

FONDO DE TITULARIZACIÓN HENCORP VALORES CORPORACIÓN PIRÁMIDE CERO UNO - FTHVCOP01

Informe de mantenimiento de clasificación de riesgo

Sesión Extraordinaria: N° 6082020 del 30 de abril del 2020.

Fecha de ratificación: 13 de mayo del 2020.

Información financiera: auditada al 31 de diciembre 2019.

Contactos: Claudia Córdova Larios
 Marco Orantes Mancía

Analista Senior
 Analista Senior

ccordova@scriesgo.com
morantes@scriesgo.com

1. CLASIFICACIÓN DE RIESGO

El presente informe corresponde al análisis de la emisión con cargo al Fondo de Titularización Hencorp Valores Corporación Pirámide Cero Uno FTHVCOP01, con información financiera auditada a diciembre 2019.

Con base en esta información, se otorgó la siguiente clasificación de riesgo:

Fondo de Titularización Hencorp Valores Corporación Pirámide Cero Uno - FTHVCOP01				
Emisión	Anterior		Actual*	
	Clasificación	Perspectiva	Clasificación	Perspectiva
VTHVCOP01	A+ (SLV)	En observación	A (SLV)	En observación

*La clasificación actual varió con respecto a la anterior.

Explicación de la clasificación otorgada¹:

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

Perspectiva en observación: Se percibe que la probabilidad de cambio de la clasificación en el mediano plazo depende de la ocurrencia de un evento en particular.

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

2. FUNDAMENTOS

Fortalezas

- La estructura de pagos de la emisión ha cubierto la cuota mensual cedida en favor de los inversionistas desde el inicio de la transacción. La captura de liquidez directamente de las ventas provee prelación operativa a los inversionistas frente a otros acreedores.
- El mantenimiento de un fondo de reserva de efectivo en el Fondo de titularización, genera una cobertura permanente de un máximo de dos pagos mensuales de capital e intereses de los bonos emitidos.
- La clasificación está altamente vinculada al soporte financiero que en opinión de SCRiesgo los originadores recibirían por parte de su principal accionista en caso que estos lo necesiten.
- La experiencia del originador operando su modelo de negocios en el segmento de restaurantes temáticos de tipo casual.
- La desconcentración de clientes, en virtud de los segmentos atendidos y la naturaleza *retail* de los servicios y productos brindados por las sociedades cedentes.
- La calidad crediticia, trayectoria y experiencia de los agentes colectores (Banco Promerica y Banco de América Central), respalda la captura de liquidez y su traslado al fondo de titularización, reduciendo riesgos operativos.

"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."

¹ El detalle de toda la escala de clasificación que utiliza la Clasificadora podrá ser consultado en nuestra página www.scriesgo.com.

Retos

- Cumplir con sus obligaciones de corto plazo en un entorno operativo desafiante, debido a la crisis generada por el COVID-19 y las medidas de confinamiento establecidas por el Gobierno que han limitado de forma significativa la generación de ingresos.
- Recuperar el volumen de ventas en el corto plazo será importante para absorber la carga de los gastos operativos y financieros; el cual debe ser sostenible para cumplir con sus obligaciones futuras luego de transcurridos los periodos de gracia.
- Reforzar el área de *delivery & carry out*, estrategias de venta implementadas recientemente para generar ingresos durante el período de confinamiento.
- Las coberturas de flujos sobre la cesión y el servicio de la deuda se han debilitado progresivamente en su histórico reciente, exacerbado por la crisis generada por el nuevo coronavirus.
- Sostener adecuados niveles de apalancamiento. La contratación de nueva deuda financiera ante las necesidades de liquidez por la ausencia de ingresos operacionales, generará presiones al servicio de la deuda e indicadores de cobertura.
- Continuar con políticas de contención del gasto, lo cual permitirá mitigar el impacto en el resultado operativo de las sociedades cedentes.
- Tendencia a la baja del flujo operativo medido por la generación EBITDA en 2019.
- Fortalecer la estructura de gobierno corporativo de las sociedades cedentes.
- Adaptarse a los nuevos gustos y preferencia de los cambios generacionales.

Amenazas

- La emergencia COVID-19 ha generado efectos negativos en la economía y un entorno operativo retador, condiciones que continuarán limitando la capacidad de incrementar el volumen de negocios en la industria de restaurantes y que podrían intensificarse ante una expansión de la pandemia.

- Altos niveles de competitividad en el sector de restaurantes.
- Cambios regulatorios y fiscales, pueden limitar el ambiente operativo y de negocios.

SCRiesgo disminuyó la clasificación de los valores de titularización hasta “A” desde “A+” debido a que los flujos cedidos han disminuido ante el menor volumen de ventas, debilitando las coberturas sobre el monto de cesión. Asimismo, las Sociedades Cedentes muestran una tendencia a la baja de sus márgenes operativos, lo cual ha dificultado el crecimiento orgánico a través de su negocio fundamental. Lo anterior, se ha exacerbado por la interrupción de la pandemia del COVID-19 debido al cierre temporal de restaurantes, como resultado de medidas implementadas por el Gobierno para reducir el riesgo de contagio, afectando significativamente la generación de ingresos y el desempeño de los Originadores en 2020.

A marzo 2020, el Fondo efectuó oportunamente el pago de sus obligaciones, sin tener la necesidad de recurrir a las cuentas en reserva. Además, las Sociedades Cedentes cumplieron con sus ratios de obligatoriedad hasta el periodo analizado en este reporte. Como medida preventiva ante la crisis generada por el COVID-19, fue necesario la reestructuración de algunos términos y condiciones de los contratos de titularización, cesión y administración, donde reviste importancia el periodo de gracia por seis meses sobre el capital. La Clasificadora considera que el riesgo de liquidez para el Fondo disminuye de manera transitoria durante dicho periodo y sus exigibilidades serían mayores una vez éste concluya.

La perspectiva “En Observación” en la clasificación refleja el impacto que podría tener la coyuntura actual en los flujos que respaldan la emisión, y debido al análisis de eventos en desarrollo que requieren de mayor información. La Clasificadora dará seguimiento continuo en el corto plazo para monitorear el desempeño en función de los criterios expuestos.

3. RESUMEN DE LA EMISIÓN

Grupo Pirámide (en adelante GCOPI) a través de sus empresas: Corporación Pirámide S.A. de C.V., JSH de El Salvador, S.A. de C.V., Restaurantes y Tabernas, S.A. de C.V. y Premium Steak Restaurants, S.A. de C.V., cedieron al Fondo de Titularización gestionado por la Sociedad Hencorp Valores, Ltda. Titularizadora, los flujos futuros derivados de los ingresos de la explotación comercial de

restaurantes de reconocidas franquicias, para servir como fuente de pago de la serie de valores de titularización emitida por el fondo de titularización denominado FTHVCOP01. Todas las empresas mencionadas funcionan como cedentes de manera solidaria.

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

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

Como respaldo operativo adicional de la emisión existen dos sociedades relacionadas que se constituyeron como fiadores solidarios a favor del Fondo, en agosto del 2016, la sociedad Restaurantes RT, S.A. de C.V. y en octubre del 2017, la sociedad PANCO El Salvador, S.A. de C.V. La fianza será ejecutada en el evento que los saldos de la cuenta restringida del Fondo no sean suficientes para cumplir con la obligación de enterar los montos de cesión mensual.

En septiembre 2019 se incorporaron dos empresas relacionadas a la estructura del Fondo, constituidas como deudoras solidarias denominadas Sushi Shop, S.A. de C.V. y Restaurante Olivos Via, S.A. de C.V., obligándose a pagar en forma solidaria el monto de cesión pendiente de enterar, pagadero de forma mensual por la cantidad de US\$158,000.0 y hasta por el plazo que sea necesario para completar el monto total adeudado. Para cumplir lo anterior, emitieron órdenes irrevocables de pago (OIPS), hacia los agentes colectores (Banco Promerica y BAC El Salvador) a favor del Fondo por un monto inicial de US\$9,000.0 de forma mensual por cada una, dicho monto podrá ser modificado a solicitud expresa de la Titularizadora.

