

Fondo De Titularización – Hencorp Valores – Corporación Pirámide – 01 – FTHVCOP 01 Valores De Titularización

Comité No.93/2019

Informe con Estados Financieros no auditados al 31 de diciembre de 2018

Fecha de comité: 30 de abril de 2019

Periodicidad de actualización: Semestral

Sector comercio, El Salvador

Equipo de Análisis

Albert Espinal
jespinal@ratingspcr.com

Isaura Merino
imerino@ratingspcr.com

(503) 2266-9471

HISTORIAL DE CALIFICACIONES

Fecha de información Fecha de comité	dic-14 13/04/2015	dic-15 22/04/2016	dic-16 26/04/2017	dic-17 27/04/2018	dic-18 30/04/19
Valores de titularización Hencorp Valores Corporación Pirámide 01					
Tramo único	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-
Perspectiva	Estable	Estable	Estable	Estable	Estable

Significado de la Calificación

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 riesgo¹ dentro de su categoría. El signo "+" indica un nivel menor de riesgo, mientras que el signo "-" 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, dado que, pese al comportamiento volátil de los resultados netos e indicadores de rentabilidad del originador, presenta ingresos por medio del cobro por tarjeta de crédito y débito que le permiten tener una adecuada cobertura sobre los flujos cedidos al fondo. Asimismo, la clasificación considera el cumplimiento de los resguardos legales, los cuales permiten minimizar el riesgo de incumplimiento de pago de la emisión.

Perspectiva

Estable

Resumen Ejecutivo

- **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 del gasto de los originadores.** Los gastos del grupo a diciembre de 2018 ascienden a US\$5.36 millones, reflejando una disminución de US\$483.79 miles (-8.27%) respecto a los gastos realizados en el periodo pasado, influenciado principalmente por los por disminución de los gastos administrativos y los gastos operacionales que en conjunto disminuyeron 8.22%. y en menor medida disminuyeron los gastos financieros.

¹ Normalizado sobre 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.

- **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.

Metodología utilizada

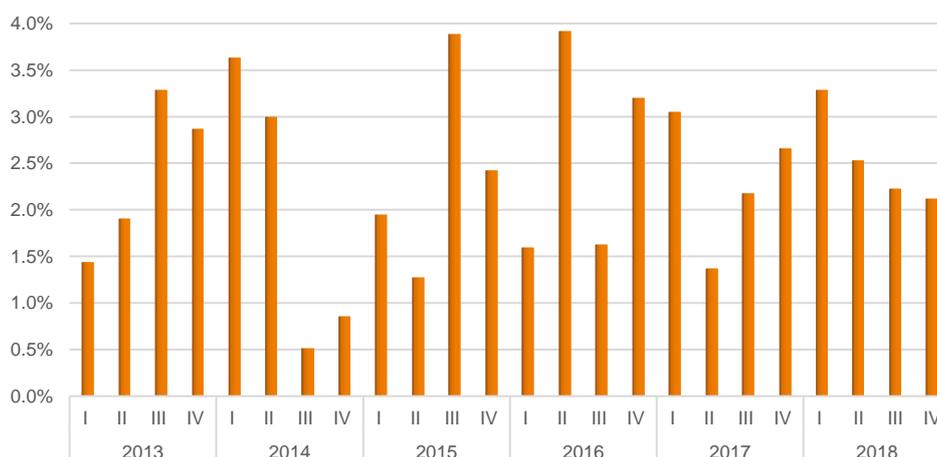
La opinión contenida en el informe se ha basado en la aplicación de la metodología para Clasificación de riesgo de deuda titulizada, vigente del Manual de Clasificación de Riesgo aprobado en Comité de Metodologías con fecha 09 de abril 2018. Normalizado bajo los lineamientos del Art.9 de "NORMAS TECNICAS SOBRE OBLIGACIONES DE LAS SOCIEDADES CLASIFICADORAS DE RIESGO" (NRP-07), emitidas por el Comité de Normas del Banco Central de Reserva de El Salvador.

