

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

Comité No. 39/2020

Informe con Estados Financieros no auditados al 31 de diciembre de 2019	Fecha de comité: 30 de abril de 2020
Periodicidad de actualización: Semestral	Sector comercio, El Salvador

Equipo de Análisis		
Fernando Vásquez fvasquez@ratingspcr.com	Isaura Merino imerino@ratingspcr.com	(503) 2266-9471

HISTORIAL DE CALIFICACIONES						
Fecha de información	dic-16	dic-17	dic-18	jun-18	jun-19	dic-19
Fecha de comité	26/4/2017	27/4/2018	30/4/2019	30/10/2018	31/10/2019	
Valores de titularización	Corporación Pirámide 01					
Tramo único	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	A+
Perspectiva	Estable	Estable	Estable	Estable	Estable	Estable

Significado de la Calificación

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

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

"La 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 bajar la clasificación de "AA-" a "A+"; manteniendo la perspectiva 'Estable' para Fondo de Titularización Hencorp Valores Corporación Pirámide 01 FTHVCOP 01.

La clasificación se fundamenta en la constante disminución del volumen de ventas que afectan negativamente el resultado neto, no obstante, los ingresos provenientes de los colectores siguen siendo suficientes para cubrir de manera adecuada la cuota de cesión anual. Asimismo, se consideran los resguardos legales que minimizan el riesgo de impago.

Perspectiva

Estable.

Resumen Ejecutivo

- **Nivel de utilidad del período.** Al 31 de diciembre de 2019 la utilidad neta presentó pérdidas por -US\$194.42 miles, mientras que en el período pasado se obtuvo una ganancia de US\$165.21 miles, influenciado por la disminución del 20.9% de las ventas en los restaurantes, este efecto no pudo ser compensado por la disminución del 27.2% los costos de venta y de 5.1% gastos operacionales. Por lo anterior los indicadores de rentabilidad se vieron afectados negativamente. Ya que estos pasaron de un 1.7% hasta un -3.7% para el retorno patrimonial entre diciembre 2018 y 2019 respectivamente mientras que el retorno sobre activos pasó de un 0.8% hasta un -1.5% en el mismo período.
- **Cobertura de los ingresos sobre la cesión de fondos.** A diciembre de 2019 la cesión de los flujos es dividida entre las compañías del grupo y en conjunto alcanzaron un nivel de recolección de US\$4.45 millones equivalente a un 50.10% respecto del total de ventas. La cobertura de las cuotas de cesión (US\$1.90 millones) en relación con lo ingresado por los colectores cubre 2.34 veces. Reflejando una buena cobertura de la cesión anual a pesar de la disminución de los ingresos por venta.
- **Incorporación de dos nuevos restaurantes.** Al cierre del segundo trimestre, a través de un contrato de "Constitución de Deudoras Solidarias" se incorporan dos restaurantes siendo Sushi Shop S.A de C.V y Restaurante Olivos Vía S.A de C.V, quienes a través de un contrato de Orden Irrevocable de Pago comenzarán a trasladar fondos de parte de los colectores para completar los montos de cesión mensual.
- **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.

- **Apoyo del grupo conglomerado.** Grupo Pirámide es un conglomerado de empresas que se dedica al servicio de restaurante y manejo de franquicias internacionales, con presencia en Centroamérica y México; empresas que pueden aportar soporte económico al fondo en caso sea necesario.

Metodología utilizada

La opinión contenida en el informe se ha basado en la aplicación de la metodología para Clasificación de riesgo de deuda titulizada (PCR-SV-MET-P-057), 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.

Información Utilizada para la Clasificación

Perfil de la Titularizadora: Reseña y Gobierno Corporativo.

Información sobre la Emisión: Prospecto de la Emisión y Modelo Financiero

Información financiera: Estados Financieros auditados correspondientes de diciembre 2015 hasta diciembre 2018 y no auditados correspondientes al 31 de diciembre de 2019.

Riesgo Operativo: Modelo Financiero del fondo de titularización.

Documentos Legales: Contrato de Titularización FTHVCOP01, Contrato de Orden Irrevocable de Pago y Contrato de administración de Fondos.

Limitaciones Potenciales para la clasificación

Limitaciones encontradas: Pirámide no presentó información financiera auditada a diciembre de 2019.

Limitaciones potenciales: Debido a las implicaciones de la pandemia en el ámbito económico se proyecta una contracción del crecimiento económico, derivando en el aumento de la tasa de desempleo, el cierre de empresas y demás eventos que pueden limitar la obtención de ingresos para empresas y población en general. Esta situación podría agravar aun más la tendencia a la baja del volumen de ventas de COPI, afectando su resultado neto y demás indicadores financieros. Siendo necesario dar seguimiento a las operaciones de COPI durante los próximos meses a fin que se verifique la suficiente generación de ingresos para cubrir los montos de cesión mensual

Hechos Relevantes

El Fondo de Titularización COPI 01 (VTHVCOP01) realizó una "Constitución de Deudoras Solidarias", otorgado por "Sushi Shop, S.A de C.V" y "Restaurante Olivos Vía S.A de C.V.". Esta incluye un contrato de cesión, junto a una Orden Irrevocable de Pago de sus flujos futuros provenientes de los cobros realizados con tarjetas de crédito y débito para respaldar el pago de las cesiones mensuales que le restan por pagarse al fondo de titularización. Lo anterior es consecuencia de la necesidad de respaldar los activos titularizados que se dejaron de percibir por el cierre del restaurante "Paradise".