El 26 de marzo de 2020, la Junta Extraordinaria de Tenedores de Valores aprobó la modificación de: a) contrato de titularización; b) contrato de cesión irrevocable a título oneroso de derechos sobre flujos financieros futuros; c) contrato de administración de flujos

financieros futuros; y d) Órdenes irrevocables de pago de la emisión. Principalmente en lo relacionado a:

- Establecimiento de un período de gracia, en el cual el FTHVCOP01 no pagará capital por seis meses, a partir de abril 2020.
- Se reduce la cesión mensual a US\$25,000.0 desde US\$158,000.0 durante el periodo de gracia, para el pago de intereses, comisiones y emolumentos.
- Se extendió en diez el número de meses de la cesión mensual, con lo cual el plazo de la emisión pasó a 106 meses desde 96.
- Posterior al período de gracia, se establece la cesión mensual en US\$150,000.0 para los meses 86 a 106, ajustando los porcentajes de cesión mensual de cada Originador.
- Se adiciona la característica de redención anticipada.

Los cambios fueron autorizados por el Concejo Directivo de la Superintendencia del Sistema Financiero en fecha 07 de abril del 2020.

Las modificaciones se derivaron de la aprobación del Decreto Legislativo N° 593, de fecha 14 de marzo 2020, el cual declaró Estado de Emergencia Nacional de la Pandemia por COVID-19 y por el Decreto Ejecutivo N° 9 denominado “Medidas de contención en el ámbito de la actividad alimenticia de restaurantes y otros similares relacionado con la atención de la emergencia sanitaria COVID-19”, de fecha 17 de marzo 2020, el cual suspendió la apertura al público de los restaurantes, afectando temporalmente y de forma sustancial el desempeño de los flujos esperados del activo subyacente que respaldan la liquidez del Fondo.

Características de los Valores de Titularización Hencorp Valores Corporación Pirámide 01 - VTHVCOP01	
Emisor y estructurador	Hencorp Valores, LTDA.
Originadores	COPI, S.A. de C.V. JSH de El Salvador, S.A. de C.V. Restaurantes y Tabernas, S.A. de C.V. Premium Steak Restaurants, S.A. de C.V.
Custodia-Depósito	Anotaciones electrónicas depositadas en los registros electrónicos de CEDEVAL, S.A.
Monto	US\$8,400,000.00
Tramo	Único
Tasa	6.85%
Plazo	8 años
Activos subyacentes:	Cuentas por cobrar a favor de las sociedades por las ventas de bienes y servicios que éstas realizan a sus clientes mediante la utilización de tarjetas de crédito o de débito.

Pago de intereses y principal:	Mensual
Monto a ceder	Mes 1 -24: US\$85.0 mil mensuales Mes 25 -60: US\$115.0 mil mensuales Mes 61 -96: US\$158.0 mil mensuales
Protección y mejoradores crediticios.	<ul style="list-style-type: none"> Exceso de flujos de efectivo derivado de la explotación comercial de la cadena de restaurantes. Reserva de fondos equivalentes al pago de los dos próximos montos mensuales de flujos financieros futuros. Restaurantes RT, S.A. y PANCO El Salvador, S.A. como fiadoras solidarias a favor del Fondo de titularización. Sushi Shop, S.A. de C.V. y Restaurante Olivos Via, S.A. de C.V. como deudoras solidarias a favor del Fondo de titularización.
Fecha de colocación	27 de agosto del 2013
Saldo a marzo 2020	US\$2,805,216.0

Fuente: Hencorp Valores, Ltda.

4. CONTEXTO ECONÓMICO

4.1 Análisis de la Plaza

Los efectos negativos por el brote del nuevo Coronavirus contraerán el crecimiento económico mundial, generando una desaceleración significativa de las materias primas y bienes de consumo. Esta situación traerá incidencias negativas en las economías emergentes; principalmente en los sectores financieros, turismo, servicios, transporte, y sus subsectores. Lo anterior impone condiciones adversas para las proyecciones de crecimiento estimadas inicialmente para El Salvador. Las disposiciones tomadas por el Gobierno con el propósito de minimizar los contagios por COVID-19, tendrá afectaciones en el desempeño de los sectores de construcción, financiero, servicios, inmobiliario, hoteles y restaurantes, estimando que su reactivación podría ser lenta ante una prolongación de la pandemia.

La crisis inicia en un contexto en que El Salvador mostraba signos de recuperación en el clima de inversión, derivado de los esfuerzos del Gobierno por fortalecer las relaciones con mercados desarrollados, la simplificación de trámites de comercio transfronterizos, factibilidad de negocios y combate a la criminalidad.

Durante el 2019, el país continuó diversificando la matriz energética, principalmente en proyectos de energía

renovable como la construcción de la planta solar Capella (140MW), planta solar Bósforo (100MW) y el avance en la planta de energía a base de gas natural licuado con capacidad de 378MW, que está siendo desarrollado por la empresa Energía del Pacífico y la firma Quantum de El Salvador, entre otros inversores privados. Se continuaron con los proyectos para mejorar el sistema de red de carreteras como parte del Plan Maestro del Corredor Oeste, que permitirá interconectar el nuevo Bypass de Santa Ana y Sonsonate con el Puerto de Acajutla, así también el Bypass de San Miguel y La Libertad, lo que vendría a dinamizar los cruces fronterizos.

La tensión política entre el ejecutivo y el parlamento continúa como uno de los principales factores críticos ante la crisis del nuevo coronavirus, por lo que llegar a acuerdos que permitan una rápida reactivación de la economía es de especial atención ante la limitante de diálogo.

4.2 Producción nacional

El crecimiento económico se ubicó en 2.3% al cierre de 2019, y su expansión para el 2020 se estimaba entre el rango del 2.3% al 2.7%. No obstante, producto de la crisis por el nuevo coronavirus y sus efectos en la economía global, el Banco Central de Reserva (BCR), se encuentra analizando los impactos en la actividad económica y el gasto del país a efecto de ajustar sus proyecciones a las realidades actuales y futuras. De acuerdo, con el organismo la contracción podría ser superior a la materializada en la crisis del 2009, ubicándose en un rango del -2.0% al -4.0%.

4.3 Finanzas Públicas

El déficit fiscal del Gobierno Central a 2019 registró un 2.9% del PIB a precios corrientes (diciembre 2018: 2.5%), el cual podría alcanzar porcentaje entre el 5.0% y el 7.0% debido a la crisis. La deuda pública total representó el 73.8% del PIB a diciembre 2019, y se estima pueda presionarse aún más debido a los recursos demandados por la emergencia del COVID-19. Para enfrentar la crisis, el Gobierno construye un hospital cuya inversión será de US\$70.0 millones, mientras que US\$450.0 millones serán utilizados para beneficiar con un bono de \$300.00 a 1.5 millones de hogares, además se aprobó buscar financiamiento por US\$2,000 millones que representa el 7.3% del PIB.

4.4 Comercio Exterior

A diciembre 2019, las exportaciones registraron un saldo de US\$5,943.3 millones, mostrando un incremento de apenas 0.7% con respecto a 2018. Lo anterior se debe al bajo desempeño de las actividades de maquila y de industria manufacturera. Las importaciones alcanzaron US\$12,017.6 millones, con un crecimiento de 1.6% (US\$187.8 millones) en el periodo de un año. Los sectores que mostraron un mayor dinamismo fueron: agricultura y ganadería (+10.8%); suministro de electricidad (+5.7%) e industrias manufactureras de maquila (+1.2%).

4.5 Inversión Extranjera Directa

El Gobierno ha realizado esfuerzos por crear alianzas con inversores estratégicos y mejorar el entorno de negocios; sin embargo, continúa como uno de los países de la región centroamericana con menor captación de inversión. La criminalidad y la dificultad de consensos entre el órgano legislativo y ejecutivo imprimen incertidumbre entre los inversionistas. De acuerdo con datos preliminares del Banco Central de Reserva (BCR), la IED acumuló un valor neto de US\$456.3 millones a septiembre 2019, menor en US\$94.7 millones (-17.2%); que hace un año.

4.6 Remesas Familiares

Al cierre de 2019, el flujo de remesas continúa creciendo, pero a un ritmo menos acelerado en comparación con los últimos dos años. Según datos publicados por el BCR, la tasa de crecimiento interanual de las remesas familiares fue del 4.8%, acumulando US\$5,649.0 millones, cifra superior en US\$258.2 millones a la registrada en 2018. Estas transferencias son particularmente vulnerables a los efectos negativos en la economía de EEUU. La problemática del nuevo coronavirus que acusa la enfermedad COVID-19, generará incidencias significativas en la productividad de dicho país afectando el mercado laboral, lo cual derivará en un mayor riesgo en la dinámica del flujo de remesas.