Entorno Económico

En el cuarto trimestre de 2018 la economía salvadoreña tuvo un crecimiento de 2.1%, el cual al ser comparado con el cuarto trimestre de 2017 muestra una reducción de 0.5 p.p, sin embargo, el crecimiento acumulado anual para el país demuestra un crecimiento económico de 2.5%, es decir, 0.2 p.p mayor al crecimiento de 2017, con ello el país concluyo el año con un crecimiento por encima del crecimiento potencial, resultado del aumento en el consumo privado (+3.9%) y la formación bruta de capital (10.5%). Respecto al comercio internacional, las exportaciones crecieron en 4.5%, siendo en menor proporción al compararse con las importaciones que crecieron un 11.7%, el saldo neto del comercio internacional merma el crecimiento económico levemente.

En términos corrientes, el PIB salvadoreño asciende a US\$26,056.9 millones, un aumento de US\$1,128.9 millones, debido al dinamismo de la demanda interno por el consumo de los hogares que gracias a las remesas presenta un mejor crecimiento, asimismo, la inversión extranjera directa en el sector industrial dinamizo la formación bruta de capital total. A nivel de sectores económicos, para el cierre del año 2018, los sectores de la economía con un mejor desempeño comparado a 2017 fueron la producciones en minas y canteras (+6.8%), construcción (+6.6%), alojamiento (+4.2%), y comercio (+3%).

VARIACIONES ANUALES DEL PIB AL CUARTO TRIMESTRE 2018 (SERIE ENCADENADA Y DESESTACIONALIZADA)



Fuente: Banco Central de Reserva / Elaborado: PCR

Resumen de la estructura de titularización

DATOS DE LA EMISIÓN

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,

	serviéndose 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	(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.
	((ii) Cuenta Discrecional: mediante ésta, los originadores se compromete por medio de su colector a transferir la cesión de flujos financieros.
	(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.
	(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 .
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

Destino de los fondos

Los fondos que las Sociedades recibieron, 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 a continuación:

DISTRIBUCIÓN DE LOS FONDOS OBTENIDOS

Sociedad	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

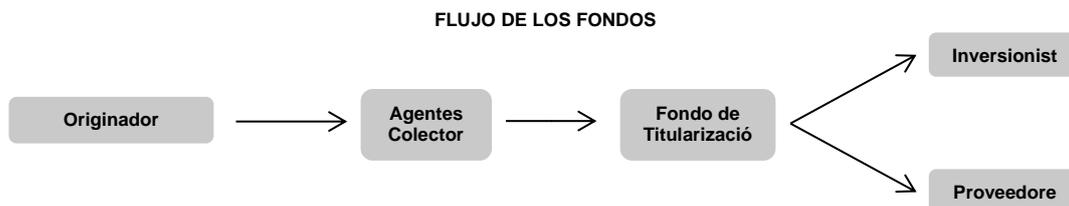
Fuente: Hencorp Valores, LTDA. Titularizadora / Elaboración: PCR

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.



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

Operatividad del Fondo 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:

- Abono a la cuenta bancaria denominada Cuenta Restringida, 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 valores²;
- Obligaciones a favor de los Tenedores de Valores;
- Comisiones a la Sociedad Titularizadora;
- Saldo de costos y gastos adeudados a terceros;
- Cualquier remanente se devuelve mensualmente al originador

² Información proporcionado por Hencorp; documento "Características de Emisión".

