empresariales. Su perfil se fortalece al ser poseedora del único custodio de valores en El Salvador.
- Altas barreras de entrada y un mercado relativamente pequeño limitan en gran medida la participación de más competidores dentro del mercado de valores local.
- El operar en diferentes etapas a lo largo del desarrollo del mercado de valores, le ha generado una experiencia comprobada.
- Su fase de formación técnica le ha permitido contar con un sistema de administración de riesgo adecuado a los niveles que muestra el mercado, en herramientas de gestión, aplicativos informáticos y profesionales con alta experiencia.
- La estructura de Gobierno Corporativo, manuales, sistemas y procesos están formalmente definidos para gestionar la operación y controlar los riesgos del negocio.

*"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)  
slv: Clasificaciones otorgadas en la República de El Salvador. "scr": SCRiesgo.*

- La relación estratégica con otras Bolsas de Valores de la región Latinoamericana y participantes claves para el desarrollo de inversiones y financiamiento en otros mercados. Asimismo, esto permite ampliar el conocimiento y desarrollo tecnológico, así como de negocios.
- La ausencia de deuda financiera combinado con la alta participación de activos líquidos le permite mantener un amplio flujo de efectivo recurrente, brindándole a la Institución un excelente margen de maniobra para futuros negocios.
- Robustos niveles patrimoniales le permiten disponer coberturas ante posibles pérdidas potenciales del negocio, al tiempo que le brinda fortaleza para continuar rentabilizando su estructura.
- Desarrollo y robustecimiento de operaciones entre la Bolsa de Valores de El Salvador y la Bolsa de Valores de Panamá.

## Retos

- Mantener un volumen de negocio estable ante la vulnerabilidad de los ciclos económicos, coyuntura actual de sus principales clientes y los efectos especulativos que podría generar el riesgo soberano en los mercados internacionales.
- Continuar avanzando en la mejora de la gestión integral de riesgos.
- Garantizar el cumplimiento y robustecimiento de los proyectos tecnológicos de la Bolsa de Valores.
- Consolidar y ejecutar plan estratégico y comercial para diversificar los ingresos de la BVES con el fin de incrementar los volúmenes de intermediación.
- Apoyar e impulsar el desarrollo del mercado de fondos de inversión en El Salvador.

## 3. CONTEXTO ECONÓMICO

### 3.1 Análisis de la plaza local

El Salvador continúa realizando esfuerzos por dinamizar el crecimiento económico. Las expectativas favorables de expansión para EE. UU., la ampliación y establecimiento de nuevas relaciones con mercados desarrollados y la simplificación de trámites fronterizos y para hacer negocios, podrían generar una mayor diversificación de mercados, incremento de la inversión y del financiamiento. Factores como las afectaciones al sector agrícola derivadas del cambio climático (sequías y depresiones tropicales); la problemática social, el endurecimiento de políticas migratorias y la tendencia al alza en las tasas de interés internacionales, constituyen los principales riesgos para el logro de los objetivos propuestos.

En el ámbito político, en el mes de febrero del presente año se llevaron a cabo las elecciones presidenciales, cuyo resultado favoreció al candidato Nayib Bukele, quién emergió como una tercera opción y logró aglutinar más del 50% del total de votantes, resultado que le ubicó como el nuevo presidente electo de El Salvador para los próximos cinco años.

En años pasados la polarización política ha sido factor crítico para concretar acuerdos que permitan efectuar cambios estructurales, agilizar la aprobación del presupuesto y contratar deuda. En opinión de SCRiesgo, aún persiste un nivel de incertidumbre para lograr consensos que permitan agilizar el desarrollo del nuevo Plan de Gobierno que empezará a ejecutarse a partir del próximo 01 de junio 2019.

El país ha tenido avances positivos en la clasificación de riesgo soberano desde la degradación en su escala más baja experimentada en abril 2017 por las clasificadoras de riesgo internacional. Durante el 2018, Standard and Poor's mejoró su calificación CCC+ perspectiva estable a B- con perspectiva estable, mientras que Moody's otorgó la calificación de B3 con perspectiva estable desde Caa1 en febrero 2018. Se esperará que los flujos de inversión extranjera directa aumenten en la medida que la calificación avance y las condiciones de la economía mejoren.

### 3.2 Producción nacional

El crecimiento económico de El Salvador se ubicó en 2,1% al cuarto trimestre de 2018, explicado por una mejora en la capacidad de formación bruta de capital fijo, expansión de la demanda interna y una mayor demanda de exportaciones. Según datos preliminares del Banco Central de Reserva (BCR), el Producto Interno Bruto (PIB) presentó un crecimiento promedio del 2,5% durante los primeros cuatro trimestres del 2018, favorecido principalmente por una mayor demanda interna y crecientes flujos derivados de remesas.

Actividades de explotación de minas y canteras (7,8%), actividades de servicios administrativos y apoyo (5,2%), información y comunicaciones (4,8%) y actividades financieras y de seguros (4,1%); fueron los sectores con mayor dinamismo.

### 3.3 Finanzas públicas

El déficit fiscal que al 31 de diciembre del 2018 alcanzó un 2,5% del PIB, ha mostrado una tendencia a la baja, favorecido por una parte por la reforma de pensiones y a la disminución en los subsidios. El cambio realizado en materia de pensiones ha aliviado temporalmente la presión financiera que la deuda previsional provocaba sobre el presupuesto nacional.

El saldo de la deuda pública total fue de US\$18.974,7 millones a diciembre 2018, dicho monto exhibió un crecimiento interanual del 3,3%, equivalente a US\$602,0 millones, representado cerca del 72,8% del PIB. El creciente endeudamiento es explicado por las dificultades para reducir las necesidades de financiamiento por parte del Gobierno.

### 3.4 Comercio Exterior

Las exportaciones registraron un saldo de US\$5,904.7 millones a diciembre 2018, reflejando un crecimiento del 2,5% (US\$144.6 millones) sobre el monto alcanzado en diciembre 2017, principalmente impulsadas por las actividades de exportación de minas y canteras (18,9%) e industria manufacturera de maquila (6,8%). Por otra parte, las actividades que mostraron una desaceleración fueron; suministro de electricidad, gas vapor y aire acondicionado (-67,9%), comercio al por mayor y al por menor (-20,9%) y azúcar de caña (-19,1%).

Al término de diciembre 2018, las importaciones alcanzaron US\$11,829.8 millones, con un crecimiento de 11,7% (US\$1,236.9 millones) con respecto a diciembre 2017. Los sectores que mostraron un mayor dinamismo fueron: el suministro de electricidad, gas, vapor y aire acondicionado (56,7%), agricultura, ganadería y silvicultura (22,2%) e industrias manufactureras (11,0%).

### 3.5 Inversión Extranjera Directa

El Salvador continúa captando la inversión extranjera directa (IED) más baja de Centroamérica. De acuerdo con datos preliminares del BCR, la IED acumuló un valor neto de US\$839.6 millones al finalizar diciembre 2018, US\$49.6 millones menos que lo reflejado en igual periodo del año pasado y lo que representa una contracción del 5,6%.