5. INDUSTRIA DE RESTAURANTES

La crisis generada por el COVID-19 y sus efectos negativos en la economía, imponen altos desafíos para la industria de restaurantes, caracterizada por ser menos resiliente a la fase baja del ciclo económico, debido a su alta correlación con el ingreso disponible y la capacidad de poder adquisitivo. El sector enfrenta la amenaza de las

variaciones al alza en el desempleo y disminuciones en el flujo de remesas, que en nuestra opinión tendrían incidencia significativa en el consumo interno.

El confinamiento preventivo, levantamiento gradual de las restricciones y periodo de reactivación determinan de manera conjunta las principales fases de la evolución de la crisis en la industria; aunque existe mucha incertidumbre sobre su duración y la profundidad de sus efectos.

Las medidas de confinamiento ordenadas por el Gobierno para mitigar la propagación del virus, con excepción de las entregas a domicilio, han ocasionado un cese casi total de la actividad, limitando la generación de ingresos de restaurantes. Para afrontar los problemas de liquidez, las empresas modificaron sus estrategias de venta potenciando el “*delivery*”, planes fuertes de lealtad, entregas gratuitas, promociones atractivas y agresivas. Apoyados de plataformas tecnológicas que operan en el mercado como: Uber Eats, Hugo, Get My Food!, Gourmet Express, aplicaciones propias de empresas que ya consideraban el servicio a domicilio como una línea de negocio, entre otros.

Una vez el Gobierno retire las restricciones, en el corto plazo se prevé una demanda inicial limitada principalmente por las medidas autorrestringidas de los comensales por miedo al contagio, disminución del turismo, un menor poder adquisitivo debido a la crisis económica, el desempleo y la reducción del flujo de remesas.

Para sostener el negocio en marcha, los restauranteros han adoptado políticas más estrictas de contención de gastos, adaptación al modelo de negocio en el servicio a domicilio a través de nuevas tecnologías, estrategias de reestructuración con proveedores, acreedores y franquiciantes. Cabe señalar, que el Gobierno instruyó medidas de alivio económico para apoyar al sector, dentro de estas destacan: aplazamiento de los pagos de los servicios básicos (agua potable, energía eléctrica, telefonía e internet) y créditos bancarios (capital e intereses) por tres meses, sin que afecte su calificación crediticia, tampoco les generará morosidad o alguna penalidad; adicionalmente, ha facilitado líneas de crédito a través de la banca estatal para capital de trabajo.

En 2019, previo a la crisis, el sector de alojamiento y de servicio de comidas mostró un crecimiento anual del 3.7%, (2018: +4.5%), explicado por el mayor dinamismo de la industria de turismo, el incremento en el flujo de remesas,

la expansión de las colocaciones crediticias del sector consumo en el sistema financiero y la incorporación acelerada de nuevos competidores.

6. SOCIEDAD TITULARIZADORA

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

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

El equipo directivo cuenta en promedio con más de 20 años de experiencia en el sector financiero, mientras en la estructura organizacional, que es relativamente liviana, los ejecutivos de mayor experiencia ocupan posiciones gerenciales que demandan capacidad de estructuración financiera y ejecución, debido a lo especializado de los productos de la empresa. Las prácticas de Gobierno Corporativo están reveladas en el Código de Ética y Gobierno Corporativo y la divulgación de la información cumple con los estándares locales.

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

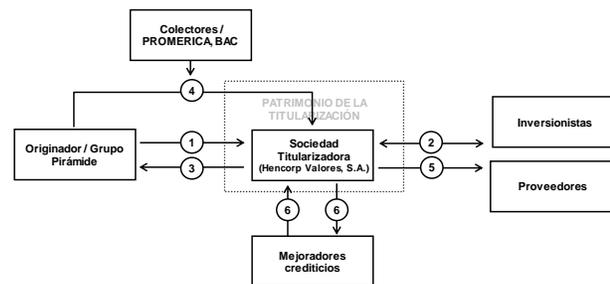
Debido a su naturaleza regulada y supervisada por la Superintendencia del Sistema Financiero (SSF), las políticas de gobernanza corporativa están bien definidas y autorizadas por la alta administración. Las políticas de gobierno corporativo han sido continuamente actualizadas

y están acompañadas por políticas de ética y conducta, de manera que el perfil de Hencorp Valores, LTDA, en la gestión de la emisión es neutral en la clasificación otorgada.

7. CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN.

7.1 Proceso de titularización

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



Fuente: Hencorp Valores, Ltda.

7.2 Componentes de la estructura

Estructurador: Hencorp Valores, Ltda. Titularizadora, sociedad autorizada por la Superintendencia del Sistema Financiero para operar como sociedad titularizadora el trece de octubre de dos mil ocho, de conformidad a la Ley de Titularización de Activos.

Originadores: Las empresas que conforman el grupo de originadores son las siguientes:

- COPI, S.A. de C.V., sociedad salvadoreña constituida el diecisiete de octubre de 1983, maneja la operación de restaurantes con franquicias internacionales Tony Roma's, Zona Rosa; Tony Roma's, Metro Centro; y Bennigan's La Gran Vía.
- JSH de El Salvador, S.A. de C.V., Sociedad salvadoreña constituida el veintisiete de diciembre de 2003, maneja la operación del restaurante con franquicia internacional Benihana.

- Restaurantes y Tabernas, S.A. de C.V. sociedad salvadoreña constituida el seis de octubre de 2011, maneja la operación del restaurante con franquicia internacional Bennigan's, Torre Futura.
- Premium Steak Restaurants, S.A. de C.V. sociedad salvadoreña constituida el seis de octubre de 2011. Hasta el año 2015, manejó la operación del restaurante con franquicia internacional Ruth's Chris Steak House. A partir del año 2016, maneja la operación del restaurante Paradise, una marca propia, el cual por decisiones estratégicas cesó operaciones de forma temporal a partir de julio 2019.

Emisor: Hencorp Valores, Ltda. con cargo al FTHVCOP01.

Patrimonio de la titularización: patrimonio del Fondo de Titularización Hencorp Valores Corporación Pirámide Cero Uno, que puede abreviarse "FTHVCOP 01", Fondo de Titularización creado como un patrimonio independiente del patrimonio del originador.

Agentes colectores: Banco Promerica (Primario) y El Banco de América Central, BAC (Secundario). Estas instituciones tienen la facultad de cobrar y percibir por cuenta de la Titularizadora los primeros ingresos de cada mes de las sociedades cedentes. Lo anterior, en su calidad de colectores del Fondo de titularización.

Cuentas de recaudación: cuentas colectoras formalizadas en instituciones bancarias locales dispuestas para recibir los pagos efectuados por los clientes de los restaurantes mediante tarjetas de crédito o débito y que posteriormente serán transferidas a la cuenta discrecional (esta cuenta mantendrá una cuota como balance mínimo).

Cuenta discrecional: cuenta de depósito bancaria abierta por el Fondo de titularización en los bancos debidamente autorizados para realizar operaciones pasivas por la Superintendencia del Sistema Financiero, en la cual se depositan los ingresos cedidos mediante la aplicación de la Orden Irrevocable de Pago (OIP).

Cuenta restringida: Cuenta de depósito bancaria abierta en una institución debidamente autorizada por la Superintendencia del Sistema Financiero, que funciona como un fondo de liquidez, cuyo saldo será equivalente a US\$316,000.0 que servirán para el pago de capital e intereses, comisiones y emolumentos.

Dentro de las modificaciones realizadas recientemente al contrato de titularización, se estableció que la cuenta restringida podrá ser utilizada durante el período de gracia para el pago de intereses, comisiones y emolumentos sin que implique un evento de incumplimiento o causal de caducidad a cualquiera de los contratos del presente proceso de titularización y será obligación de los Originadores restituir la cuenta restringida una vez finalizado el período de gracia para mantener un saldo no menor a US\$150,000.0.

Contrato de Cesión: Las sociedades cedentes otorgaron de manera irrevocable, a título oneroso a Hencorp Valores, Ltda., para el Fondo FTHVCOP01, los derechos sobre Flujos Financieros Futuros sobre una porción de los primeros ingresos mensuales que los Originadores generados por la recolección de las cuentas por cobrar a favor de las Sociedades por las ventas de bienes y servicios que estas realizan a sus clientes mediante la utilización de tarjetas de crédito o de débito en virtud de los contratos de afiliación suscritos con Banco Promerica y Banco de América Central y cualquier otro ingreso que estuvieren facultados legal o contractualmente las Sociedades a percibir, hasta el monto de US\$ 11,868,000.0, los cuales serán integrados al Fondo de Titularización a través de 96 cuotas mensuales.