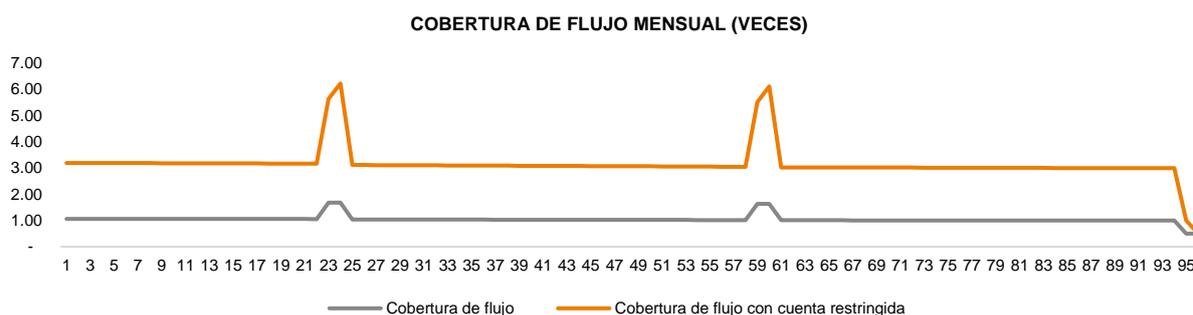
Mecanismos de Cobertura

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.

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.

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.



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

A diciembre de 2018, la cesión de los flujos fue dividida entre las cuatro compañías originadoras y en conjunto alcanzaron ventas de US\$9.88 millones; de los cuales el 46.3% se recaudaron a través de los colectores asignados. En este sentido, la cobertura de las cuotas de cesión (US\$1.595 millones) con relación a lo ingresado por los colectores cubrió en 2.87 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.

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 brindarles 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	% de participación
Hencorp, Inc.	82.50%
Eduardo Alfaro Barillas	11.25%
FHH Corp.	6.30%
Total	100%

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

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

PARTICIPANTES SOCIALES

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 Antonio Valdivieso
Gerente Suplente	José Miguel Valencia Artiga
Gerente Suplente	Víctor Guillermo Quijano

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

Análisis cualitativo de Grupo Pirámide

Reseña

Corporación Pirámide, S.A. de C.V. inició operaciones en 1984 con el restaurante Paradise, compitiendo en el rubro de restaurantes de “Mantel Blanco” especializado en Carnes y Langostas. En 1998 la Corporación Pirámide adquiere la Franquicia de Tony Roma’s en El Salvador, comenzando en agosto con el Restaurante Tony Roma’s El Salvador, ubicado en la Zona Rosa.

Debido a la importante aceptación en el mercado salvadoreño decidieron 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.

Gobierno Corporativo

PCR, determinó que 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

Nombre	Cargo
Conrado Rovira	Presidente y Gerente General
Mercedes de Rovira	Gerente de Operaciones
Enrique Cuellar	Gerente Desarrollo de Proyectos
Rafael Álvarez	Gerente de Finanzas

Fuente: Grupo Pirámide / Elaboración: PCR

ESTRUCTURA CORPORATIVA – GRUPO PIRÁMIDE



Fuente: Grupo Pirámide / Elaboración: PCR

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.

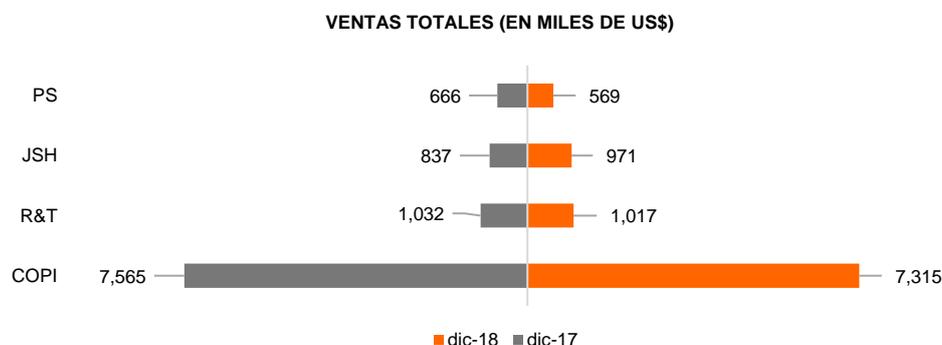
Amenazas

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

Análisis cuantitativo de Grupo Pirámide

Análisis de resultados

El giro principal del grupo es el servicio de restaurantes, disponiendo con 5 cadenas de franquicias en El Salvador, y ocho restaurantes en la zona metropolitana de San Salvador. Al 31 de diciembre de 2018, las ventas disminuyeron a US\$9.87 millones, menor en 2% que lo reflejado a diciembre de 2017. Del total de los ingresos, el 74.1% provino de COPI, seguido por R&T con el 10.3%, y JSH con el 9%. PSR, el restaurante más reciente de la cadena aportó el 5.8% de los ingresos totales.