Los mayores crecimientos en el flujo se observan en los sectores: agropecuario (35,9%), industrias manufactureras (28,6%) y otros sectores (36,4%). Las desmejoras más fuertes se presentaron en los sectores de información y telecomunicaciones (158,1%) y actividades financieras y de seguros (66,5%). Los países de origen de los mayores flujos de inversión extranjera directa son Estados Unidos (US\$334.7 millones); Panamá (US\$183.3 millones) y Guatemala (US\$130.0 millones).

### 3.6 Inflación

La inflación medida por las variaciones en el Índice de Precios al Consumidor (IPC) registró una inflación del 0,4% al cierre de diciembre de 2018. Entre los rubros en los que se observan disminuciones destacan: prendas de vestir y calzado (-1,7%); muebles y artículos para el hogar (-1,1%) y transporte (-1,0%). Por otro lado, los rubros con aumento de precios fueron principalmente; alojamiento, agua, electricidad y combustibles (3,0%); restaurantes y hoteles (1,8%) y bebidas alcohólicas y tabaco (1,5%).

### 3.7 Remesas familiares

El dinamismo mostrado en el flujo de remesas familiares desde el 2018, podría ser explicado por la estrategia de ahorro de los salvadoreños radicados en el exterior con riesgo de ser deportados de Estados Unidos y ante la incertidumbre de la cancelación del TPS (estatus de protección temporal) cuyo proceso de terminación fue bloqueada por un juez de distrito. Según datos publicados por el BCR a septiembre 2018, la tasa de crecimiento de las remesas familiares fue del 7,2%, acumulando US\$4,039.4 millones, cifra superior en US\$340.6 millones en igual mes hace un año.

## 4. INFORMACIÓN SOBRE LA ENTIDAD

### 4.1 Reseña histórica

La Bolsa de Valores de El Salvador (BVES) inició operaciones el 27 de abril de 1992, transando como sesión de negociación inaugural un total de US\$13,560.0.

En abril de 1994, entró en vigor la Ley del Mercado de Valores, a través de la cual se regula el desarrollo de la BVES y demás participantes del mercado. En el año 1995, se efectuaron reformas a la ley, como la liberalización de operaciones en mercado centroamericano. Durante este período, la Bolsa de Valores de El Salvador ingresa a la Federación Iberoamericana de Bolsas de Valores (FIABV).

Para el año 1997, la Superintendencia de Valores inició sus funciones con el fin de velar por el cumplimiento de leyes de los entes participantes del mercado. Al siguiente año, inició operaciones la Central de Depósitos de Valores (CEDEVAL), brindando mayor seguridad en el proceso de custodia y depósitos de valores transados en el mercado.

En 1999, la Bolsa de Valores de El Salvador da apertura a inscripción en el mercado de organismos financieros regionales o centroamericanos en los cuales El Salvador o Banco Central de Reserva sean miembros. En ese mismo año, se reformó el artículo 10 de la Ley de Mercado de Valores con el fin de facilitar la inscripción de valores internacionales, condición que permite una mayor diversificación de fuentes de inversión.

A partir de la entrada en vigor de la Ley de integración monetaria en el 2001, El Salvador inicia el proceso de integración, en donde se unieron esfuerzos de Bolsa de Valores, CEDEVAL y casas de corredores de bolsa para realizar un plan de innovación, con el fin de poder acceder a negociar valores emitidos por diferentes países a nivel mundial.

En marzo del 2002, entró en vigor la Ley de Anotaciones electrónicas de Valores en Cuenta, eliminando todos los valores físicos y convirtiéndolos en anotaciones electrónicas con valores nominales de US\$100, facultando el acceso de diferentes inversionistas al permitir negociar valores desde US\$100 y múltiplos de US\$100.

En 2005, en conjunto con el Ministerio de Hacienda, se logró ejecutar el programa interno de emisión de deuda pública homogénea, a través del cual se efectúan subastas periódicas de LETES y bonos de esta Entidad. Finalmente, en este período la Bolsa de Valores, asociados con diversos participantes del mercado, crearon la Fundación Bursátil de El Salvador, entidad dirigida hacia el desarrollo y robustecimiento de la cultura y conocimiento bursátil.

En marzo del 2007, se inaugura el Sistema Electrónico de Negociación de Reportos. La sesión de negociación de reportos se efectúa por medio de una plataforma electrónica. Sobre ese mismo año, se dio la aprobación de la Ley de Titularización de Activos, con el objeto de regular las operaciones que se realizan en el proceso de titularización de activos y establecer un marco de supervisión sobre los valores emitidos.

Cabe señalar que en el año 2011, se dio el relanzamiento del Sistema Electrónico de Negociación para Mercado Primario y Secundario, sistema transaccional desarrollado internamente por la Bolsa bajo altos estándares de calidad y seguridad, tomando como principal insumo las necesidades de un mercado en constante evolución y crecimiento. Lo anterior brinda la posibilidad de la integrar distintos mercados que operan dentro de la Bolsa.

En setiembre del 2015, las Bolsas de Valores de El Salvador y Panamá firmaron un acuerdo que permitió la integración de los mercados de valores, generando así mayores oportunidades de inversión y financiamiento. La Integración de los Mercados de Valores es una atractiva opción para obtener eficiencia por medio de economías de escala y crear una alternativa competitiva de financiamiento para las empresas, por medio de la emisión de valores en un mercado ampliado, que también beneficiaría a los inversionistas e intermediarios bursátiles y, en general, al desarrollo financiero de la región.

Durante los últimos períodos, los esfuerzos se han dirigido hacia el fortalecimiento de la estructura legal y operativa de la Entidad, con el objetivo de facilitar el proceso de flujo de ahorro e inversión en el mercado de capitales, así como promover la transparencia en las negociaciones. De igual forma, se brinda un especial énfasis hacia el desarrollo tecnológico, fomentando una transformación digital en los productos ofrecidos por la BVES.

## 4.2 Perfil de la entidad

La BVES surgió como un proyecto país para el desarrollo del mercado de valores y la economía salvadoreña. Su propósito se centró en generar los mecanismos de financiamiento necesarios para la ejecución y fortalecimiento de proyectos productivos en diversos sectores económicos, esto a través de la emisión de deuda. La Bolsa de Valores goza de un rol relevante en la formulación y presentación de propuestas en materia de desarrollo de mercado de valores, coyuntura económica y fiscal.

Actualmente, la Entidad ha modernizado las opciones de financiamiento y ha fomentado la creación de un mercado de valores transparente y capacitado. Lo anterior, se sustenta en que la BVES organiza e imparte seminarios, diplomados y charlas, con el fin generar una cultura bursátil óptima y actualizada dentro los agentes del mercado, entre estos: casas corredoras de bolsa, custodia de valores, inversionistas, emisores, sociedades titularizadoras, gestoras de fondos y clasificadoras de riesgo. Además, la Bolsa mantiene un fuerte enfoque en el desarrollo tecnológico, a partir de iniciativas de transformación digital en el mercado de valores.

La Bolsa de Valores, S.A. de C.V está regulada por las siguientes leyes: i) Ley del Mercado de Valores, ii) Anotaciones Electrónicas de Valores en Cuenta, iii) Fondos de Inversión, iv) Titularización de Activos. v) Ley contra el Lavado de Dinero y Activos vi) Ley de Supervisión y Regulación del Sistema Financiero. Asimismo, el marco regulatorio bajo el cual está regido se define en las siguientes Normas: i) Normas Técnicas de Lavado de Dinero y Activos, ii) Normas Técnicas para la Gestión Integral de Riesgos.