Entorno Económico

De acuerdo con la última medición del PIB publicada por el Banco Central de Reserva (BCR), al cierre del año 2019 la tasa de crecimiento económico del país se ubicó en 2.38%, similar a la registrada en el año 2018 (2.44%) y superior al promedio anual observado durante los últimos cinco años (2.2%). El crecimiento del país se vio influenciado por la recuperación económica mostrada al segundo y tercer trimestre de 2019, ambos trimestres con tasas de crecimiento interanuales del 3.0%, lo cual significó una reversión de la tendencia hacia la baja durante los cinco trimestres previos.

Desde el enfoque de la demanda, el elemento que mostró el mayor aporte al crecimiento fue el consumo privado, el cual reflejó una contribución de 2.19%, no obstante esta contribución fue levemente menor a la registrada en el año 2018 (2.59%), de tal forma que el comportamiento del consumo privado estaría influenciado por el desempeño de las Remesas Familiares las cuales constituyen un ingreso disponible para el gasto de consumo de las familias salvadoreñas y que a diciembre 2019 alcanzaron un valor de US\$5,648.96 millones, equivalente a un aumento de US\$258.4 millones (+4.8%) respecto a diciembre de 2018. La dinámica de las Remesas estaría asociada al comportamiento positivo del mercado laboral estadounidense donde la tasa de desempleo hispana disminuyó cuatro puntos básicos pasando de 3.9% en diciembre de 2018 a 3.5% en diciembre de 2019, reflejando una mayor ocupación de este segmento de población. Por su parte, las importaciones presentaron una contribución al crecimiento del PIB de 1.85%, menor al 2.47% reportado en el año 2018, influenciado por la desaceleración de estas que pasaron de registrar una tasa de crecimiento de 5.5% en 2018 a 3.8% en 2019.

Por el lado de la oferta, los sectores que reflejaron una mayor contribución al crecimiento fueron: la Construcción (0.49%), Actividades Financieras y de Seguros (0.29%), Suministro de electricidad, gas, vapor y aire acondicionado (0.26%), y la Industria Manufacturera (0.22%). En cuanto al sector construcción este sigue siendo impulsado por la continuidad de proyectos de infraestructura residencial tales como condominios y torres de apartamento, así como edificios para centros comerciales y de oficina.

Las Actividades Financieras y de Seguros se han visto beneficiados por la abundante liquidez de la economía y el crecimiento de las primas. A diciembre de 2019, los depósitos totales reportados por el sistema bancario ascendieron a US\$13,679.27 millones, reflejando una tasa de crecimiento interanual de 11%. Mientras que la cartera crediticia se ubicó en US\$12,863.5 millones, equivalente a una tasa de crecimiento de 5.2%. En cuanto al sector seguros, este resultó favorecido por el crecimiento de las primas productos que presentaron un monto de US\$758.94 millones, reflejando una tasa de crecimiento de 4.93%.

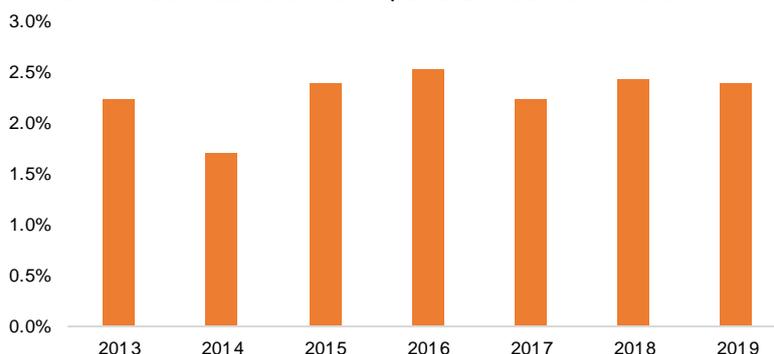
En cuanto a la Industria Manufacturera, su contribución al crecimiento estaría asociada a la fabricación de productos minerales no metálicos, así como la fabricación de metales comunes y productos metálicos, actividades que se encuentran relacionada a la dinámica del sector construcción.

Por su parte, el sector de suministro de electricidad se ha visto beneficiado por la reducción de los precios del petróleo lo cual permite que empresas locales muestren una mayor generación de energía eléctrica. A diciembre de 2019, la generación de energía térmica que se obtiene a base de derivados del petróleo alcanzó los 1,606.1 GWh, equivalente a un incremento de 426.5 GWh (+36.16%), mientras que en diciembre de 2018 había reflejado una reducción de -27.5%. En este sentido, la generación eléctrica nacional transada durante el año 2019 fue de 5,189.7 Gigavatios/hora, reflejando una tasa de crecimiento interanual de 8.6%.

El PIB Nominal en el 2019 acumuló los US\$27,022.64 millones, con un incremento nominal interanual de \$905.24 millones (equivalente a una tasa de crecimiento de 3.47% anual), siendo menor a lo observado en el año previo cuando se registró un 4.55%.

En cuanto a los principales precios de la economía, el Índice de Precios del Consumidor se ubicó en 112.29 en diciembre de 2019 con una variación interanual de 0%, por debajo del 0.43% registrado en diciembre de 2018, este proceso des-inflacionario estaría relacionado a la reducción de precios en las divisiones de Alojamiento, Agua y Electricidad y Prendas de vestir que registraron tasas de -2.31% y -1.85%, respectivamente. Mientras que la división de Transporte solamente registró un crecimiento de 0.49%. Cabe destacar que las divisiones anteriormente mencionadas tienen una participación dentro de la canasta de bienes y servicios del IPC de 29.85%, por lo que sus variaciones inciden en buena parte en la inflación general.