Fuente: Grupo Pirámide / Elaboración: PCR

La disminución de los ingresos de las sociedades que integran la estructura de COPI, está relacionado al lento crecimiento de la economía y su repercusión en los patrones de consumo de los clientes. Sin embargo, finalizado el año político (2018) y definido el plan de gobierno de la neo administración, se espera que el ritmo de la economía se normalice aunado al crecimiento de las remesas familiares que resultarán en una estabilización de la tendencia de los ingresos para el 2019.

UTILIDAD BRUTA - CONSOLIDADOS (MILES DE US\$)

Indicador	Dic. 2015	Dic. 2016	Dic. 2017	Dic. 2018
Ventas	13,665	11,523	10,100	9,872
Costo de Ventas	6,421	5,588	4,555	4,287
Utilidad Bruta	7,244	5,935	5,544	5,585
Margen de Utilidad	53.01%	51.51%	54.90%	56.57%

Fuente: Grupo Pirámide / Elaboración: PCR

El margen de utilidad bruta continua su tendencia creciente, pasando de 51.5% a diciembre de 2016 a 56.6% a diciembre de 2018, como resultado de la disminución de los costos de ventas del 6% debido a la optimización en el uso de los insumos y a la disminución de las ventas.

Con respecto a los gastos, las principales cuentas de las sociedades fueron los de operación, los cuales tienen una estrecha relación con el giro de negocio y que, a diciembre de 2018, representaron el 78.7% (US\$3.56 millones) del total de los gastos, seguidos por los Gastos Financieros, con el 15.4%, que incluyen los pagos a los préstamos contratados y los valores de titularización.

GASTOS CONSOLIDADOS (% DE PARTICIPACIÓN)

Indicador	Dic. 2015	Dic. 2016	Dic. 2017	Dic. 2018
Gastos de Venta	3.2%	3.8%	4.4%	4.95%
Gastos Administrativos	19.0%	21.1%	15.7%	13.03%
Gastos de Operación	61.0%	59.4%	63.6%	66.41%
Gastos Financieros	16.8%	15.7%	16.3%	15.62%
Total Costos y Gastos	100%	100%	100%	100%

Fuente: Grupo Pirámide / Elaboración: PCR

El total de los gastos a diciembre de 2018 es de US\$4.52 millones, evidenciando un decrecimiento interanual de 8% debido a la disminución de los gastos de administración, que reflejaron una variación interanual de -24%; asociado en mayor proporción a los menores gastos de administración generados por la principal compañía del grupo.

Al 31 de diciembre de 2018, Corporación Pirámide S.A. de C.V. (la empresa más grande del grupo) obtuvo una utilidad neta de US\$273.273, miles (+0.42), debido a menores gastos administrativos y financieros, como resultado de la reducción del servicio de internet de restaurante, menores pagos de primas de seguros, específicamente en los seguros de fiel cumplimiento, incendio y equipos, seguro colectivo a empleados y gastos de capacitación de empleados, atribuido a la baja contratación de personal.

RESULTADOS CONSOLIDADOS (MILES DE US\$)

Indicador	Dic. 2015	Dic. 2016	Dic. 2017	Dic. 2018
Utilidad Bruta	7,244	5,935	5,544	5,585
Gastos de Operación	6,496	5,391	4,897	4,527
Utilidad de Operación	748	544	647	1,058
Gastos Financieros	1,313	1,004	951	838
Otros Ingresos	608	235	147	72
Utilidad antes de Impuestos	43	(225)	(157)	292
Impuestos	(154)	(99)	(61)	(125)
Reserva legal	(24)	-	(14)	(29)
Ingreso despues de Impuestos	-	-	-	-
Gasto despues de Impuestos	-	-	-	(0)
Ganancia de capital en Inversiones	(840)	448	-	(17)
Dividendos recibidos	149	62	67	44
Utilidad Neta	(826)	185	(165)	165

Fuente: Grupo Pirámide / Elaboración: PCR

El comportamiento de Corporación Pirámide, al ser la sociedad más representativa del grupo, incidió positivamente en el resultado agrupado, reflejando una utilidad de US\$165 miles, a diferencia del 2017 que el grupo reflejó pérdidas de US\$165 miles.