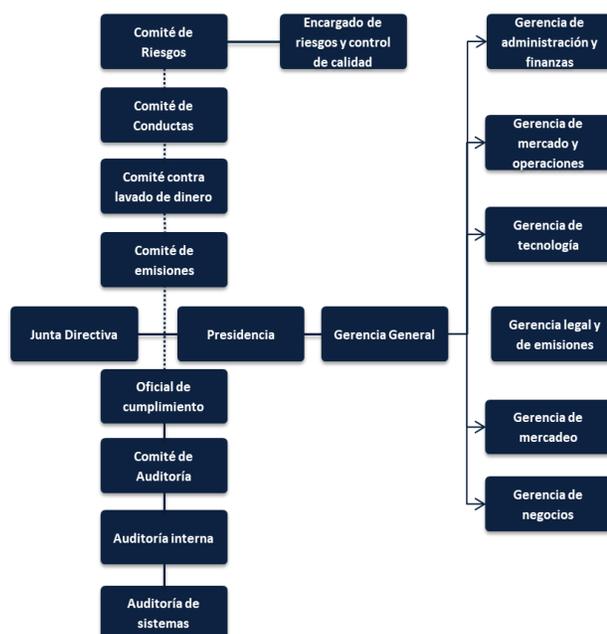
## 5. GOBIERNO CORPORATIVO

A través de los últimos períodos, la Bolsa de Valores de El Salvador se ha enfocado en desarrollar mecanismos para formalizar un gobierno corporativo eficiente, estableciendo un esquema adecuado de transparencia de la Organización, a favor de la protección de los intereses de los clientes y demás usuarios de la Bolsa de Valores.

La estructura de Gobierno Corporativo se distribuye de la siguiente forma: Directorio, Presidencia, Gerencia general, Gerencia de área y puestos operativos. La Presidencia tiene como función el revisar en conjunto con la Gerencia General la planeación estratégica anual, así como participar en sesiones de formulación de decisiones estratégicas con la Junta Directiva y las distintas Gerencias.

La Institución emplea metodologías para medir y dar seguimiento a los niveles de apetito y tolerancia al riesgo, con el objetivo de asumir posiciones óptimas en la naturaleza de su negocio. Además, lo anterior se encuentra respaldado por un equipo gerencial de alta experiencia en el mercado de valores, mismo que incorpora estándares adecuados al nivel de sofisticación del mercado regional, favorecido por el conocimiento técnico y el proceso de formación logístico adquirido a lo largo de su trayectoria.

Como parte de la búsqueda de eficiencia de costos, y con el fin de fortalecer la gestión operativa de la Institución, la BVES posee gerencias compartidas con CEDEVAL, tales como Gerencia de Tecnología, Legal, Mercadeo, Negocios y Finanzas. A continuación, se muestra la estructura organizativa de Bolsa de Valores:



Fuente: Información proporcionada por la Bolsa de Valores.

La alta dirección de la Bolsa ha desarrollado diversas acciones encaminadas hacia el fortalecimiento del Gobierno Corporativo, realizando un especial énfasis sobre las áreas de auditoría, gestión del riesgo de lavado de dinero y financiación del terrorismo.

Precisamente, BVES cuenta con una Unidad de Riesgos y Control de Calidad, misma que tiene como principal función la gestión integral de riesgos en la Entidad. Esta Unidad posee dentro de sus funciones el monitorear y asegurar la calidad de la ejecución de los procedimientos internos.

Por su parte, el Comité de Auditoría recibe informes directos de las Unidades de Auditoría Interna y de Sistemas, en donde se detallan las labores efectuadas en las diferentes áreas operativas y administrativas de la organización, con el fin de generar recomendaciones para un mejoramiento en la gestión y la estructura de control interno.

De la mano con lo anterior, la Entidad dispone de un software denominado Sistema Integral de Gestión de Riesgos (SIGR), aplicativo que permite mantener un estricto control y seguimiento sobre la totalidad de incidentes categorizados como riesgosos. Así, la herramienta genera un almacenamiento de los datos requeridos por la norma vigente en materia de riesgo operativo.

Actualmente, la Bolsa de Valores se encuentra en un proceso de aprovechamiento tecnológico y transformación digital, buscando con esto responder a las demandas de mercado y necesidades de los clientes. Por tanto, ante la iniciativa de crear un nuevo canal de comunicación del mercado de valores hacia los inversionistas, BVES inició el desarrollo de la primera aplicación móvil bursátil en El Salvador, proyecto permitirá a los inversionistas una conexión más cercana con el ambiente bursátil, generando información inmediata sobre los negocios en Bolsa.

Además, durante el 2017, se aprobó el Plan de Continuidad de Negocio, mismo que condensa un set de estrategias ideadas para garantizar la sostenibilidad de la organización en el tiempo, en donde se incluyen políticas de gestión de crisis, planes de contingencia, políticas de capacitaciones, mecanismos de recuperación ante emergencias, entre otros.

Con la entrada en vigencia del Plan de Continuidad de Negocio, la Bolsa de Valores implementó un nuevo centro de cómputo alterno, mismo que recopila información de bases de datos y de sistemas de back-office y su ubicación física se sitúa fuera del recinto organizacional. De igual forma, se dirigieron esfuerzos hacia el robustecimiento de los sistemas de seguridad de información, necesarios para el eficiente desarrollo de operaciones dentro de la Bolsa de Valores.

## 6. MERCADO DE VALORES DE EL SALVADOR

A diciembre 2018, el mercado de valores totalizó un volumen de negociación acumulado por una cifra de US\$3,848 millones, presentando un incremento del 46% respecto al mismo período del año anterior. Estos resultados son explicados por el dinamismo exhibido por sectores como reportos, mercado internacional y mercado secundario. Precisamente, el mercado de reportos influyó mayoritariamente sobre los volúmenes negociados, al mostrar un crecimiento anual de aproximadamente US\$251 millones. Asimismo, las operaciones internacionales presentaron un incremento anual de US\$317 millones, mientras que el mercado secundario exhibió un aumento de US\$171 millones. Contrario a lo anterior, el mercado primario expresó un descenso en su monto transado, reflejando una disminución de aproximadamente US\$31 millones respecto a diciembre 2017.

De acuerdo a los volúmenes de negociación, el mercado que posee la mayor relevancia en la Bolsa de Valores corresponde a los reportos, mismo que representa un 67% sobre el total negociado a diciembre 2018. Seguidamente, se encuentran las operaciones internacionales con un 14%, con un aporte del 12% se sitúa el mercado primario, mientras que el mercado secundario exhibe una participación del 7%.

En detalle de lo anterior, el mercado de reportos mostró un crecimiento anual del 41%, variación determinada por el comportamiento exhibido tanto por los reportos de carácter público como privado, producto de una mayor flexibilidad en las políticas internas de captación e inversión de los bancos. Justamente, los reportos públicos presentaron un alza con respecto al período anterior, totalizando US\$1.988 millones a diciembre 2018 (+42%). Desde la perspectiva de reportos privados, éstos registraron la suma de US\$574 millones a la fecha bajo evaluación, evidenciando un aumento anual del 40%.