VARIACIONES ANUALES DEL PIB 2013-2019 (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, sirviéndose de los derechos sobre flujos financieros futuros, hasta un monto de ONCE MILLONES OCHOCIENTOS SESENTA Y OCHO MIL DÓLARES DE LOS ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA, de los primeros ingresos percibidos por las Sociedades, generados por la recolección de las cuentas por cobrar a favor de las Sociedades por las ventas de bienes y servicios que éstas realizan a sus clientes mediante la utilización de tarjetas de crédito o débito en virtud de los Contrato de Afiliación suscritos con los emisores de tarjetas de crédito o débito, y cualquier otro ingreso que estuvieren facultadas legal o contractualmente las sociedades a percibir.
Restricciones financieras	: Las Cedentes, se encuentran sujetas a cumplir con el siguiente ratio financiero: el total de la suma de los saldos finales de la deuda bancaria no puede ser superior a los ingresos anuales registrados durante el año fiscal anterior. Este ratio es medido a la mitad y al final cada año fiscal, por tanto, esto es al cierre de Junio y Diciembre.
Mecanismos de Cobertura	: (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, reciben 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

Características de los instrumentos Clasificados

Detalle de la Emisión	
Tramo 1	US\$ 8,400,000
Tasa	6.85% fija
Plazo de la emisión	Desde agosto 2013 hasta junio 2022
Periodicidad de Pago de Intereses	Mensual
Provisión de Pagos	Una Cuota Mensual (Capital más Intereses)
Saldo al 31 de diciembre de 2019	US\$3,210,197.

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	100.00%	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 millones pagaderos en 96 montos mensuales y sucesivos de la siguiente manera: US\$ 85,000.00 del mes 1 al mes 24, a enterar de la siguiente forma: a) COPI US\$74,456.00; b) JSH US\$2,622.00; c) RT US\$3,198.00; y d) PS US\$4,724.00 ; en un segundo período del mes 25 al mes 60, de US\$ 115,000.00 a enterar de la siguiente forma: a) COPI US\$ 100,735.00;

b) JSH US\$3,547.00; c) RT US\$4,327.00; y d) PS US\$6,391.00; y en un tercer período del mes 61 al mes 96 de US\$158,000.00 a enterar de la siguiente forma: a) COPI US\$ 138,400.00; b) JSH US\$4,874.00; c) RT US\$5,945.00; y d) PS US\$8,781.00.



Operatividad 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 valores¹;
- 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.

Mecanismos de Cobertura

El Fondo de Titularización Hencorp Valores Corporación Pirámide 01, aperturó 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 incorporado 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.

Durante el 2019 se constituyó un nuevo contrato de Deuda Solidaria para que los restaurantes Sushi Shop S.A de C.V y Restaurante Olivos Vía S.A de C.V puedan complementar a través de las ventas cobradas con tarjetas de crédito y débito los montos de cesión mensual.

Perfil de la Titularizadora

Reseña

El 17 de diciembre de 2007 fue publicada de la Ley de Titularización de Activos, aprobada por la Asamblea Legislativa de la República de El Salvador. El 24 de junio de 2008, el Grupo Hencorp constituyó una Sociedad Titularizadora en El Salvador, la cual se denomina 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, regional y otras entidades del sector público, a través de la creación de un vínculo entre dichos activos y el mercado de capitales, introduciendo de esta forma, un mecanismo adicional que provea financiamiento indirecto al sector corporativo y que produzca nuevos instrumentos bursátiles con niveles de riesgo aceptables.

¹ Información proporcionado por Hencorp; documento "Características de Emisión".

Accionistas y Consejo de Gerentes

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

Participantes Sociales		Concejo de Gerentes	
Participantes Sociales	Participantes Sociales	Cargo	Nombre
Hencorp V Holding, S. de R.L.	99.98%	Gerente Presidente	Raúl Henríquez Marroquín
Eduardo Alfaro Barillas	00.02%	Gerente Secretario	Eduardo Arturo Alfaro Barillas
Total	100%	Gerente Administrativo	Víctor Manuel Henríquez
		Gerente Administrativo	Jaime Guillermo Dunn de Ávila
		Gerente Suplente	Felipe Holguín
		Gerente Suplente	Roberto Arturo Valdivieso
		Gerente Suplente	José Miguel Valencia Artiga
		Gerente Suplente	Gerardo Mauricio Recinos Avilés

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

Experiencia y participación de mercado

Hencorp Valores, LTDA., Titularizadora es una empresa autorizada por el regulador local para operar como Sociedad Titularizadora, a partir de noviembre de 2008. La Ley de Titularización de Activos fue aprobada en noviembre de 2007 y su normativa de aplicación, recién a inicios de 2010. Los ejecutivos de Hencorp Valores, cuentan con años de experiencia en la emisión de valores bursátiles tanto en mercados locales como internacionales, lo que ha hecho posible que la Titularizadora al cierre del 2019 tenga colocados más de US\$851 MM en el mercado salvadoreño, equivalentes a más de 15 Fondos de Titularización que representan un 75.2% de participación total.

Gestión de riesgos

Hencorp Valores, LTDA., Titularizadora, para mitigar los riesgos asociados a su correcto desempeño de sus actividades económicas y en cumplimiento con lo establecido en las Normas para la Gestión Integral de Riesgos de las Entidades Bursátiles (NPR-11), emitidas por el BCR, ha elaborado un Manual de Gestión de Riesgos con el propósito de identificar, medir, controlar, monitorear y comunicar riesgos, metodologías y herramientas que se emplean en los diferentes procesos y líneas de negocio de Hencorp Valores y sus fondos administrados.