Análisis de Rentabilidad

A diciembre de 2018, los originadores alcanzaron en conjunto un EBITDA de US\$1,293 miles, mejorando el resultado con relación al año anterior que fue de US\$1,133 miles (+14%). El margen de EBITDA sobre las ventas, ha mostrado un comportamiento estable en los últimos cuatro años, no obstante, a diciembre de 2018 se ubicó por encima del promedio (13.1%).

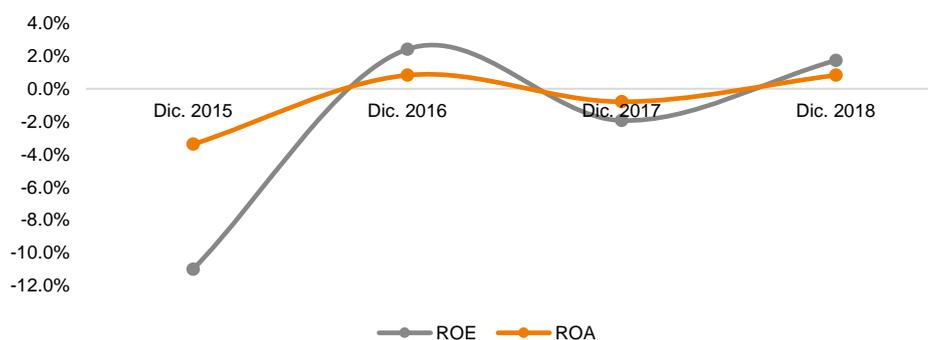
RENTABILIDAD - CONSOLIDADOS (MILES DE US\$)

Indicador	Dic. 2015	Dic. 2016	Dic. 2017	Dic. 2018
Utilidad Neta	(826)	185	(165)	165
EBITDA	1,600	1,327	1,133	1,293
Margen Sobre EBITDA	11.7%	11.5%	11.2%	13.1%
ROE	-11.0%	2.4%	-1.9%	1.7%
ROA	-3.4%	0.8%	-0.8%	0.8%

Fuente: Grupo Pirámide / Elaboración: PCR

Por otro lado, la rentabilidad del grupo al cierre del 2018, reflejó una notable mejoría al pasar la rentabilidad sobre patrimonio (ROE) de -1.9% en el 2017 a 1.7 en el 2018 y una rentabilidad sobre activos (ROA) de -0.8% en el 2017 a 0.8 en el 2018, ambos indicadores se beneficiaron de las ganancias obtenida en el 2018.

RENTABILIDAD



Fuente: Grupo Pirámide / Elaboración: PCR

Análisis del Situación Financiera

El principal componente de los activos del grupo, fueron las inversiones, las cuales ascendieron a la fecha de análisis a US\$11.52 millones, reflejando un incremento interanual del 81%, debido a las capitalizaciones que COPI ha hecho en otras empresas relacionadas del grupo empresarial. En segundo lugar, se encontraron los Préstamos Intercompany aunque disminuyeron en 61%. En general, los activos del grupo totalizan US\$20.122 millones al período analizado, menor en 3% con relación a diciembre de 2017.