Con respecto a las operaciones internacionales, éstas contabilizaron la cifra US\$529 millones al cierre del segundo semestre del 2018, mostrando un importante crecimiento del 150% respecto a diciembre 2017. Dicho comportamiento es atribuible mayoritariamente al incremento anual en aproximadamente US\$311 millones (+151%) en las operaciones internacionales del sector público, mercado que totaliza la suma de US\$517 millones, y mostró un comportamiento dinámico a partir de un mejoramiento en la calificación de riesgo del país.

Por su parte, el mercado primario presenta el monto de US\$458 millones a diciembre 2018, reflejando un decrecimiento anual del 6%, variación determinada principalmente por la reducción de US\$161 millones del mercado primario privado, condición que se contrapone con el incremento anual exhibido por el mercado primario público (+US\$116 millones).

Según el tipo de instrumento, las Letras del Tesoro Público de El Salvador (LETES) mostraron la mayor tasa de crecimiento durante el último semestre terminado a diciembre 2018, expresando un incremento de aproximadamente US\$108 millones (+132%) respecto a lo registrado en el segundo semestre del 2017, constituyendo el 41% del mercado primario y gozando de rendimientos brutos que oscilan entre 5,75% y 6,20%. Contrariamente, el instrumento de titularización reflejó un decrecimiento anual del 81% (-US\$140 millones), contabilizando la cifra de US\$32 millones y denotando una participación del 7% sobre el total transado en el mercado primario a diciembre 2018. Asimismo, los certificados de inversión mostraron una contracción anual cercana a los US\$4 millones, constituyendo el 31% del mercado primario.

Por otro lado, el mercado secundario registró un monto transado de US\$289 millones a diciembre 2018, cifra que aumenta un 145% de forma anual, en virtud principalmente del crecimiento cercano a los US\$148 millones exhibido por el sector privado. De igual forma, el sector público presentó un aumento de aproximadamente US\$17 millones respecto a lo registrado a diciembre 2017, condición que impactó favorablemente el monto total negociado en el mercado secundario.

| Bolsa de Valores : Volúmenes de intermediación |             |          |                    |             |          |
|--|-------------|----------|--------------------|-------------|----------|
| Tipo de mercado                                | A diciembre |          | Variación absoluta | Variación   |          |
|  | 2017        | 2018     |                    | Dic 2017-   | Dic 2018 |
| <b>Primario</b>                                | \$ 489      | \$ 458   | \$ (31)            | <b>-6%</b>  |          |
| Primario Privado:                              | \$ 399      | \$ 238   | \$ (161)           | -40%        |          |
| Primario Renta Variable Privado                | \$ -        | \$ 14    | \$ 14              | 0%          |          |
| Primario Público:                              | \$ 90       | \$ 206   | \$ 116             | 129%        |          |
| <b>Secundario</b>                              | \$ 118      | \$ 289   | \$ 171             | <b>145%</b> |          |
| Secundario Privado:                            | \$ 29       | \$ 177   | \$ 148             | 510%        |          |
| Secundario Renta Variable Privado              | \$ -        | \$ 6     | \$ 6               | 0%          |          |
| Secundario Público:                            | \$ 89       | \$ 106   | \$ 17              | 19%         |          |
| <b>Internacional</b>                           | \$ 212      | \$ 529   | \$ 317             | <b>150%</b> |          |
| Operaciones Internacionales Privado            | \$ 6        | \$ 12    | \$ 6               | 100%        |          |
| Operaciones Internacionales Público            | \$ 206      | \$ 517   | \$ 311             | 151%        |          |
| <b>Reportos</b>                                | \$ 1 821    | \$ 2 572 | \$ 751             | <b>41%</b>  |          |
| Reportos Privados                              | \$ 410      | \$ 574   | \$ 164             | 40%         |          |
| Reportos Públicos                              | \$ 1 411    | \$ 1 998 | \$ 587             | 42%         |          |
| <b>Total</b>                                   | \$ 2 640    | \$ 3 848 | \$ 1 208           | <b>46%</b>  |          |

Fuente: Información proporcionada por la Bolsa de Valores.

Del total transado durante el segundo semestre del 2018, un 73% corresponde al sector público, mientras que el restante 27% recae sobre el sector privado. Dichas proporciones varían levemente respecto a lo registrado durante el año 2017, período en donde la concentración sobre el sector público significó un 68%.

| Bolsa de Valores : Participación volúmenes transados. |              |              |
|---|--------------|--------------|
| Sector  | Ene-Dic 2017 | Ene-Dic 2018 |
| Público   | 68%          | 73%          |
| Privado   | 32%          | 27%          |

Fuente: Elaboración propia con base en datos de BVES.

El comportamiento y la estructura actual del mercado de valores denotan una concentración alta de ingresos por tipo de mercado, siendo los reportos el principal mercado dentro del esquema. Asimismo, la centralización de transacciones sobre el sector público exhibe incrementos a lo largo del año 2018, mostrándose así como una concentración moderada. Por otro lado, resulta relevante indicar que el nivel de ingresos presenta un significativo grado de vulnerabilidad ante cambios de la coyuntura económica del país, así como la ejecución reformas en impuestos o regulaciones del Sistema Financiero.

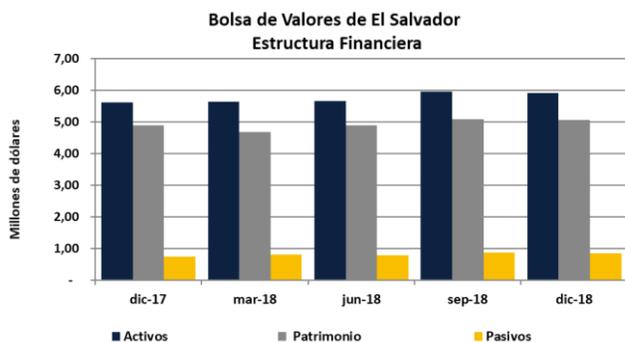
La actividad bursátil se vio favorecida durante el año 2018, especialmente por la estructuración de los dos primeros fondos de Titularización de Inmuebles, cuyas emisiones en conjunto totalizaron la suma de US\$23 millones.

De igual forma, la industria de fondos de inversión ha mostrado un comportamiento dinámico a lo largo del 2018, en donde los 5 fondos de inversión autorizados contabilizaron en conjunto un patrimonio de US\$60 millones, a través de la participación de más de 1.200 inversionistas.

Otro de los puntos relevantes por destacar en el mercado de valores salvadoreño corresponde a la incursión de nuevas entidades emisoras, tal es el caso de Banco Atlántida y BANCOVI. Para el caso de la primera, se presentó en el mercado con una emisión de certificados de inversión por US\$50 millones, mientras que BANCOVI emitió un programa rotativo de Papel Bursátil por US\$18 millones.