Adicional a lo anterior, Hencorp Valores cuenta con una Auditoría Externa, regulada por el BCR y supervisada por la SSF, para tener una amplia gama de acciones que le permitan el manejo óptimo de los riesgos que pudiesen afectar la estrategia, los procesos, los proyectos o las nuevas inversiones del negocio.

Resultados financieros

Por la naturaleza del negocio de la Titularizadora Hencorp Valores, LTDA., es de vital importancia evaluar el riesgo de liquidez de la compañía, en ese sentido, al cierre del 2019 la Titularizadora presentó un incremento interanual en 0.8 p.p en su razón corriente pasando de 2.4 veces a 3.2 veces, significando una mayor capacidad financiera de la Titularizadora para responder a sus obligaciones de corto plazo.

Liquidez	LIQUIDEZ (VECES)				
	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19
Razón Corriente	2.0	3.1	3.2	2.4	3.2

Fuente: Hencorp valores, S.A., Titularizadora / Elaboración: PCR

Así mismo, producto del crecimiento en las utilidades netas reportadas al cierre del 2019 que alcanzaron los US\$1,453 miles, agregada la estabilidad en el patrimonio y el comportamiento de los activos totales de la Titularizadora, los indicadores de rentabilidad con respecto a sus activos (ROA) y patrimonio (ROE) mejoraron interanualmente. El ROA reportó un incremento de 5.8 p.p. pasando de ubicarse en 28.8% para diciembre 2018 a situarse en 34.6% al cierre del año 2019, demostrando una mayor capacidad de los activos de la Titularizadora en la generación de utilidades. Así mismo, el ROE mejoró en 1.5 p.p. (diciembre 2018: 49.1% vs. diciembre 2019: 50.6%), demostrando mayores niveles de rentabilidad para retribuir a los accionistas.

Rentabilidad	ROA Y ROE (%)				
	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19
ROA	24.5%	34.4%	34.6%	28.8%	34.6%
ROE	49.4%	50.6%	49.9%	49.1%	50.6%

Fuente: Hencorp valores, S.A., 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 Multipiazza 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

A la fecha de análisis la Junta Directiva y la Plana Gerencia está conformada de la siguiente manera:

JUNTA DIRECTIVA

Nombre	Cargo
Conrado Rovira	Director Presidente
Ana Gabriela Rovira	Director Vicepresidente
Francisco Rovira Figueroa	Director Secretario
Mercedes de Rovira	Suplente
Adriana Pamela Rovira	Suplente
Aida Mercedes Rovira	Suplente

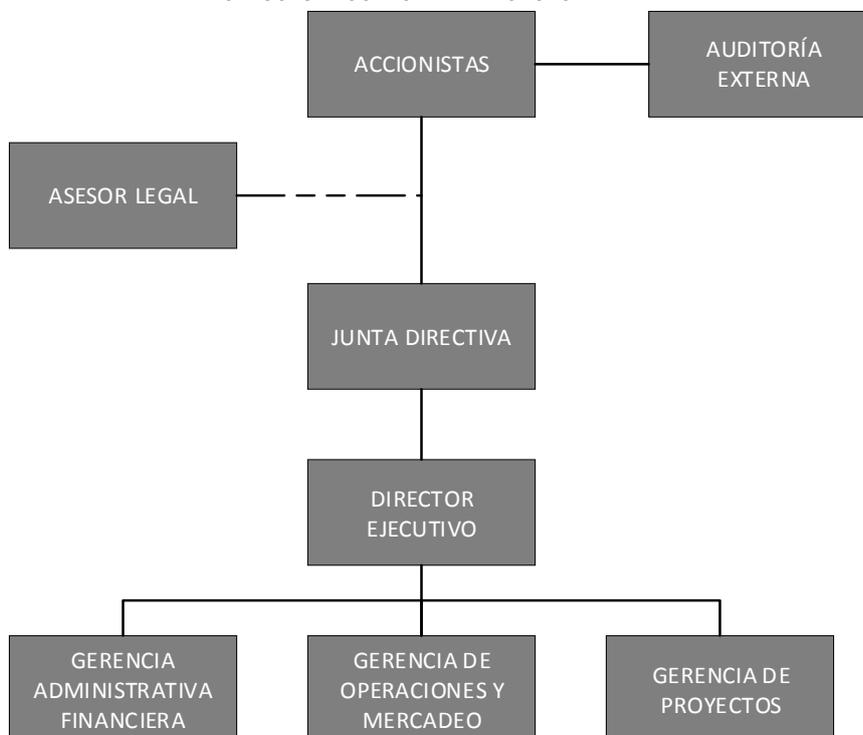
Fuente: Grupo Pirámide / Elaboración: PCR

PLANA GERENCIAL

Nombre	Cargo
Conrado Rovira	Director Ejecutivo
Francisco Rovira	Director Ejecutivo Suplente
Mercedes de Rovira	Gerente de Operaciones y Mercadeo
Enrique Cuellar	Gerente Desarrollo de Proyectos
Leonel Posada	Gerente Administrativo y 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

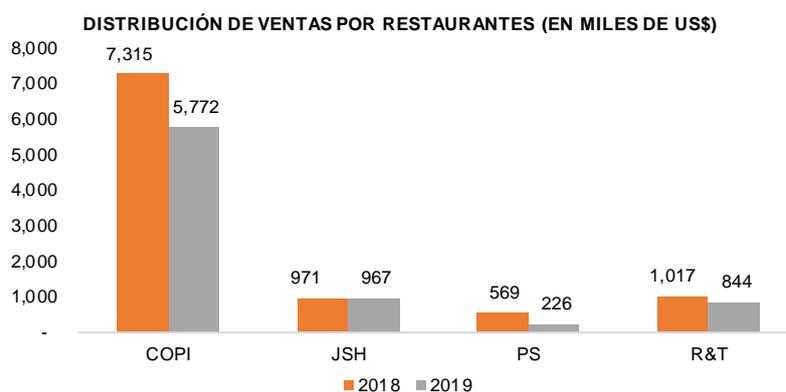
- Incurción de nuevos competidores.
- Cambios en patrones de consumo.
- Fuerte amenaza de productos sustitutos, alimentos light y/o comida casera a precios relativamente bajos.