Los montos cedidos al Fondo de Titularización, por parte de las sociedades cedentes en la estructura original son los siguientes:

Sociedad	Mes 1 a 24	%	Mes 25 a 60	%	Mes 61 a 96	%
COPI	74,456	88%	100,735	88%	138,400	88%
JSH	2,622	3%	3,547	3%	4,874	3%
R&T	3,198	4%	4,327	4%	5,945	4%
PS	4,724	6%	6,391	6%	8,781	6%
Total	85,000	100%	115,000	100%	158,000	100%

*Monto expresado en dólares

Fuente: Hencorp Valores, Ltda.

Con las modificaciones a los contratos de titularización y de cesión, el respaldo de la emisión se incrementó hasta por un monto de US\$12,482,000.0 desde US\$11,868,000.0 establecido al inicio de la transacción, debido a que se extendió en diez el número de meses de la cesión mensual, con lo cual el plazo de la emisión pasó a 106 meses desde 96 y se modificó los montos de cesión de flujo mensual, reduciéndolo a US\$25,000.0 desde US\$158,000.0 durante el periodo de gracia de seis meses que inicia en abril 2020, generado la obligación a COPI de ceder la totalidad de la cuota. Posterior al período de gracia, se establece la cesión mensual en US\$150,000.0 para los meses 86 a 106,

ajustando los porcentajes de cesión mensual de cada Originador, de la siguiente manera:

Sociedad	Mes 1 a 24	%	Mes 25 a 60	%	Mes 61 a 79	%	Mes 80 a 85	%	Mes 86 a 106	%
COPI	74,456	87.6%	100,735	87.6%	138,400	87.6%	25,000	100.0%	145,000	96.7%
JSH	2,622	3.1%	3,547	3.1%	4,874	3.1%	0	0.0%	2,000	1.3%
R&T	3,198	3.8%	4,327	3.8%	5,945	3.8%	0	0.0%	3,000	2.0%
PS	4,724	5.6%	6,391	5.6%	8,781	5.6%	0	0.0%	0	0.0%
Total	85,000	100.0%	115,000	100.0%	158,000	100.0%	25,000	100.0%	150,000	100.0%

Fuente: Hencorp Valores, Ltda.

Cabe señalar, que dentro de las modificaciones al contrato de cesión, se excluye a la Entidad Premium Steak Restaurants de su obligación de ceder flujos futuros al Fondo para los meses 86 a 106 y se reduce la participación de JSH de El Salvador y Restaurantes y Tabernas, incrementando la obligación de cesión para COPI. En nuestra opinión, los cambios generarán ligeras presiones al flujo generado por COPI ante un entorno operativo más débil.

Instrucción Irrevocable de Pago. Los Originadores se obligarán a transferir a las cuentas colectoras los flujos correspondientes a la cesión de derechos a través de girar las Instrucciones Irrevocables de Pago (OIPS) a quienes hagan la función de colectoría de los ingresos detallados en el contrato de cesión, siendo giradas a los emisores de tarjeta de crédito: Banco Promerica, S.A. y Banco de América Central, S.A.

A marzo 2020, el balance mínimo establecido era de US\$158,000.0, con el proceso de reestructuración y la incorporación de un periodo de gracia en el que el FTHVCOP01 no pagará capital por seis meses, se modificaron las Órdenes Irrevocables de Pago, estableciendo un balance mínimo en las cuentas transitorias del Originador por US\$50,000.0 en el caso de Banco Promerica y de US\$10,000.0 en Banco de América Central para dicho periodo.

Cedente solidario: En caso de que el flujo de ingresos de una sociedad no alcance a cubrir el monto de su cesión mensual, COPI actúa como cedente solidario cediendo el monto necesario para completar la cuota global cedida.

7.3 Mejoras crediticias

1. Los fondos mantenidos en la cuenta restringida en un monto equivalente al pago de las próximas dos mensualidades para ambos tramos de la emisión.
2. En caso de que el flujo de ingresos de las sociedades participantes no alcance a cubrir el monto de su cesión

mensual, las sociedades Sushi Shop, S.A. de C.V. y Restaurante Olivos Vía, S.A. de C.V. actuarán como deudores solidarios brindando respaldo operativo adicional de la emisión para garantizar las obligaciones emanadas del contrato de cesión en cualquier periodo durante la vigencia de la emisión.

3. En el evento que los saldos de la cuenta restringida del Fondo no sean suficientes para cumplir con la obligación de enterar los montos de cesión mensual, las sociedades Restaurantes RT, S.A. de C.V. y PANCO El Salvador, S.A. de C.V. actuarán como fiadores solidarios brindando respaldo operativo adicional de la emisión para garantizar las obligaciones emanadas del contrato de cesión en cualquier periodo durante la vigencia de la emisión.

7.4 Cumplimiento de *ratios* financieros

Las Cedentes se encuentran sujetas a cumplir con el *ratio* financiero siguiente: el total de la suma de los saldos finales de la deuda bancaria no podrá ser superior al total de los ingresos anuales registrados durante el año fiscal anterior. Este *ratio* que debe ser medido a la mitad y al final de cada año fiscal. Presentó cumplimiento a diciembre 2019.

De acuerdo a las modificaciones realizadas al contrato de Titularización, este *ratio* no deberá ser medido en el periodo que implique tomar como base el ejercicio fiscal en el que se encuentra comprendido el periodo de gracia.

7.5 Condiciones especiales

1. Obligatoriedad sobre el mantenimiento de la vigencia de las diferentes pólizas de seguro durante el plazo de la emisión.
2. Obligatoriedad sobre el mantenimiento de los permisos de operación propios del giro del negocio.
3. Prohibición para decretar reparto de dividendos por parte de las sociedades cedentes en caso se encuentre en incumplimiento a las obligaciones contraídas en el contrato de cesión de flujos financieros futuros.

7.6 Distribución de pagos

Todo pago se hará por la Sociedad Titularizadora con cargo al Fondo de titularización, a través de la cuenta de

depósito bancaria denominada cuenta discrecional, en cada periodo de pago, en el siguiente orden:

1. Abono a la cuenta bancaria denominada cuenta restringida con un saldo mínimo equivalente a US\$316,000.0, que servirán para el pago de capital e intereses, comisiones y emolumentos. Sin perjuicio de lo anterior, durante el periodo de gracia la cuenta restringida podrá ser utilizada para el pago de intereses, comisiones y emolumentos sin que implique un evento de incumplimiento o causal de caducidad a cualquiera de los contratos del presente proceso de titularización. Será obligación de los Originadores restituir la cuenta restringida una vez finalizado el periodo de gracia para mantener un saldo no menor a US\$150,000.0.
2. Obligaciones a favor de los Tenedores de Valores.
3. Pago de las comisiones a la Sociedad Titularizadora.
4. Saldo de costos y gastos adeudados a terceros.
5. Cualquier remanente se devolverá mensualmente a los Originadores.

6.7 Redención anticipada de valores

En el proceso de reestructuración reciente, se adicionó al contrato de titularización la característica de redención anticipada, donde se establece que los valores de titularización podrán ser redimidos parcial o totalmente en forma anticipada, deberá ser informada a los Tenedores con 3 días de anticipación y será acordada únicamente por el Consejo de Gerentes de Hencorp. El monto del capital redimido dejará de devengar intereses desde la fecha fijada para su pago. En caso de realizarse la redención anticipada, los Tenedores recibirán el saldo insoluto parcial o total de capital y los intereses acumulados a la fecha fijada para el pago.

7.8 Procedimiento en caso de mora

Si diez días antes de una fecha de pago de intereses o capital de la emisión de valores de titularización que realice la titularizadora con cargo al Fondo de Titularización Hencorp Valores Corporación Pirámide Cero Uno, las erogaciones realizadas por las cedentes al fondo de titularización antes relacionado, no han completado el monto mensual establecido, las sociedades contarán con un período para solucionar esta situación y completar el

pago de todas las cesiones que se encuentren pendientes conforme el detalle de cesiones, pudiendo para ello, si es necesario, realizar aportes adicionales a la cesión mensual, este período será de hasta diez días antes de la siguiente fecha de pago de la emisión de valores de titularización.

En caso que las sociedades, no logren hacer los aportes adicionales requeridos para solventar dicha situación, la Titularizadora requerirá por escrito a las sociedades Restaurante RT que haga efectiva la Orden Irrevocable de Pago suscrita entre las sociedades y debidamente aceptada por esta, según los términos establecidas en la misma, y quien deberá trasladar los montos correspondientes de la cesión pendientes de enterar y hasta completar los montos que estuvieren pendientes.