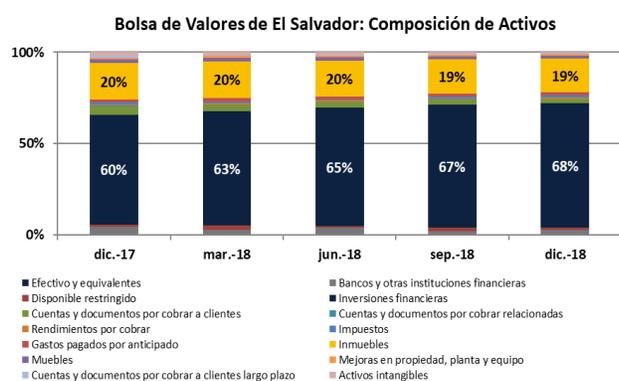
## 7. ESTRUCTURA FINANCIERA

Al cierre de diciembre 2018, la Bolsa de Valores de El Salvador contabiliza activos por un monto de US\$5,91 millones, cifra que exhibe crecimientos del 5% y 4% de forma interanual y semestral, respectivamente. Los mencionados comportamientos obedecen principalmente al aumento en las inversiones financieras, específicamente aquellas inversiones disponibles para la venta de renta fija.



**Fuente:** Elaboración propia con base en Estados Financieros no auditados Bolsa de Valores.

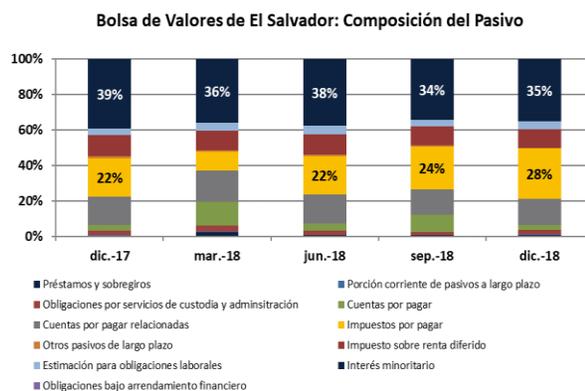
De acuerdo con su composición, los activos se constituyen mayoritariamente por las inversiones financieras, rubro que representa el 68% del total de los activos a diciembre 2018. Asimismo, la partida de inmuebles exhibe un aporte del 19%, mientras que la partida de efectivo significa el 3% de los activos totales, siendo estas cuentas las de mayor relevancia. Dichas proporciones presentan variaciones de compararse con lo registrado un año atrás, aumentando el peso relativo de las inversiones financieras y disminuyendo el aporte de los rubros de efectivo e inmuebles.



**Fuente:** Elaboración propia con base en Estados Financieros no auditados Bolsa de Valores.

Por otro lado, al concluir diciembre 2018, la Entidad contabilizó la suma de US\$852,0 mil en pasivos, presentando un aumento interanual del 15% y semestral del 10%. Dicha variación anual surge como consecuencia mayoritariamente del incremento en los impuestos por pagar (+49%).

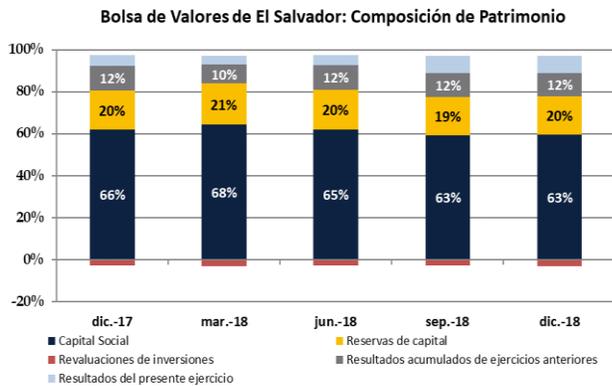
Precisamente, los pasivos de la BVES se constituyen en un 35% por el interés minoritario, seguido de los impuestos por pagar con una representatividad del 28% y las cuentas por pagar relacionadas con un 15%, éstos como las partidas de mayor injerencia sobre la estructura pasiva.



**Fuente:** Elaboración propia con base en Estados Financieros no auditados Bolsa de Valores.

En lo correspondiente al esquema patrimonial, éste registra la suma de US\$5,06 millones al término de diciembre 2018, manifestando crecimientos del 4% y 3% de forma anual y semestral, respectivamente. Dicho comportamiento interanual es atribuible principalmente al aumento del 67% en los resultados del período.

Según su conformación, el patrimonio se constituye en un 63% por el capital social, rubro que se mantuvo sin variaciones tanto de forma anual como semestral. Seguidamente, se encuentra la partida de reservas de capital con una participación del 20%, los resultados acumulados de ejercicios anteriores con un 12% y los resultados del período con un 8%. Sobre esta estructura, se destaca la contrapartida de revaluaciones de inversiones, la cual registró contablemente una afectación negativa de aproximadamente US\$163 mil.



Fuente: Elaboración propia con base en Estados Financieros no auditados Bolsa de Valores.

## 8. ANÁLISIS DE ESTABILIDAD Y GESTIÓN

### 8.1 Liquidez y Solvencia

Con respecto a la capacidad de la BVES para hacerle frente a sus obligaciones de corto plazo, es preciso señalar que se mantiene una brecha significativamente amplia y positiva de liquidez, reflejando un mayor monto de activos corrientes respecto a pasivos circulantes. Dicha superioridad expresa que el monto actual de recursos líquidos cubre y sobrepasa en gran proporción las obligaciones con vencimiento a menos de un año.

La composición del activo corriente agrega solidez a la posición líquida de la Entidad, puesto que las partidas de mayor convertibilidad al efectivo, tales como caja y bancos e inversiones financieras, comprenden alrededor del 71% del activo total a diciembre 2018. Precisamente, del total de activos líquidos, un 96% lo constituyen las inversiones financieras, mientras el porcentaje restante recaen sobre el rubro de bancos y otras instituciones financieras.

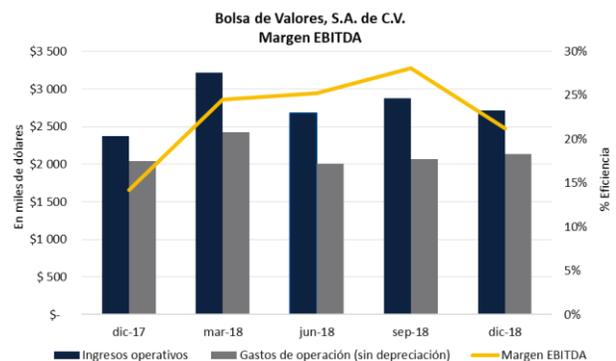
En torno a las inversiones financieras, éstas registran un monto total de US\$4,03 millones a diciembre 2018, expresando un crecimiento interanual del 19%, atribuible al incremento de las inversiones disponibles para la venta de renta fija. Justamente, las inversiones financieras netas, mismas que representan el 68% del activo total, se constituyen mayoritariamente en un 94% por las inversiones disponibles para la venta, mientras que el 6% restante corresponde a inversiones en fondos colectivos y reportos.

Por otro lado, el indicador de solvencia, formulado a través de la relación de patrimonio neto a activo total, arroja un índice 86% a diciembre 2018, evidenciando así una relativa estabilidad a través del último año. Históricamente, la BVES y subsidiaria han financiado mayoritariamente sus operaciones por medio de recursos propios, condición percibida como favorable dado que genera la plataforma necesaria para generar inversiones inmediatas y absorber una eventual materialización de pérdidas esperadas.

| BOLSA DE VALORES: Indicadores de Liquidez y Solvencia |        |        |        |        |        |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|
|   | dic-17 | mar-18 | jun-18 | sep-18 | dic-18 |
| (Efectivo + Títulos valores) / Activo Total           | 64,6%  | 65,5%  | 69,0%  | 69,5%  | 70,9%  |
| Patrimonio Neto/ Activos Totales                      | 86,8%  | 83,1%  | 86,3%  | 85,5%  | 85,6%  |

En torno al análisis del EBITDA, éste refleja un incremento anual del 71% en las utilidades antes de intereses, impuestos, depreciación y amortizaciones. El comportamiento de este índice responde al crecimiento registrado en la utilidad operativa, lo que a su vez se atribuye al incremento en los ingresos operativos, precisamente en los ingresos por operaciones bursátiles y servicios de compensación y liquidación.