Análisis cuantitativo de Grupo Pirámide

Resultado Financiero

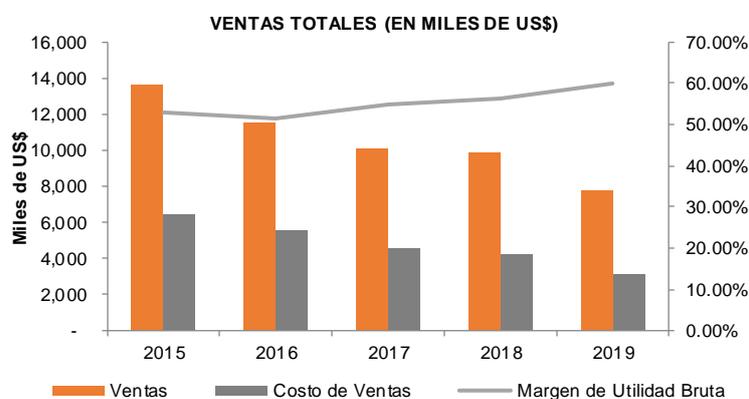
El volumen de ventas de los restaurantes que conforman el grupo de originadores del fondo presenta una tendencia a la baja, a la fecha de análisis, las ventas registraron un monto de US\$7.81 millones, reflejando una disminución interanual del 20.8%, en comparación a diciembre 2018, estando influenciada principalmente por la disminución del 21.1% de las ventas de COPI, que además compone la principal fuente de ingresos con un 73.9% respecto del total; mientras que JSH, R&T y PS presentaron la misma tendencia a la baja, estos en conjunto se redujeron un 20.3% respecto al período pasado, y su participación es de 26.1% del total de ingresos.

Los cobros por tarjeta de crédito correspondientes a los cuatro restaurantes alcanzaron los US\$3.84 millones, presentando una disminución de 16.0% respecto a lo recaudado en diciembre 2018, afectado por la disminución general de las ventas en los restaurantes.



Fuente: Grupo Pirámide / Elaboración: PCR.

Mientras que los costos de venta registraron un monto de US\$3.12 millones, disminuyendo en US\$1.16 millones (-27.2% respecto a diciembre 2018). Como resultado de los anterior, la utilidad bruta del grupo fue de US\$4.69 millones, mostrando una disminución de US\$0.89 miles.



Fuente: Grupo Pirámide / Elaboración: PCR

UTILIDAD BRUTA - CONSOLIDADOS (MILES DE US\$)

Indicador	Dic. 2015	Dic. 2016	Dic. 2017	Dic. 2018	Dic. 2019
Ventas	13,665	11,523	10,100	9,872	7,809
Costo de Ventas	6,421	5,588	4,555	4,287	3,123
Utilidad Bruta	7,244	5,935	5,544	5,585	4,686
Margen de Utilidad	53.01%	51.51%	54.90%	56.57%	60.01%

Fuente: Grupo Pirámide / Elaboración: PCR

Los gastos operacionales registrados al período de análisis fueron de US\$4.30 millones, menores en US\$228.62 miles (-5.1% respecto a diciembre 2018), la disminución responde a menores gastos operativos de restaurantes referentes a gastos de los locales utilizados, además de los sueldos y bonificaciones; en contraste, los gastos administrativos generales aumentaron por mayor gasto en publicidad. A nivel operacional se obtuvo una ganancia de US\$338.21 miles, menor en 63.3% respecto a diciembre 2018, derivando en un margen operacional de 5.0%, menor al 10.7% del período pasado. Cabe destacar que los gastos financieros se redujeron en 23.7%, alcanzando los US\$639.73 miles,

GASTOS CONSOLIDADOS (% DE PARTICIPACIÓN)

Indicador	Dic. 2015	Dic. 2016	Dic. 2017	Dic. 2018	Dic. 2019
Gastos de Venta	3.2%	3.8%	4.4%	4.9%	4.3%
Gastos Administrativos	19.0%	21.1%	15.7%	13.0%	31.2%
Gastos de Operación	61.0%	59.4%	63.6%	66.4%	51.5%
Gastos Financieros	16.8%	15.7%	16.3%	15.6%	13.0%
Total Costos y Gastos	100%	100%	100%	100%	100%

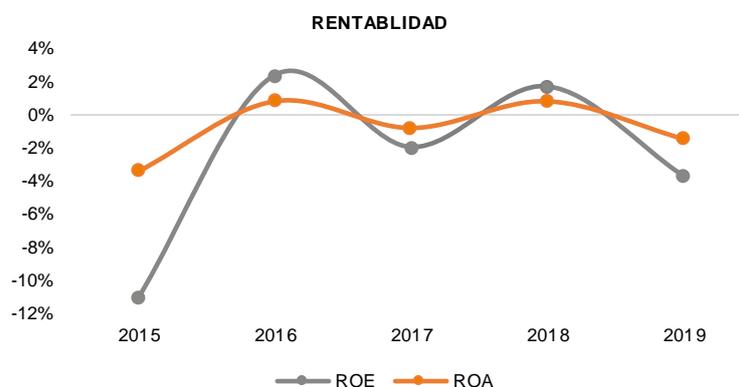
Fuente: Grupo Pirámide / Elaboración: PCR