En caso que las sociedades no logren solucionar el evento de mora, deberán trasladar la totalidad de los flujos pendientes de ser entregados y de no obtener el traslado de los flujos en las condiciones solicitadas, el cesionario emprenderá contra todas las sociedades, las acciones administrativas y judiciales necesarias para obtener el pago de los flujos no enterados y una indemnización por los daños y perjuicios originados por esta acción.

7.9 Procedimiento en caso de liquidación

En un escenario de proceso de liquidación del Fondo de titularización, se deberá seguir el orden de prelación de pagos detallado en el Art. 70 de la Ley de Titularización de Activos, como sigue:

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

8. PERFIL DE LOS ORIGINADORES

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

Los derechos del GCOPI a utilizar de forma exclusiva las marcas señaladas, las transferencias de tecnologías, procedimientos operativos como franquiciatario, las renovaciones de las franquicias efectuadas, la experiencia

y regionalización del equipo directivo en la industria, son factores que soportan la clasificación asignada.

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

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

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

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

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

8.4 Hechos relevantes

En el año 2015, el Grupo decidió cerrar la operación de Tony Roma's en el Centro Comercial Multiplaza. Lo anterior, generó un impacto en el volumen de facturación de la Sociedad COPI. No obstante, buena parte del tráfico

fue derivado a las otras dos salas de la Zona Rosa y Metrocentro, lo cual compensó en el corto plazo la facturación.

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

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

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

Estructura al inicio de la transacción

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

Fuente: información proporcionada por Hencorp Valores.

Estructura modificada

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

Fuente: información proporcionada por Hencorp Valores.

En agosto del 2016, la sociedad Restaurantes RT, S.A. de C.V. y en octubre del 2017, la sociedad PANCO El Salvador, S.A. de C.V. se constituyeron fiadores solidarios a favor del Fondo, por el monto total de la cesión pendiente de enterar y por el plazo en que se encuentre vigente las obligaciones de las sociedades cedentes derivadas del contrato de cesión irrevocable a título oneroso de derechos sobre flujos futuros. La fianza será ejecutada inmediatamente a petición por escrito de Hencorp Valores, LTDA., en su carácter de administrador del Fondo, en el evento que los saldos de la cuenta restringida del Fondo

no sean suficientes para cumplir con la obligación de enterar los montos de cesión mensual.

El cierre definitivo de operaciones de Ruth's Chris Steak House y Tony Roma's Multiplaza, aunado a las reubicaciones descritas, generaron una disminución en las ventas totales de los originadores, manteniendo la tendencia decreciente a diciembre 2019, exacerbado por los altos niveles de competencia, lento crecimiento de la economía y elevados niveles de delincuencia. Adicionalmente, en 2019 las ventas han sido afectadas por la decisión estratégica de GCOPI de reducir la facturación entre compañías afiliadas.

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

En julio 2019, el Grupo decidió cerrar operaciones de forma temporal del restaurante Paradise Plaza Futura, ya que estratégicamente pretenden rediseñarlo y relanzarlo al mercado; cabe señalar, que la administración no tiene fechas definidas para el inicio de operaciones de este restaurante. En consecuencia, la sociedad originadora Premium Steak Restaurants, S.A. de C.V. dejó de ceder la parte de la cesión mensual (5.6%) que le correspondía pagar al Fondo.

Cabe resaltar, que a la fecha de este informe, el resto de sociedades originadoras han cubierto de forma solidaria el flujo que cedía Premium Steak Restaurants, de manera que el Fondo ha efectuado oportunamente el pago de sus obligaciones, sin tener la necesidad de recurrir a las cuentas en reserva. Además, en la reestructuración reciente, se eliminó la obligación de cesión de flujos futuros para este Originador para el plazo que resta de operatividad el Fondo.

Para compensar la falta del flujo cedido por Premium Steak Restaurants, se incorporaron a la estructura del Fondo dos sociedades relacionadas denominadas Sushi Shop, S.A. de C.V. y Restaurante Olivos Vía, S.A. de C.V., las cuales se constituyeron como deudores solidarios de las obligaciones de las sociedades cedentes a favor del Fondo; obligándose en consecuencia de forma solidaria a pagar al Fondo la suma de US\$4,108,000.0; pagadero de forma mensual por la cantidad de US\$158,000.0 y hasta por el plazo que sea necesario para completar el monto total adeudado.

Las sociedades deudoras solidarias emitieron órdenes irrevocables de pago (OIPS), hacia los agentes colectores (Banco Promerica y BAC El Salvador) a favor del Fondo de Titularización, por un monto inicial de US\$9,000.0 cada una, de forma mensual, dicho monto podrá ser modificado a solicitud expresa de la Titularizadora.

9. ANÁLISIS FINANCIERO DE LOS ORIGINADORES

Los estados financieros del período 2017 - 2018 considerados en este reporte, son presentados de acuerdo con las Normas Internacionales de Información Financiera para Pequeñas y Medianas Entidades (NIIF para las Pymes) y fueron auditados por firmas de auditoría independientes, las cuales otorgaron opinión limpia. Los estados financieros al 31 de diciembre del 2019 son no auditados.

SCRiesgo, recibió información financiera adicional que en nuestra opinión es suficiente para soportar el análisis y emitir la clasificación de riesgo.

9.1 Estructura financiera

Los activos totales de los originadores (COPI, JSH, RT y PS), registraron un saldo por US\$18.8 millones a diciembre 2019, mostrando una contracción del 6.7% anual, principalmente por la disminución de las cuentas por cobrar entre compañías relacionadas de corto plazo (-94.0% equivalente a US\$2.7 millones), debido a la estrategia del Grupo de negociar con el proveedor de materias primas para que facture y distribuya los insumos a cada restaurante, evitando la concentración de compras en COPI, y por la conversión de deuda a capital.

Las partidas más relevantes dentro de los activos son las inversiones permanentes (80.5%) y los activos fijos netos (11.9%). Cabe señalar, que el tamaño de los activos de las Sociedades Cedentes, estuvo determinado en mayor medida por la contribución de COPI, que mantiene una participación del 85.4%. Por consiguiente, el resto de Compañías en orden de participación son: JHS con el 6.4%, Premium Steak Restaurants (PS) con 5.7%, y Restaurantes & Tabernas 2.5%.

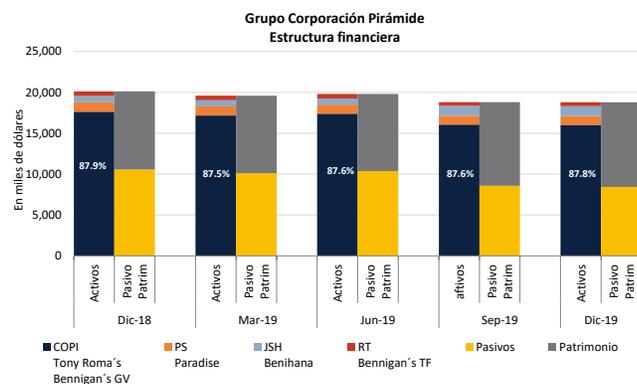
Los pasivos totales sumaron US\$8.4 millones a diciembre 2019, 20.1% menos que lo acumulado a diciembre 2018 (US\$10.6 millones), explicado por la continua amortización de la deuda y la no contratación de nuevas obligaciones. La deuda financiera de largo plazo significó el 65.8% de las

obligaciones totales y en menor medida la deuda financiera de corto plazo (15.7%); cuentas por pagar a partes relacionadas (9.7%) y otras cuentas por pagar (8.7%).

El saldo de los recursos propios creció en 8.1% a diciembre 2019, acumulando un saldo de US\$10.3 millones, (diciembre 2018: +12.1%). Este comportamiento está vinculado principalmente al incremento del capital social realizado por US\$581.0 mil a JSH de El Salvador, US\$295.0 mil a Premium Steak Restaurants (PS) y US\$113.7 mil a Restaurantes y Tabernas durante el 2019. Transacciones que fueron necesarias para fortalecer el patrimonio de estas compañías y sostener el negocio en marcha.

Cabe señalar, que el aumento en el capital social fue resultado de la conversión de deuda entre compañías relacionadas a capital, siendo COPI quien a través de este mecanismo ha brindado soporte a estas sociedades. Cabe señalar, que Restaurantes y Tabernas, S.A. incrementó su capital social en US\$85.7 mil mediante la capitalización de utilidades de ejercicios anteriores.