Aunado a lo anterior, y como consecuencia de la variación positiva en el monto de la utilidad operativa, el margen EBITDA alcanzó un 21% a diciembre 2018, superior al presentado en el mismo período del año anterior (14%).



Fuente: Elaboración propia con base en Estados Financieros no auditados Bolsa de Valores.

Por tanto, en virtud del giro transaccional del negocio, donde se presentan amplios márgenes de liquidez, bajos niveles de deuda, así como una robusta estructura patrimonial, la Entidad muestra una adecuada flexibilidad y solvencia financiera, condición sostenida a través de los últimos períodos.

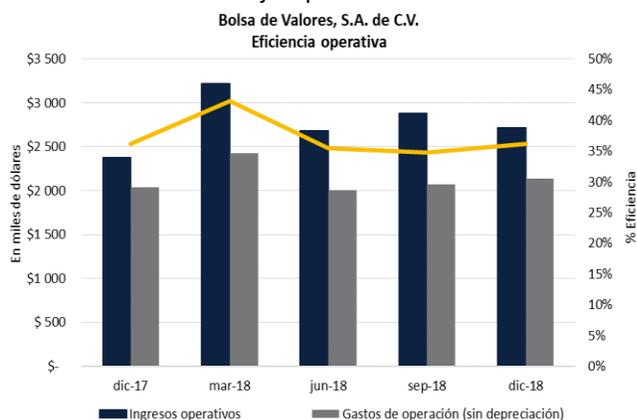
## 8.2 Eficiencia Operativa

A diciembre 2018, el indicador de eficiencia operativa registra un índice a 36%, mismo que se mantiene estable de forma anual. Sobre este tema, cabe destacar que los activos totales expresaron un incremento interanual del 5%, misma variación que mostraron los gastos operativos (sin incluir el gasto por depreciación).

| BOLSA DE VALORES: Indicadores de Eficiencia Operativa |        |        |        |        |        |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|
|   | dic-17 | mar-18 | jun-18 | sep-18 | dic-18 |
| Gastos Operativos / Activos Totales                   | 36,2%  | 43,1%  | 35,4%  | 34,7%  | 36,2%  |
| Util. Operac. / Gtos Adm.                             | 0,20   | 0,38   | 0,40   | 0,47   | 0,32   |

Aunado a lo anterior, el índice de utilidad operacional sobre gasto administrativo registra una razón de 0,32 veces, expresando de esta forma que la utilidad operativa cubre en 0,32 veces los gastos reconocidos sobre las actividades administrativas de la Entidad. Dicho indicador si bien aumenta de forma anual (0,20 veces a diciembre 2017), continúa expresando una cobertura por debajo de una vez.

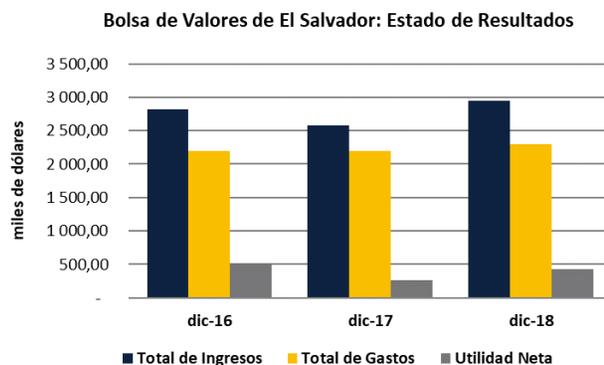
Debido a la naturaleza del negocio de la Bolsa de Valores y subsidiaria, los ingresos operativos surgen producto de los volúmenes de intermediación, siendo éstos altamente volátiles ante el entorno económico del país. Por esta razón, resulta importante brindar un estricto seguimiento a la gestión ejecutada en torno a la eficiencia operativa, así como a la adaptabilidad de la Entidad frente a disminuciones en los flujos que se transan en el mercado.



**Fuente:** Elaboración propia con base en Estados Financieros no auditados Bolsa de Valores.

## 9. RENTABILIDAD

Al finalizar diciembre 2018, la BVES y subsidiaria contabiliza una utilidad neta acumulada de US\$430,0 mil, expresando un crecimiento anual del 67%, producto del incremento más que proporcional de los ingresos acumulados totales respecto al aumento mostrado por los gastos totales.



**Fuente:** Elaboración propia con base en Estados Financieros no auditados Bolsa de Valores.

A la fecha bajo análisis, los ingresos totalizan la suma de US\$2,95 millones, expresando un incremento anual del 15%, mismo que obedece principalmente al aumento del 14% en los ingresos operativos, el cual a su vez se encuentra determinado principalmente por el comportamiento creciente de los ingresos por operaciones bursátiles y servicios de compensación (+26% anual). Es de esperar niveles altos de volatilidad en los ingresos percibidos por la Entidad, como consecuencia del tamaño del mercado, medido crecimiento económico y la leve diversificación de productos.

De acuerdo a su composición, a diciembre 2018, los ingresos acumulados totales se concentran en un 50% sobre los ingresos en operaciones de compensación y liquidación, seguido de un 35% por ingresos relacionados con servicios de depósito de custodia y administración y un 8% en ingresos por inversiones financieras, siendo éstos los de mayor representatividad. Las mencionadas proporciones arrojan un nivel alto de concentración y dependencia sobre estos componentes del ingreso, lo cual plantea un panorama desafiante principalmente ante cambios en las tendencias del ciclo económico y el comportamiento de los inversionistas.

Por otra parte, los gastos acumulan el monto de US\$2,3 millones a diciembre 2018, cifra que expresa un crecimiento anual del 5%. Esta variación es atribuible al incremento anual del 5% en los gastos operativos, comportamiento que se deriva principalmente del incremento del 6% en los gastos generales de administración.

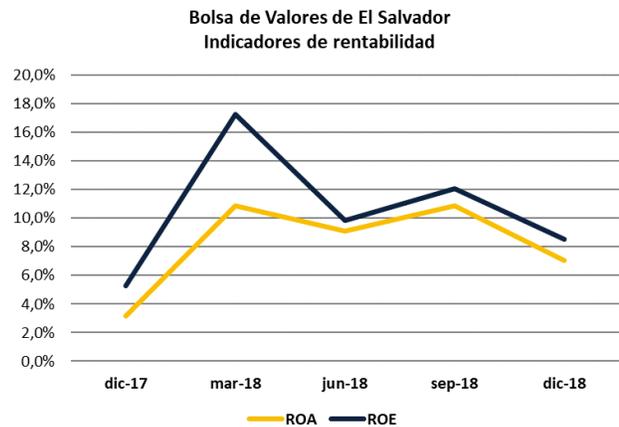
En términos de conformación, los gastos totales se constituyen en un 79% por los gastos generales de administración, secundado por los gastos operación bursátil y por servicios de custodia y depósito con una participación cercana al 14%, con un 7% se encuentran los gastos por depreciación, amortización y deterioro por operaciones corrientes, mientras que un ligero porcentaje restante corresponde a gastos financieros. Respecto a diciembre 2017, las mencionadas proporciones se mantienen relativamente estables.