Derivado de lo anterior, el nivel de utilidad neta de los originador presentó pérdidas por -US\$194.42 miles, cuando en el periodo pasado se registró una ganancia de US\$165.22 miles, consecuencia de la disminución en mayor proporción de los ingresos por ventas, mismos que no fueron compensados con la disminución de los costos de venta y gastos operativos. Por lo mencionado anteriormente los indicadores de rentabilidad se vieron afectados negativamente, tal es el caso para el retorno patrimonial que pasó de un 1.7% hasta un -3.7% entre diciembre 2018 y 2019 respectivamente, mientras que el retorno sobre activos pasó de un 0.8% hasta un -1.5% en el mismo periodo.

RENTABILIDAD - CONSOLIDADOS (MILES DE US\$)

Indicador	Dic. 2015	Dic. 2016	Dic. 2017	Dic. 2018	Dic. 2019
Utilidad Neta	(826)	185	(165)	165	(194)
EBITDA	1,600	1,327	1,133	1,293	641
Margen Sobre EBITDA	11.7%	11.5%	11.2%	13.1%	8.2%
ROE	-11.0%	2.4%	-1.9%	1.7%	-3.7%
ROA	-3.4%	0.8%	-0.8%	0.8%	-1.5%

Fuente: Grupo Pirámide / Elaboración: PCR



Fuente: Grupo Pirámide / Elaboración: PCR

Análisis del Situación Financiera**Riesgo de Liquidez**

Al 31 de diciembre de 2019 los activos de grupo registraron un monto de US\$26.84 millones, reflejando un incremento interanual de 33.4%, motivado por el aumento de los activos no corrientes que presentaron un aumento del 19.7% tras aumentar su volumen en proyectos de inversión para sus restaurantes, provenientes de PS y COPI, además, se realizaron mayores pagos por anticipado a largo plazo. Por el lado de los activos corrientes, se presentó una disminución de 78.7%, motivado por la reducción de los préstamos entre compañías relacionadas, con un 95.0% menos que en el periodo pasado, es importante señalar que esta cuenta presenta una tendencia histórica a la baja, debido a ello los activos corrientes del periodo fueron de US\$1.15 millones.

Por su parte, los pasivos registraron US\$8.42 millones, reflejando una disminución de 20.2% respecto a diciembre 2018, impulsado por la disminución del 42.5% en pasivos corrientes, específicamente por la disminución en préstamos de corto plazo con bancos y con empresas relacionadas, al igual que una baja en el monto de cuentas por cobrar que poseen. Respecto a los pasivos no corrientes, estos presentaron una leve disminución del 0.3% influenciados únicamente por la disminución de los préstamos de largo plazo con bancos y con compañías relacionadas.

Consecuencia de la disminución en mayor proporción de los activos corrientes, en comparación de los pasivos corrientes (-78.7% vs -42.5% respectivamente), los indicadores de liquidez se vieron afectados negativamente, mostrando un nivel de liquidez general de 0.40 veces, siendo menor al 1.1 veces del periodo pasado, asimismo, el capital de trabajo disponible presenta un déficit de US\$1.73 millones, cuando en el periodo pasado presentó una leve disponibilidad de US\$400.00 miles.

LIQUIDEZ - CONSOLIDADOS

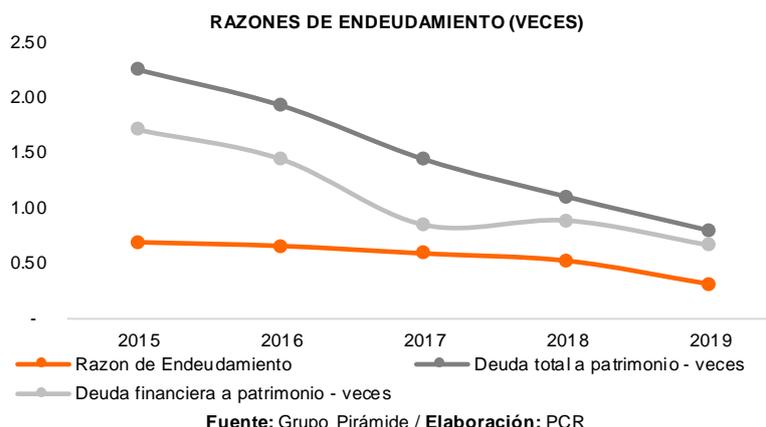
Indicador	Dic. 2015	Dic. 2016	Dic. 2017	Dic. 2018	Dic. 19
Liquidez general	1.76	1.82	2.13	1.08	0.40
Capital de trabajo simple (Miles US\$)	5,406	5,562	5,930	400	-1,725

Fuente: Grupo Pirámide / Elaboración: PCR

Riesgo de Solvencia

El capital de grupo sumó US\$10.55 millones a la fecha de análisis, un incremento del 10.3% respecto al periodo anterior, producto del aumento en 12.2% de las acciones comunes, que totalizaron US\$9.11 millones y representan el 84.9% del capital total, este aumento proviene de todos los restaurantes que conforman el grupo a excepción de COPI. Además, se presentó un pequeño monto como utilidades distribuibles.