En nuestra opinión, el patrimonio total del Grupo es adecuado para el nivel de endeudamiento adquirido, como resultado de la mayor participación de COPI en la estructura de balance. A diciembre 2019, las principales cuentas que conforman el patrimonio son: capital social con el 88.1%, reservas y utilidades con 11.9%.



Fuente: Estados financieros de Sociedades Cedentes.

9.2 Liquidez y análisis de generación de flujos

Las disponibilidades en efectivo de los originadores sumaron US\$134.5 mil a diciembre 2019, mostrando una contracción del 51.5% respecto al interanual (diciembre 2018: -16.6%). El indicador de disponibilidades a pasivos de corto plazo desmejoró al ubicarse en 4.7% desde un 5.6%

observado un año antes. El capital de trabajo fue negativo en US\$1.7 millones a diciembre 2019. Por otra parte, la liquidez medida a través del *ratio* de cobertura del efectivo a deuda financiera y comercial de corto plazo, registró un 7.4% frente al 7.1% observado un año antes, registrando una mejora debido a la continua amortización de la deuda.

La emisión sostiene una cuenta restringida de Hencorp con cargo a FTHVCOPI01, por un monto equivalente a US\$316.0 mil que servirán para el pago de capital, intereses y comisiones de los Valores de Titularización. En opinión de SCRiesgo, este fondo reduce los riesgos de liquidez durante el período de gracia de seis meses y proporciona flexibilidad financiera para los originadores durante el período de crisis.

La liquidez de las Sociedades Cedentes ha sido estrecha en los últimos años. En nuestra opinión, será un reto para los originadores cumplir con sus obligaciones de corto plazo en un entorno operativo desafiante, debido a la crisis generada por el COVID-19 y las medidas de confinamiento establecidas por el Gobierno que han limitado de forma significativa la generación de ingresos.

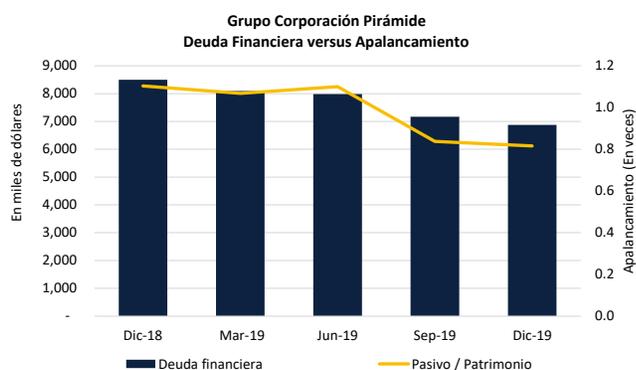
Grupo Corporación Pirámide: Indicadores de liquidez y flujos del período					
Liquidez y flujos del período	Dic-18	Mar-19	Jun-19	Sep-19	Dic-19
Activos corrientes / Pasivos corrientes	1.0	1.1	1.1	0.7	0.4
Liquidez ácida (x veces)	0.9	1.1	1.0	0.7	0.4
Efectivo / Pasivos corrientes	5.6%	5.4%	5.9%	6.0%	4.7%
Capital de trabajo neto*	(167)	335	336	(984)	(1,742)
Capital de trabajo neto Oper. Relacionadas*	(2,151)	(1,791)	(1,590)	(942)	(1,095)
Efectivo / Deuda financiera y comercial CP	7.1%	7.0%	8.5%	7.3%	7.4%

* En miles de dólares

Fuente: Estados financieros de Sociedades Cedentes.

9.3 Endeudamiento

A diciembre 2019, la deuda financiera registró US\$6.9 millones, contrayéndose interanualmente en 19.1%, debido a la continua amortización del servicio a la deuda. En abril 2020, favorecido por el plan de alivio económico de parte del Gobierno para los más afectados por la crisis del COVID-19, COPI adquirió un crédito por US\$1.0 millón con Banco Hipotecario para cubrir su requerimiento de capital de trabajo de los próximos cuatro meses. El crédito se contrató a un año plazo, tasa de interés fija del 7.0%, con un período de gracia de intereses por seis meses, pago del capital al vencimiento y firma solidaria de los accionistas como garantía. SCRiesgo no descarta que los Originadores recurran a estas fuentes de fondeo ante la reducción del flujo operativo por la disminución de las ventas.



Fuente: Estados financieros de Sociedades Cedentes.

Los préstamos entre compañías relacionadas disminuyeron en 54.3% anual, registrando un saldo por US\$822.3 mil a diciembre 2019, US\$127.5 mil menos que lo observado un año antes, explicado principalmente por la conversión de una deuda a capital que JSH y PS registraban a favor de COPI. La contracción general de la deuda global de las sociedades permitió que el apalancamiento simple (deuda/patrimonio) fuera menor (0.8 veces) a lo observado en diciembre 2018 (1.1 veces).

SCRiesgo considera, que será un reto para los originadores sostener adecuados niveles de apalancamiento durante el periodo de crisis. La contratación de nueva deuda financiera ante las necesidades de liquidez por la ausencia de ingresos operacionales, podría generar presiones a los indicadores.

Grupo Corporación Pirámide: Indicadores de endeudamiento					
Endeudamiento	Dic-18	Mar-19	Jun-19	Sep-19	Dic-19
Pasivo / Patrimonio (veces)	1.1	1.1	1.1	0.8	0.8
Endeudamiento de corto plazo / patrimonio	0.5	0.5	0.5	0.3	0.3
Deuda financiera CP/deuda financiera	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2
Patrimonio / Activos	47.5%	48.4%	47.6%	54.4%	55.1%
Deuda financiera /EBITDA	7.0	14.0	14.1	15.8	11.8
Activos / patrimonio	2.1	2.1	2.1	1.8	1.8

Fuente: Estados financieros de Sociedades Cedentes.

9.4 Indicadores de cobertura y calidad crediticia

Las *ratios* de endeudamiento y cobertura de intereses mostraron una desmejora a diciembre 2019, debido a que la generación EBITDA registró una reducción interanual significativa del 51.6%, producto de la disminución en el volumen de ventas. En consecuencia, el indicador de apalancamiento (deuda financiera a EBITDA) mostró un desplazamiento desfavorable al pasar a 11.8 veces, desde 7.0 veces en el lapso de un año.

La generación EBITDA, es insuficiente para cubrir el monto de intereses incurrido a diciembre 2019, la cobertura se ubicó en 0.9 veces, desmejorando en relación a lo observado en diciembre 2018 (1.4 veces). Asimismo, el indicador que mide la relación (EBIT/Intereses) registró un decremento al ubicarse en 0.6 veces a diciembre 2019 desde 1.3 un año antes.

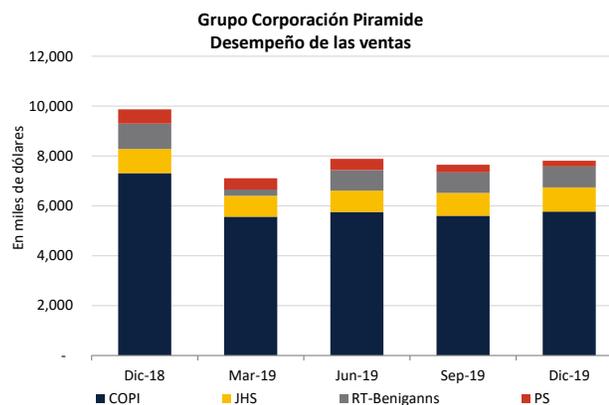
Grupo Corporación Pirámide: Indicadores de cobertura					
Coberturas	Dic-18	Mar-19	Jun-19	Sep-19	Dic-19
Deuda financiera /EBITDA	7.0	14.0	14.1	15.8	11.8
EBITDA / Gasto financiero	1.4	0.8	0.7	0.6	0.9
EBIT/Intereses	1.3	0.5	0.5	0.4	0.6

Fuente: Estados financieros de Sociedades Cedentes.

9.5 Rentabilidad

Las ventas totales de GCOPI disminuyeron interanualmente en 20.9% (diciembre 2018: -2.3%), registrando un saldo de US\$7.8 millones, US\$2.1 millones menos que diciembre 2018. El 44.9% de dicha reducción es explicado por la disminución de ventas de COPI hacia sus empresas relacionadas derivado de la estrategia de negociar con el proveedor de materias primas para que facture y distribuya los insumos a cada restaurante, manteniendo los precios y evitando la concentración de compras en COPI. Asimismo, los ingresos continuaron afectados por un entorno económico de bajo crecimiento y altos niveles de competitividad.