Durante el último año terminado a diciembre 2018, el comportamiento de los indicadores de rentabilidad ha sido fluctuante, aspecto sustentado en los comportamientos exhibidos por la utilidad operativa y la utilidad neta.

En línea con lo anterior, la rentabilidad operacional sobre activos (ROA) fue de 7,1% a diciembre 2018, mostrando un incremento de aproximadamente 4 p.p. respecto a lo registrado en diciembre 2017, expresando así un mayor rendimiento generado por los activos. De igual forma, la rentabilidad sobre el patrimonio (ROE) presentó un comportamiento volátil durante el año 2018, pasando de un indicador de 5,3% en diciembre 2017 a 8,5% en diciembre 2018.

Según comenta la Administración, se manejan una serie de planes estratégicos dirigidos hacia incrementar el volumen transado en la Bolsa de Valores. Uno de ellos corresponde la incorporación de los Certificados de Depósito a Plazo Negociables, títulos valores con los que se proyecta un aumento en los montos negociados a través del mercado secundario. Asimismo, BVES desarrolla la estrategia de robustecer el mercado secundario de reportos, acción que incluye la posibilidad de negociar en mercado secundario las posiciones de compra. Lo anterior se complementa con los esfuerzos encauzados hacia ampliar la base de participantes en el mercado sostenido con Panamá, extender alianzas de integración con otros mercados regionales, así como fomentar el desarrollo del mercado de fondos de inversión.

Ante la conformación del mencionado set estratégico de acciones, se proyecta un impacto favorable sobre la eficiencia operativa de la Institución, condición que permitiría rentabilizar sus resultados.



**Fuente:** Estados Financieros no auditados Bolsa de Valores.

En opinión de SCRiesgo, la Entidad posee como reto el rentabilizar en mayor proporción las operaciones a través de los volúmenes transaccionales de intermediación. De igual manera, es preciso destacar que la capacidad de generar beneficios también dependerá de gestionar óptimamente los niveles de eficiencia, condición que le permitirá enfrentar posibles escenarios especulativos en el volumen transado dado contexto operativo desafiante sobre el cual se desenvuelve el mercado de valores.

## 10. INTEGRACIÓN DE MERCADOS CON PANAMÁ

La Integración de los Mercados de Valores es el resultado de compromisos entre las Bolsas de Valores de El Salvador y Panamá, en coordinación con las Superintendencias de ambos países. Dicha operación funciona como una opción atractiva para obtener eficiencia por medio de economías de escala y generar una alternativa competitiva de financiamiento para las empresas, por medio de la emisión de valores en un mercado ampliado, que también beneficiaría a los inversionistas e intermediarios bursátiles y, en general, al desarrollo financiero de la región.

Precisamente, en el año 2017, bajo el marco del veinticinco aniversario de la Bolsa de Valores de El Salvador, se realizó el lanzamiento del Mercado Integrado entre El Salvador y Panamá, generando favorables volúmenes transados a partir de su apertura.

Para realizar esta integración, inicialmente se homologaron las normativas, buscando puntos mínimos requeridos con el fin de respetar las legislaciones de cada uno de los países en cuanto a procesos de compensación y liquidación.

A diciembre 2018, el monto transado entre los dos países totalizó la suma de US\$64,17 millones, distribuidos en US\$42,78 millones a través del sistema electrónico de la Bolsa de El Salvador (SEN) (79% negociado en el mercado secundario) y US\$21,4 millones a través del sistema electrónico de Panamá (SITREL) (99% negociado en el mercado primario). El monto registrado superó la cifra con que se proyectó finalizar el año 2018, misma que rondaba un monto negociado cercano a los US\$60,0 millones. Según expresa la Administración, para el cierre del 2019 se proyecta un monto negociado global sobre este mercado cercano a los US\$80,0 millones.

Este Mercado Integrado entre El Salvador y Panamá alcanzó un monto negociado aproximado a US\$81,0 millones en un lapso comprendido desde mayo 2017 a diciembre 2018. Segregando lo anterior, dicho mercado en el año 2017 acumuló una cifra de US\$17,0 millones, mientras que en el 2018 se contabilizó un total de US\$64 millones. Actualmente, existen cuatro operadores remotos registrados para operar en el SITREL por parte de El Salvador, como lo son G&T Continental, Valores Banagrícola S.A. de C.V., Valores Cuscatlan, S.A. de C.V y Servicios Generales Bursátiles S.A. de C.V. Por su parte, los operadores remotos autorizados de Panamá son los siguientes: MMG Corporation, S.A., Banistmo Panamá, Global Valores S.A. y BG Valores S.A.

---

*SCRiesgo da servicio de clasificación de riesgo a este emisor desde junio de 2017. 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 el 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”*