COPI mostró una relación de pasivo sobre activo de 0.31 veces, reflejando una disminución en comparación con lo reportado a diciembre de 2018 que fue de 0.52 veces. Asimismo, la razón de deuda total sobre patrimonio ha mantenido su tendencia decreciente, cerrando a la fecha de análisis en 0.80 veces, menor al 1.10 veces del período pasado.



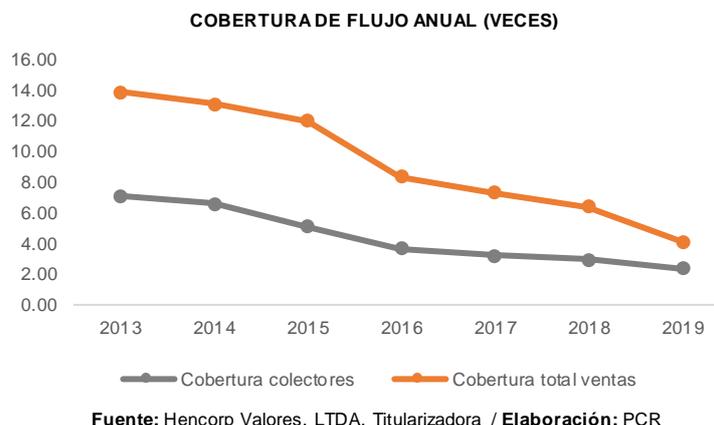
Análisis de Cobertura

Cobertura del Flujo del Fondo de Titularización

La emisión consiste en un tramo de 8 años, según lo establecido por la estructura de la misma, los ingresos recolectados para el pago de la cesión provienen principalmente de las ventas de bienes y servicios que los restaurantes realizan a sus clientes mediante la utilización de tarjetas de crédito o de débito, sin embargo, en caso de ser necesario puede recolectarse a través de cualquier otro ingreso que se genere.

Durante el segundo semestre de 2019, el grupo añadió dos restaurantes a través de un contrato de deuda solidaria, funcionando a través de una orden irrevocable de pago para cada restaurante suscrito, el cual pueda aportar al fondo a fin de completar el monto necesario de cesión. Esto con el fin de contener las constantes disminuciones de los niveles de cobertura, como consecuencia de las disminuciones de las ventas de los restaurantes

A diciembre de 2019 las cuentas colectoras a través de cobros con tarjeta de crédito y débito alcanzaron en conjunto US\$4.45 millones; menor en 2.8% respecto al período pasado. Por otra parte, el monto de cesión anual sumó US\$1.90 millones; derivado de ello el ratio de los ingresos de los colectores entre la cesión mensual presentó una cobertura de 2.34 veces, menor al 2.95 veces reportado en el período pasado. No obstante, al considerar el monto total de ventas del período, la cobertura crece hasta un 4.12 veces, sin embargo es menor a la cobertura de 6.36 veces que se obtuvo en el período pasado



Asimismo, mientras la emisión no sea redimida en su totalidad, éste se encontrará obligada 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 al cierre de Junio y Diciembre respectivamente. A la fecha de análisis el ratio fue de 1.44 veces.

Proyecciones

Al haber cuatro empresas originadoras, las proyecciones se realizaron con base a la distribución de la cesión total de la emisión entre ellas, siendo la principal fuente de cesión los flujos de Corporación Pirámide, que representó el 87.6% de todos los flujos cedidos.

DISTRIBUCIÓN DE LA CESIÓN (MILES US\$)

	2019	2020
Corporación Pirámide	1,661	1,661
JSH El Salvador	58	58
Restaurantes y Tabernas	71	71
Premium Steak	105	105
Total	1,896	1,896

Fuente: Hencorp Valores, LTDA. Titularizadora

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 se considera el escenario optimista, en el cual 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, el cual 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	2019	2020
Ventas	20,913	22,457
Utilidades	1,357	1,512
Flujo de caja operativo	2,159	2,341
Efectivo al final	2,050	2,489
Flujo de Caja Operativo/Cesión	1.36	1.46
(Flujo de Caja Operativo + Cuenta Restringida)/Cesión	1.53	1.63
(Flujo de Caja Operativo + Cuenta Restringida+ CAPEX)/Cesión	1.79	1.88

Fuente: Hencorp Valores, LTDA. Titularizadora

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	2019	2020
Ventas	17,563	18,371
Utilidades	928	989
Flujo de caja operativo	1,683	1,760
Efectivo al final	367	225
Flujo de Caja Operativo/Cesión	1.11	1.15
(Flujo de Caja Operativo + Cuenta Restringida)/Cesión	1.28	1.32
(Flujo de Caja Operativo + Cuenta Restringida+ CAPEX)/Cesión	1.54	1.58

Fuente: Hencorp Valores, LTDA. Titularizadora

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 es suficiente para la cesión de flujos, sin utilizar los mecanismos de respaldo. El flujo de caja previo a actividades de financiamiento es mayor, mostrando una cobertura promedio de 1.88 veces la cesión.

ESCENARIO PESIMISTA (MILES DE US\$)

COMBINADO	2019	2020
Ventas	15,026	15,406
Utilidades	604	610
Flujo de caja operativo	1,322	1,339
Efectivo al final	-1,014	-1,577
Flujo de Caja Operativo/Cesión	0.92	0.93
(Flujo de Caja Operativo + Cuenta Restringida)/Cesión	1.17	1.18
(Flujo de Caja Operativo + Cuenta Restringida+ CAPEX)/Cesión	1.34	1.36

Fuente: Hencorp Valores, LTDA. Titularizadora

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, en este escenario se vuelve necesario utilizar la cuenta restringida los últimos tres años de operación.