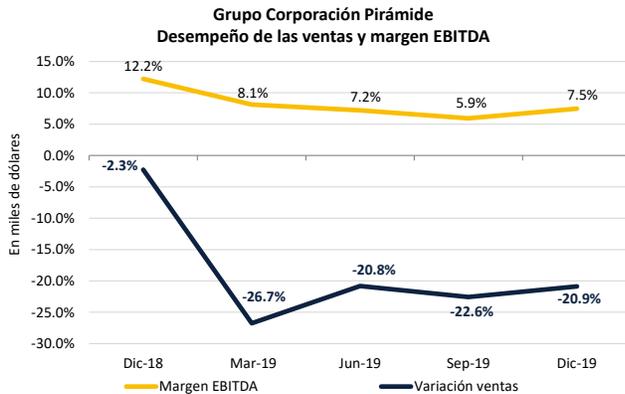
A nivel de participación de ingresos por ventas, los restaurantes de COPI continúan liderando dentro del grupo de las sociedades cedentes, con una participación del 73.9%. Por su parte, la compañía JSH generó una participación del 12.4%, la sociedad RT el 10.8% de la facturación, y PS aportó un 2.9% a diciembre 2019.



*Cifras anualizadas

Fuente: Estados financieros de Sociedades Cedentes.

El resultado de operación de las sociedades se redujo hasta US\$388.2 mil, desde US\$1.1 millones en diciembre 2018, implicando una contracción de 63.3%, principalmente por el menor volumen de ventas generado. El total de gastos operativos significó el 55.0% de las ventas netas, superando el 45.9% de diciembre 2018. Lo anterior, explica la disminución del margen EBITDA hasta 7.5% al cierre del 2019, desde 12.2% observado un año antes.



Fuente: Estados financieros de Sociedades Cedentes.

En resumen, el detalle de los ingresos por sociedad participante y el resultado a diciembre 2019, es como se muestra a continuación:

Principales cifras del estado de resultado por sociedad al 31 de diciembre del 2019					
Cuenta	COPI	JSH	RT	PS	
Ventas	5,772.3	967.3	844.1	225.8	
Otros Ingresos	54.7	0.2	0.3	2.0	
Total ingresos	5,827.0	967.5	844.3	227.8	
Costo de Ventas	2,508.6	266.8	271.8	76.0	
Gastos de operación	2,658.0	721.8	636.0	282.4	
Gastos financieros	593.8	21.4	12.5	12.0	
Total gastos	5,760.4	1,009.9	920.3	370.4	
Utilidad (pérdida) antes de impuestos	66.6	(42.4)	(75.9)	(142.6)	
Impuestos y Reservas	20.9	0.0	0.0	0.0	
Dividendos recibidos	0.0	0.0	0.0	0.0	
Utilidad (pérdida) neta	45.7	(42.4)	(75.9)	(142.6)	

* Cifras en miles de dólares

Fuente: Estados financieros de sociedades cedentes.

Los indicadores de rentabilidad a partir de la última línea del estado de resultado reportaron una desmejora en relación a lo observado un año antes, el ROA fue de -1.1%, (diciembre 2018: 0.8%) y el ROE de -2.2%, (diciembre 2018: 1.8%). Cabe destacar, que COPI de manera individual mantuvo rentabilidades positivas, lo cual se señala como un factor importante en nuestra evaluación al ser la Entidad con mayor participación en la estructura. SCRiesgo considera, que será un desafío para las Entidades obtener

rentabilidades positivas en el corto plazo debido a la crisis generada por el COVID-19, sus efectos negativos en la economía y un mercado altamente competitivo.

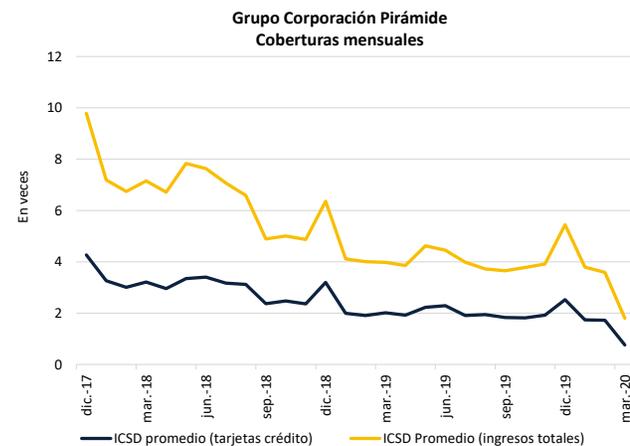
Grupo Corporación Pirámide: Indicadores de rentabilidad					
Rentabilidad	Dic-18	Mar-19	Jun-19	Sep-19	Dic-19
ROA	0.81%	-1.73%	-1.33%	-2.17%	-1.11%
ROE	1.8%	-3.9%	-3.0%	-4.5%	-2.2%
Margen EBITDA	12.2%	8.1%	7.2%	5.9%	7.5%
EBIT/Activos promedio	5.2%	2.0%	2.0%	1.5%	2.0%
EBITDA *	1,206.7	144.6	283.8	340.3	584.6
Utilidad (pérdida) neta*	165	(87)	(134)	(320)	(215)

* En miles de dólares

Fuente: Estados financieros de Sociedades Cedentes.

10. COBERTURA DE LA ESTRUCTURA.

El monto de la cesión comparado contra los ingresos generados por medio de los mecanismos de captura primaria (ventas por tarjetas de crédito y débito) semestral, promedió una participación de 39.6% a diciembre 2019. Mientras que, el Índice de Cobertura sobre el Servicio de la Deuda fue de 2.5 veces, (diciembre 2018: 3.2 veces). Cabe mencionar, que esta cobertura mejora una vez que se incluyen las ventas en efectivo hasta 4.1 veces al finalizar el 2019.



Fuente: Hencorp Valores, Ltda.

La reducción registrada en las coberturas mensuales, es explicada por el aumento en el monto de la cesión mensual, el cual pasó de US\$115.0 mil a US\$158.0 mil a partir de agosto 2018; y por el lento crecimiento en el volumen de ingresos de las compañías cedentes. SCRiesgo, valora positivo que la estructura de pagos de la emisión ha cubierto la cuota mensual cedida en favor de los inversionistas desde el inicio de la transacción.

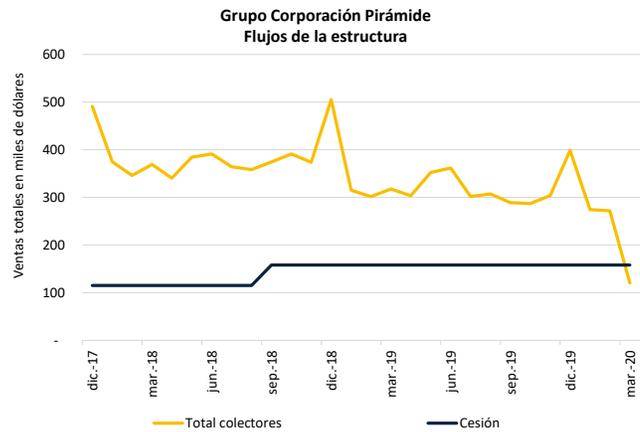
De acuerdo con el análisis efectuado, el resguardo de la estructura de titularización, donde la suma de los saldos finales de la deuda bancaria, no podrá ser superior al saldo global de los ingresos anuales registrados durante el año fiscal anterior; se mantuvo en cumplimiento (0.7 veces).

Grupo Corporación Pirámide: Indicadores de cobertura mensual					
Coberturas mensuales	dic-18	mar-19	jun-19	sep-19	dic-19
Cesión	158,000	158,000	158,000	158,000	158,000
Cesión/Ingresos totales (%)	15.7%	25.2%	22.5%	27.4%	18.4%
Cesión / Ingresos medios de pago (%)	31.3%	49.7%	43.7%	54.7%	39.6%
ICSD Promedio (Ingresos totales)	6.4	4.0	4.5	3.6	5.4
ICSD promedio (tarjetas crédito)	3.2	2.0	2.3	1.8	2.5
Deuda bancaria a ingresos (<1x)	0.86	0.82	0.81	0.73	0.70

ICSD: Índice de Cobertura sobre el Servicio de la Deuda

Fuente: Hencorp Valores, Ltda.