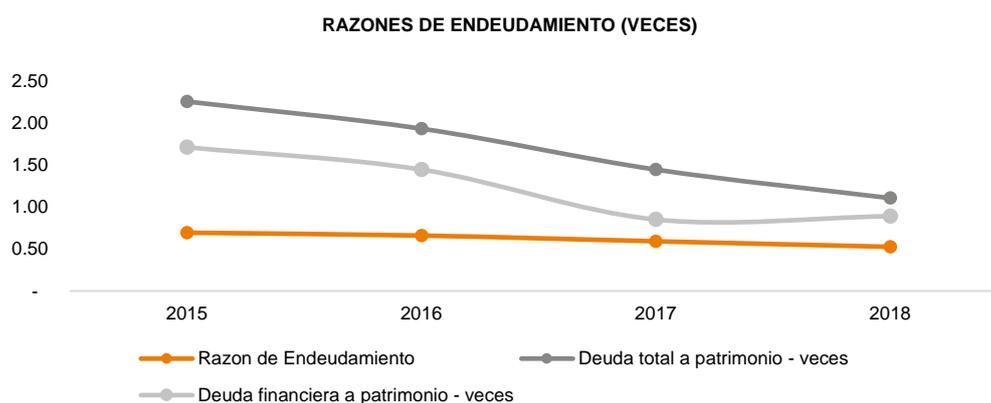
Por su parte, a diciembre de 2018 el grupo reflejó un total de US\$10.56 millones en pasivos, y un patrimonio neto de US\$9.56 millones. El principal componente del pasivo de la sociedad es la deuda a largo plazo, por US\$5.56 millones, aunque menor en 21% con relación a diciembre de 2017. En esta cuenta se contabiliza el financiamiento adquirido por la venta de los valores de titularización, que ha reemplazado parte de las deudas con otras entidades financieras.

Con respecto al patrimonio, estuvo conformado en su mayoría por las acciones comunes, que totalizaron US\$8.12 millones y representan el 85% del capital total, variando en 13% como resultado del aumento accionario en JHS y Premium Steak Restaurant.

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

Endeudamiento y cobertura

COPI mostró una relación de pasivo sobre activo de 0.52 veces, reflejando una leve disminución en comparación con lo reflejado a diciembre de 2017 que fue de 0.59 veces. Asimismo, la razón de deuda total sobre patrimonio ha mantenido su tendencia decreciente, cerrando a diciembre de 2018 en 1.1 veces, menor en 0.34 puntos porcentuales con relación al año previo.



Fuente: Grupo Pirámide / Elaboración: PCR

En cuanto a las coberturas, mostraron un adecuado nivel de respaldo, al ubicarse la utilidad bruta sobre los cargos fijos en 8 veces a diciembre de 2018, mayor que lo reflejado a diciembre de 2017 (6 veces). De igual forma, la razón de deuda financiera sobre el patrimonio ha mantenido una tendencia decreciente, sin embargo, a diciembre de 2018 reflejó un leve aumento al pasar de 0.85 veces en el 2017 a 0.89 veces en el 2018.

ENDEUDAMIENTO Y COBERTURA – CONSOLIDADOS

Indicador	Dic. 2015	Dic. 2016	Dic. 2017	Dic. 2018
Cobertura de Cargos fijos (Uti.Brut/G.Admon)	4.88	4.41	6.02	7.99
Razon de Endeudamiento	0.69	0.66	0.59	0.52
Deuda total a patrimonio - veces	2.25	1.93	1.44	1.10
Deuda financiera a patrimonio - veces	1.71	1.44	0.85	0.89

Fuente: Grupo Pirámide / Elaboración: PCR

Liquidez

Desde 2008, el grupo ha mantenido un fondo de maniobra negativo (sus obligaciones inmediatas fueron 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 la estructura de deuda, el capital de trabajo de las sociedades cerró a diciembre de 2018 en US\$4 millones, mostrando un decremento respecto con diciembre de 2017 del 93%, como resultado de la disminución de los préstamos a corto plazo a empresas relacionadas.

Por su parte, la razón de liquidez a partir de diciembre de 2013 se ha mantenido por arriba de uno, aunque a diciembre de 2018 mostró un notable deterioro al pasar de 2.13 en diciembre de 2017 a 1.08 a diciembre del 2018, como resultado de la sustitución del activo corriente por activo no corriente.