Es importante mencionar que, en caso de que los fondos cedidos sean insuficientes, se adicionarán más originadores del Grupo COPI con el propósito de mejorar la cobertura de los ingresos recolectados sobre los montos cedidos al fondo.

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

Originador

BALANCE GENERAL					
Activos	Dic. 15	Dic. 2016	Dic. 2017	Dic. 2018	Dic.2019
Efectivo	351	310	333	278	134
Ctas x cobrar	83	96	127	76	100
Préstamos a intercomp - PC	10,312	10,212	9,046	3,488	175
Impuestos Acreditables	298	252	267	185	277
Inv pdto en proceso	207	269	218	139	120
Gastos Pagados por anticipado	1,252	1,197	1,194	1,144	337
Activo Circulante	12,504	12,336	11,185	5,388	1,145
Activo Fijo Neto	8,399	6,673	2,886	2,728	2,565
Inversiones Permanentes	3,042	3,059	6,356	11,525	13,490
Cuentas intercompany a LP	-	-	-	-	38
Intangibles Netos	85	62	42	21	11
Depósitos en garantía	1	9	9	12	5
Gastos Pagados por anticipado a LP	341	362	362	448	1,528
Activo No Circulante	11,870	10,166	9,655	14,734	17,639
Cuentas Deudoras	-	-	-	-	8,056
Total Activo	24,374	22,502	20,840	20,122	26,840
Pasivo					
Préstamos CP con Bancos	3,048	3,056	207	2,944	1,471
Cuentas por Pagar	1,366	1,098	744	953	353
Préstamos Intercompany CP	2,600	2,537	4,168	937	872
Otras cuentas por Pagar	-	-	-	-	56
Acreedores Diversos	72	74	69	67	94
Impuestos por Pagar	12	9	68	87	75
Pasivo Circulante	7,099	6,774	5,255	4,988	2,871
Deuda Bancaria LP	9,758	8,028	7,039	5,556	5,549
Otros Pasivos LP	0	0	0	0	0.4
Préstamos Intercompany LP	20	17	14	13	0.5
Pasivo No Circulante	9,778	8,045	7,054	5,569	5,550
Total Pasivo	16,877	14,819	12,309	10,557	8,421
Patrimonio					
Acciones Comunes	6,198	6,198	7,198	8,124	9,113
Reserva legal	348	348	362	391	391
Superavit por Revaluación	-	(465)	(465)	(481)	(481)
Utilidades de Ejercicios Anteriores	1,131	1,781	1,616	1,712	1,712
Ajuste por Conversion NIIF	(180)	(180)	(180)	(180)	(180)
Total Patrimonio	7,497	7,682	8,531	9,565	10,554
Cuentas Acreedoras	-	-	-	-	7,864
Total Pasivo + Patrimonio	24,374	22,502	20,840	20,122	26,840

Fuente: Grupo Pirámide / Elaboración: PCR

ESTADO DE RESULTADO

Indicador	Dic-15	Dic. 2016	Dic. 2017	Dic. 2018	Dic.2019
Ventas	13,665	11,523	10,100	9,872	7,809
Costo de Ventas	6,421	5,588	4,555	4,287	3,123
Utilidad Bruta	7,244	5,935	5,544	5,585	4,686
Gastos de Venta	250	243	255	265	214
Gastos de Administración	1,485	1,347	921	699	1,540
Gastos de Operación	4,760	3,801	3,722	3,563	2,544
Utilidad de Operación	748	544	647	1,058	388
Gastos Financieros	1,313	1,004	951	838	640
Otros Ingresos	607	235	147	72	57
Utilidad antes de Impuestos	42	(225)	(157)	292	(194)
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 después de Impuestos	-	-	-	0	-
Resultado Neto	(825)	185	(165)	165	(194)

Fuente: Grupo Pirámide / Elaboración: PCR

Estructurador

BALANCE GENERAL HENCORP VALORES, S.A., TITULARIZADORA (US\$ MILES)

Componente	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19
Activo Corriente	5,804	4,151	4,023	4,740	4,192
Activo No Corriente	61	45	22	9	8
Activo Total	5,865	4,196	4,045	4,750	4,199
Pasivo corriente	2,955	1,341	1,239	1,967	1,329
Pasivo Total	2,955	1,341	1,239	1,967	1,329
Total Patrimonio	2,911	2,855	2,806	2,782	2,871
Pasivo + Patrimonio	5,865	4,196	4,045	4,750	4,199

Fuente: Hencorp Valores, S.A., Titularizadora / Elaboración: PCR

ESTADO DE RESULTADOS
HENCORP VALORES, S.A., TITULARIZADORA
(US\$ MILES)

Componente	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19
Ingresos por titularización de activos	3,917	3,427	3,280	3,343	3,501
Ingresos de inversiones financieras	86	74	41	40	19
Total de ingresos de operación	4,003	3,501	3,321	3,382	3,520
Costos por servicios	80	2	12	93	80
Resultado de Operación Bruto	3,922	3,499	3,309	3,290	3,440
Gastos de Administración	1,860	1,382	1,278	1,301	1,352
Gastos Financieros	64	53	27	36	10
Total costos y gastos de operación	2,004	1,437	1,317	1,430	1,442
Utilidad Operacional	1,999	2,064	2,004	1,953	2,078
Utilidad antes de Reserva e Impuestos	1,999	2,064	2,004	1,953	2,078
Impuesto sobre la Renta	562	620	603	586	625
Resultado del Ejercicio	1,437	1,444	1,401	1,367	1,453

Fuente: Hencorp Valores, S.A., Titularizadora / 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.