| Balance General<br>( miles US\$ dólares)                | dic-17          | jun-18          | dic-18          | Variación<br>anual | Peso<br>Relativo |
|---|-----------------|-----------------|-----------------|--------------------|------------------|
| <b>Activo corriente:</b>                                |                 |                 |                 |                    |                  |
| Efectivo y equivalentes                                 | 1,00            | 1,00            | 1,00            | 0%                 | 0%               |
| Bancos y otras instituciones financieras                | 248,00          | 230,00          | 164,00          | -34%               | 3%               |
| Disponible restringido                                  | 74,00           | 39,00           | 71,00           | -4%                | 1%               |
| Inversiones financieras                                 | 3 388,00        | 3 676,00        | 4 025,00        | 19%                | 68%              |
| Cuentas y documentos por cobrar a clientes              | 267,00          | 184,00          | 149,00          | -44%               | 3%               |
| Cuentas y documentos por cobrar relacionadas            | 6,00            | 1,00            | 5,00            | -17%               | 0%               |
| Rendimientos por cobrar                                 | 40,00           | 42,00           | 40,00           | 0%                 | 1%               |
| Impuestos   | 56,00           | 33,00           | 66,00           | 18%                | 1%               |
| Gastos pagados por anticipado                           | 89,00           | 83,00           | 88,00           | -1%                | 1%               |
| <b>Total activo corriente</b>                           | <b>4 169,00</b> | <b>4 289,00</b> | <b>4 609,00</b> | <b>11%</b>         | <b>78%</b>       |
| Inmuebles   | 1 134,00        | 1 120,00        | 1 104,00        | -3%                | 19%              |
| Muebles   | 104,00          | 107,00          | 80,00           | -23%               | 1%               |
| Mejoras en propiedad, planta y equipo                   | 52,00           | 51,00           | 46,00           | -12%               | 1%               |
| Cuentas y documentos por cobrar a clientes largo plazo  | 68,00           | 24,00           | 24,00           | -65%               | 0%               |
| Activos intangibles                                     | 101,00          | 74,00           | 48,00           | -52%               | 1%               |
| <b>TOTAL ACTIVO</b>                                     | <b>5 628,00</b> | <b>5 665,00</b> | <b>5 911,00</b> | <b>5%</b>          | <b>100%</b>      |
| Préstamos y sobregiros                                  | 2,00            | 5,00            | 6,00            | 200%               | 1%               |
| Porción corriente de pasivos a largo plazo              | 3,00            | 1,00            | 3,00            | 0%                 | 0%               |
| Obligaciones por servicios de custodia y administración | 19,00           | 18,00           | 22,00           | 16%                | 3%               |
| Cuentas por pagar                                       | 24,00           | 34,00           | 25,00           | 4%                 | 3%               |
| Cuentas por pagar relacionadas                          | 119,00          | 125,00          | 126,00          | 6%                 | 15%              |
| Impuestos por pagar                                     | 162,00          | 168,00          | 241,00          | 49%                | 28%              |
| <b>Total pasivo corriente</b>                           | <b>329,00</b>   | <b>351,00</b>   | <b>423,00</b>   | <b>29%</b>         | <b>50%</b>       |
| Otros pasivos de largo plazo                            | 7,00            | 7,00            | 3,00            | -57%               | 0%               |
| Impuesto sobre renta diferido                           | 88,00           | 89,00           | 89,00           | 1%                 | 10%              |
| Estimación para obligaciones laborales                  | 28,00           | 38,00           | 38,00           | 36%                | 4%               |
| Interés minoritario                                     | 292,00          | 291,00          | 299,00          | 2%                 | 35%              |
| <b>TOTAL PASIVO</b>                                     | <b>744,00</b>   | <b>776,00</b>   | <b>852,00</b>   | <b>15%</b>         | <b>100%</b>      |
| <b>Capital social</b>                                   | <b>3 200,00</b> | <b>3 200,00</b> | <b>3 200,00</b> | <b>0%</b>          | <b>63%</b>       |
| Reservas de capital                                     | 970,00          | 979,00          | 987,00          | 2%                 | 20%              |
| Revaluaciones de inversiones                            | - 141,00        | - 135,00        | - 163,00        | 16%                | -3%              |
| <b>Resultados:</b>                                      | <b>855,00</b>   | <b>845,00</b>   | <b>1 035,00</b> | <b>21%</b>         | <b>20%</b>       |
| Resultados acumulados de ejercicios anteriores          | 597,00          | 605,00          | 605,00          | 1%                 | 12%              |
| Resultados del presente ejercicio                       | 258,00          | 240,00          | 430,00          | 67%                | 8%               |
| <b>TOTAL PATRIMONIO</b>                                 | <b>4 884,00</b> | <b>4 889,00</b> | <b>5 059,00</b> | <b>4%</b>          | <b>100%</b>      |

| Estado de Resultados<br>(miles US\$ dólares)                                  | dic-16            | dic-17            | dic-18            | Variación<br>anual |
|---|-------------------|-------------------|-------------------|--------------------|
| Ingresos por operaciones bursátiles y servicios de compensación y liquidación | 1 326,00          | 1 165,00          | 1 463,00          | 26%                |
| Ingresos por servicios de depósito custodia y administración a no emisores    | 1 063,00          | 1 007,00          | 1 044,00          | 4%                 |
| Ingresos por servicios de depósito custodia y administración a emisores       | 28,00             | 51,00             | 36,00             | -29%               |
| Ingresos diversos   | 137,00            | 151,00            | 173,00            | 15%                |
| <b>Total de ingresos de operación</b>   | <b>2 554,00</b>   | <b>2 374,00</b>   | <b>2 716,00</b>   | <b>14%</b>         |
| <b>Gastos de operación:</b>   |                   |                   |                   |                    |
| Gastos de operación bursátil y por servicios de custodia y depósito           | - 355,00          | - 323,00          | - 325,00          | 1%                 |
| Gastos generales de administración y de personal                              | - 1 689,00        | - 1 714,00        | - 1 814,00        | 6%                 |
| Gastos por depreciación, amortización y deterioro por operaciones corrientes  | - 136,00          | - 158,00          | - 160,00          | 1%                 |
| <b>Total gastos de operación</b>  | <b>- 2 180,00</b> | <b>- 2 195,00</b> | <b>- 2 299,00</b> | <b>5%</b>          |
| <b>RESULTADOS DE OPERACIÓN</b>  | <b>374,00</b>     | <b>179,00</b>     | <b>417,00</b>     | <b>133%</b>        |
| <b>Ingresos financieros</b>   |                   |                   |                   |                    |
| Ingresos por inversiones financieras  | 251,00            | 191,00            | 223,00            | 17%                |
| Ingresos por cuentas y documentos por cobrar                                  | 4,00              | 5,00              | 2,00              | -60%               |
| Otros ingresos financieros  | 2,00              | 2,00              | 2,00              | 0%                 |
| <b>Total ingresos financieros</b>   | <b>257,00</b>     | <b>198,00</b>     | <b>227,00</b>     | <b>15%</b>         |
| <b>RESULTADOS ANTES DE GASTOS FINANCIEROS</b>                                 | <b>631,00</b>     | <b>377,00</b>     | <b>644,00</b>     | <b>71%</b>         |
| <b>Gastos financieros:</b>  |                   |                   |                   |                    |
| Gastos de operación por inversiones propias                                   | - 7,00            | - 2,00            | - 2,00            | 0%                 |
| Gastos por obligaciones con instituciones financieras                         | - 4,00            | - 2,00            | - 3,00            | 50%                |
| <b>Total gastos financieros</b>   | <b>- 11,00</b>    | <b>- 4,00</b>     | <b>- 5,00</b>     | <b>25%</b>         |
| <b>RESULTADOS ANTES DE RESERVAS E IMPUESTOS</b>                               | <b>620,00</b>     | <b>373,00</b>     | <b>639,00</b>     | <b>71%</b>         |
| <b>Reservas de capital:</b>   |                   |                   |                   |                    |
| Reserva legal   | 62,00             | -                 | 17,00             |                    |
| <b>RESULTADOS ORDINARIOS DESPUES DE RESERVAS Y ANTES DE IMPUESTOS</b>         | <b>558,00</b>     | <b>373,00</b>     | <b>622,00</b>     | <b>67%</b>         |
| Impuesto sobre la renta corriente   | - 149,00          | - 97,00           | - 179,00          | 85%                |
| Impuesto sobre renta diferida   | - 5,00            | - 3,00            | - 3,00            | 0%                 |
| <b>Total impuesto sobre la renta</b>  | <b>- 154,00</b>   | <b>- 100,00</b>   | <b>- 182,00</b>   | <b>82%</b>         |
| <b>RESULTADOS DESPUÉS DE IMPUESTOS:</b>                                       | <b>404,00</b>     | <b>273,00</b>     | <b>440,00</b>     | <b>61%</b>         |
| Ingresos extraordinarios  | 15,00             | 6,00              | 10,00             | 67%                |
| <b>Utilidad antes de interés minoritario</b>                                  | <b>419,00</b>     | <b>279,00</b>     | <b>450,00</b>     | <b>61%</b>         |
| Participación de interés minoritario  | - 23,00           | - 21,00           | - 20,00           | -5%                |
| <b>UTILIDAD DEL PRESENTE PERÍODO</b>  | <b>396,00</b>     | <b>258,00</b>     | <b>430,00</b>     | <b>67%</b>         |