Las medidas implementadas por el Gobierno, principalmente las de confinamiento para contener la expansión del nuevo coronavirus en El Salvador, han generado afectaciones transitorias a la economía y de forma significativa en sectores como: turismo, restaurantes, hoteles, entre otros, repercutiendo en el nivel de ingresos de las empresas que operan en estos sectores. La situación anterior debilitó los flujos esperados del activo subyacente que respaldan la liquidez del Fondo, al operar las sociedades originadoras en el sector de restaurantes. En este sentido, de forma preventiva se reestructuraron las condiciones de pago para un periodo de seis meses, reduciendo potenciales riesgos de liquidez durante el periodo de crisis.



Fuente: Hencorp Valores, Ltda.

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

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

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

ANEXO1

Grupo Corporación Pirámide:	Información financiera (US\$)										
	Estado de resultados		Dic-18	%	Mar-19	%	Jun-19	%	Sep-19	%	Dic-19
-COPI, S.A. de C.V.	Ventas	9,871,980	100%	1,777,211	100%	3,942,432	100%	5,735,849	100%	7,809,485	100%
-JSH, S.A. de C.V.	Costo de ventas	-4,287,466	-43%	-735,036	-41%	-1,618,723	-41%	-2,330,781	-41%	-3,123,193	-40%
-Restaurantes y Tabernas, S.A. de C.V.	Utilidad bruta	5,584,515	57%	1,042,175	59%	2,323,709	59%	3,405,068	59%	4,686,292	60%
-Premiun Steak Restaurants, S.A. de C.V.	Gastos de venta	-265,307	-3%	-31,184	-2%	-84,221	-2%	-145,581	-3%	-214,253	-3%
	Gastos generales y de administración	-698,860	-7%	-166,766	-9%	-359,778	-9%	-564,847	-10%	-645,283	-8%
	Depreciación y amortización	-148,926	-2%	-45,672	-3%	-87,156	-2%	-120,692	-2%	-196,357	-3%
	Gastos de operación	-3,413,611	-35%	-699,590	-39%	-1,595,943	-40%	-2,354,322	-41%	-3,242,189	-42%
	Total de gastos	-4,526,704	-46%	-943,212	-53%	-2,127,098	-54%	-3,185,442	-56%	-4,298,082	-55%
	Utilidad de operación	1,057,810	11%	98,963	6%	196,612	5%	219,626	4%	388,210	5%
	Gastos financieros	-838,024	-8%	-188,459	-11%	-382,386	-10%	-591,107	-10%	-639,733	-8%
	Otros ingresos	72,459	1%	2,393	0%	2,934	0%	3,142	0%	57,101	1%
	Total otros ingresos	-765,565	-8%	-186,067	-10%	-379,453	-10%	-587,965	-10%	-582,631	-7%
	Utilidad antes de impuestos	292,245	3%	-87,104	-5%	-182,841	-5%	-368,339	-6%	-194,422	-2%
	Impuestos	-125,053	-1%	0	0%	0	0%	0	0%	-16,224	0%
	Reserva legal	-29,019	0%	0	0%	0	0%	0	0%	-4,659	0%
	Utilidad antes de extraordinarios	138,173	1%	-87,104	-5%	-182,841	-5%	-368,339	-6%	-215,305	-3%
	Pérdida de capital en inversiones	-16,811	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
	Dividendos recibidos	43,902	0%	0	0%	48,398	1%	48,398	1%	0	0%
	Utilidad neta	165,264	2%	-87,104	-5%	-134,443	-3%	-319,941	-6%	-215,305	-3%

ANEXO 2

Grupo Corporación Pirámide:	Información financiera (US\$)										
	Balance general	Dic-18	%	Mar-19	%	Jun-19	%	Sep-19	%	Dic-19	%
-COPI, S.A. de C.V.	Efectivo	277,575	1%	244,638	1%	285,881	1%	189,568	1%	134,491	1%
-JSH, S.A. de C.V.	Cuentas por cobrar	70,560	0%	32,328	0%	44,819	0%	50,143	0%	95,227	1%
-Restaurantes y Tabernas, S.A. de C.V.	Préstamos a intercomp - PC	2,921,023	15%	3,009,241	15%	3,186,868	16%	3,088,549	2%	1,752,223	1%
-Premiun Steak Restaurants, S.A. de C.V.	Otras ctas x cobrar	5,100	0%	6,547	0%	5,239	0%	4,705	0%	4,896	0%
	Impuestos acreditables	184,919	1%	198,225	1%	222,787	1%	249,144	1%	277,300	1%
	Inventario productos en proceso	139,109	1%	106,984	1%	130,059	1%	97,413	1%	120,626	1%
	Gastos pagados por anticipado	1,223,143	6%	1,286,865	7%	1,267,347	6%	1,268,218	7%	337,525	2%
	Activo circulante	4,821,429	24%	4,884,828	25%	5,143,001	26%	2,167,741	12%	1,145,287	6%
	Propiedad, planta y equipo	3,502,439	17%	3,502,965	18%	3,503,448	18%	3,503,448	19%	3,503,448	19%
	-Activo fijo bruto	6,594,641	33%	6,600,635	34%	6,605,012	33%	6,608,568	35%	6,616,085	35%
	-Depreciación acumulada	-3,866,642	-19%	-3,901,808	-20%	-3,943,853	-20%	-3,975,432	-21%	-4,050,928	-22%
	Activo fijo neto	2,727,999	14%	2,698,827	14%	2,661,159	13%	2,633,136	14%	2,565,157	14%
	Inversiones permanentes	11,524,728	57%	10,969,723	56%	10,969,723	55%	13,504,985	72%	13,490,669	72%
	Activo diferido	460,150	2%	460,150	2%	452,846	2%	452,846	2%	1,530,505	8%
	Intangibles otros	229,172	1%	229,172	1%	231,509	1%	231,509	1%	231,509	1%
	Amortización acumulada	-208,033	-1%	-212,970	-1%	-217,978	-1%	-219,935	-1%	-220,105	-1%
	Total intangibles netos	21,139	0%	16,202	0%	13,530	0%	11,573	0%	11,404	0%
	Activo no circulante	15,300,996	76%	14,711,882	75%	14,661,513	74%	16,640,948	88%	17,636,142	94%
	Total activo	20,122,425	100%	19,596,710	100%	19,804,514	100%	18,808,689	100%	18,781,430	100%
	Préstamos CP con bancos	2,944,327	15%	2,540,058	13%	2,426,291	12%	1,745,306	9%	1,328,262	7%
	Cuentas por pagar	952,671	5%	975,091	5%	928,466	5%	855,014	5%	495,537	3%
	Préstamos intercompany CP	937,073	5%	882,714	5%	1,260,508	6%	350,849	2%	821,728	4%
	Otras cuentas por pagar	7,006	0%	9,844	0%	9,899	0%	9,009	0%	55,204	0%
	Acreedores diversos	60,740	0%	86,779	0%	122,233	1%	130,474	1%	95,301	1%
	Impuestos por pagar	86,515	0%	55,235	0%	59,468	0%	61,433	0%	90,954	0%
	Pasivo circulante	4,988,332	25%	4,549,721	23%	4,806,865	24%	3,152,085	17%	2,886,985	15%
	Deuda bancaria LP	5,556,078	28%	5,556,078	28%	5,556,078	28%	5,421,117	29%	5,549,108	30%
	Préstamos intercompany LP	12,729	0%	12,729	0%	10,729	0%	0	0%	555	0%
	Pasivo no circulante	5,568,807	28%	5,568,807	28%	5,566,807	28%	5,421,559	29%	5,550,105	30%
	Total pasivo	10,557,140	52%	10,118,529	52%	10,373,672	52%	8,573,645	46%	8,437,090	45%
	Acciones comunes	8,123,676	40%	8,123,676	41%	8,123,676	41%	9,113,376	48%	9,113,376	49%
	Reserva legal	391,091	2%	391,091	2%	391,091	2%	391,091	2%	395,750	2%
	Utilidades de ejercicios anteriores	1,065,601	5%	1,230,865	6%	1,230,865	6%	1,230,865	7%	1,230,865	7%
	Utilidad del ejercicio actual	165,264	1%	-87,104	0%	-134,443	-1%	-319,941	-2%	-215,305	-1%
	Ajuste por conversión NIIF	-180,347	-1%	-180,347	-1%	-180,347	-1%	-180,347	-1%	-180,347	-1%
	Total capital contable	9,565,285	48%	9,478,181	48%	9,430,842	48%	10,235,045	54%	10,344,339	55%
	Pasivo y Capital	20,122,425	100%	19,596,710	100%	19,804,514	100%	18,808,689	100%	18,781,430	100%