LIQUIDEZ - CONSOLIDADOS

Indicador	Dic. 2015	Dic. 2016	Dic. 2017	Dic. 2018
Liquidez general	1.76	1.82	2.13	1.08
Capital de trabajo simple (Miles US\$)	5,406	5,562	5,930	400

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: Hencorp Valores, LTDA. Titularizadora / Elaboración: PCR

La cesión del flujo para el fondo será recaudada 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: Hencorp Valores, LTDA. Titularizadora / 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: Hencorp Valores, LTDA. Titularizadora / 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 destacar que fue 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: Hencorp Valores, LTDA. Titularizadora / 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.

FLUJOS MENSUALES

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: Hencorp Valores, LTDA. Titularizadora / Elaboración: PCR

Resumen de los estados financieros

BALANCE GENERAL

Activos	Dic. 2015	Dic. 2016	Dic. 2017	Dic. 2018
Efectivo	351	310	333	278
Ctas x cobrar	83	96	127	76
Préstamos a intercomp - PC	10,313	10,212	9,046	3,488
Impuestos Acreditables	298	252	267	185
Inv pdto en proceso	207	269	218	139
Gastos Pagados por anticipado	1,253	1,197	1,194	1,144
Activo Circulante	12,505	12,336	11,185	5,388
Activo Fijo Neto	8,399	6,673	2,886	2,728
Inversiones Permanentes	3,042	3,059	6,356	11,525
Intangibles Netos	85	62	42	21
Depositos en garantía	2	9	9	12
Gastos Pagados por anticipado a LP	342	362	362	448
Activo No Circulante	11,870	10,166	9,655	14,734
Total Activo	24,374	22,502	20,840	20,122
Pasivo				
Préstamos CP con Bancos	3,048	3,056	207	2,944
Cuentas por Pagar	1,366	1,098	744	953
Préstamos Intercompany CP	2,600	2,537	4,168	937
Otras cuentas por Pagar	-	-	-	-
Acreedores Diversos	72	74	69	67
Impuestos por Pagar	12	9	68	87
Pasivo Circulante	7,099	6,774	5,255	4,988
Deuda Bancaria LP	9,758	8,028	7,039	5,556
Préstamos Intercompany LP	20	17	14	13
Pasivo No Circulante	9,779	8,045	7,054	5,569
Total Pasivo	16,877	14,819	12,309	10,557
Patrimonio				
Acciones Comunes	6,198	6,198	7,198	8,124
Reserva legal	348	348	362	391
Superavit por Revaluación	-	(465)	(465)	(481)
Utilidades de Ejercicios Anteriores	1,131	1,781	1,616	1,712
Utilidad del Ejercicio Actual	-	-	-	-
Ajuste por conversión NIIF	(180)	(180)	(180)	(180)
Total Patrimonio	7,497	7,682	8,531	9,565
Total Pasivo + Patrimonio	24,374	22,502	20,840	20,122

Fuente: Grupo Pirámide / Elaboración: PCR

ESTADO DE RESULTADO

Indicador	Dic. 2015	Dic. 2016	Dic. 2017	Dic. 2018
Ventas	13,665	11,523	10,100	9,872
Costo de Ventas	6,421	5,588	4,555	4,287
Utilidad Bruta	7,244	5,935	5,544	5,585
Gastos de Venta	251	243	255	265
Gastos de Administración	1,485	1,347	921	699
Gastos de Operación	4,760	3,801	3,722	3,563
Utilidad de Operación	748	544	647	1,058
Gastos Financieros	1,313	1,004	951	838
Otros Ingresos	608	235	147	72
Utilidad antes de Impuestos	43	(225)	(157)	292
Impuestos	154	99	61	125
Reserva legal	24	-	(14)	29
Ganancia/pérdida de K en Inversiones	(840)	448	-	(17)
Dividendos recibidos	149	62	67	44
Gasto despues de Impuestos	-	-	-	0
Resultado Neto	(826)	185	(165)	165

Fuente: Grupo Pirámide / Elaboración: PCR

Nota sobre información empleada para el análisis

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

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